



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.003851/2021-76

Reg. Col. nº 2300/2021

- Interessados:** Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.
XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.
- Assunto:** Recurso contra entendimento da Área Técnica sobre os arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2004, no âmbito de pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio
- Relatoria:** Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE
Superintendência de Supervisão de Securitização – SSE
- Voto:** Diretor Alexandre Costa Rangel

Manifestação de Voto

I. Origem

1. Este Processo Administrativo CVM nº 19957.003851/2021-76 (“Processo”) trata de recurso¹ (“Recurso”) apresentado no âmbito da análise do pedido de registro da oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio das 1ª e 2ª séries da 93ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Oferta” e “Emissora”).
2. Como características gerais da Oferta, (i) cuida-se da emissão de certificados de recebíveis do agronegócio pela Emissora (“CRA”), lastreados em 2 (dois) certificados de direitos creditórios do agronegócio emitidos pela Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. (“CDCA” e “Devedora”), sendo o valor nominal unitário dos CDCA corrigido pelo IPCA; (ii) os

¹ Doc. SEI 1323195.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

direitos creditórios vinculados pela Devedora aos CDCA (“Direitos Creditórios Vinculados”) são oriundos de 85 (oitenta e cinco) contratos de prestação de serviços celebrados com produtores rurais ou cooperativa de produtores rurais (“Contratos de Prestação de Serviços”)²; e (iii) tais Contratos de Prestação de Serviços têm como objeto a locação de máquinas, veículos e equipamentos; prazo de duração média de 5 (cinco) anos³; e são corrigidos monetariamente, em sua maioria, pelo IGP-M.

3. O Recurso foi subscrito pela Emissora, Devedora e XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., na qualidade de coordenadora líder da Oferta (“Coordenador Líder” e, quando em conjunto com Emissora e Devedora, “Interessados”), insurgindo-se contra a exigência 3.8.24 formulada por meio do Ofício-Conjunto n° 204/2021-CVM/SRE/SEP⁴ e do Ofício n° 396/2021/CVM/SRE/GER-1⁵ (“Ofícios”).

4. Em suma, a exigência em questão faz referência aos arts. 28⁶ e 42⁷ da Lei n° 11.076/2004, consubstanciando o entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) de que os referidos dispositivos legais não estariam atendidos pela estrutura jurídica da Oferta.

² Todos juntados aos autos em caráter de confidencialidade (Doc. SEI 1291477).

³ Essa referência temporal sobre a vigência média foi informada pelos Interessados no Recurso. Sem qualquer pretensão de realizar uma análise exaustiva de todas as características individuais de cada um dos referidos instrumentos, observei que constam dos autos alguns Contratos de Prestação de Serviços com prazo de duração de 6 (seis) a 8 (oito) anos, todos celebrados em 2021.

⁴ Doc. SEI 1277574 (“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 Doc. SEI 1298846 (“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 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. 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;”).

⁶ “Art. 28. O valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados.”

⁷ “Art. 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.”



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

5. Analisando o Recurso, a SRE e a Superintendência de Supervisão de Securitização (“SSE” e, quando em conjunto com a SRE, “Áreas Técnicas”) lavraram o Ofício Interno nº 34/2021/CVM/SRE/GER-1⁸ (“Ofício Interno”), mantendo o entendimento relativo à exigência e encaminhando o assunto para decisão deste Colegiado.

6. Respeitosamente, discordo do Ofício Interno e apresento esta manifestação de voto para registrar minha posição de que o Recurso merece provimento integral.

II. Mérito

7. Os fundamentos do meu entendimento podem ser resumidos da seguinte forma: (i) considerando que existem outras emissões de CRA que adotaram estruturas semelhantes àquela objeto deste Processo, inclusive submetidas a registro prévio na CVM, os princípios da segurança jurídica e isonomia devem ser observados; (ii) a Oferta está alinhada com as finalidades dos arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2014, dispositivos legais que se destinam a proteger a higidez do mercado de financiamento do agronegócio, por meio da exigência de uma capacidade de pagamento adequada ao adimplemento dos CDCA; (iii) inclusive sob uma perspectiva de análise econômica do direito, considerando que o risco de inadimplência dos devedores dos Direitos Creditórios Vinculados tende a ser maior que o risco de inadimplência da Devedora, não faz sentido conferir às obrigações acessórias do CDCA e da Oferta (Direitos Creditórios Vinculados) uma importância substancialmente maior do que a própria obrigação principal de pagamento (CDCA) que alimentará os CRA objeto da Oferta – fundamento reforçado pelo fato de que a Devedora, como companhia aberta devidamente registrada junto à CVM, se submete a um regime informacional mais amplo, transparente e robusto do que aquele aplicável aos devedores dos Direitos Creditórios Vinculados; (iv) os Direitos Creditórios Vinculados não se confundem com qualquer modalidade de obrigação principal do CDCA, nem com o lastro propriamente dito dos CRA, representando apenas e tão somente obrigações acessórias do CDCA, como garantia de penhor decorrente da lei;

⁸ Doc. SEI 1336317 (“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”).



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

(v) se a CVM tem se posicionado historicamente a favor do arranjo da revolvência – interpretando de forma flexível um requisito literal da lei para autorizar a inexistência da integralidade do lastro do agronegócio no momento da emissão, abrindo mão da obrigação principal que abastece o fluxo de pagamento mais relevante que remunera os investidores –, ao se analisar, agora neste Processo, o grau de rigidez que deve nortear a interpretação dos dispositivos legais que regem as garantias, de modo muito mais conservador e prudente, ganha força a conclusão de que os Direitos Creditórios Vinculados e a Oferta encontram-se alinhados aos arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2014.

8. Passo a explicar esses pontos em maiores detalhes a seguir.

Princípios da segurança jurídica e isonomia

9. Os Interessados apontaram que existem outras emissões de CRA – realizadas, inclusive, com registro prévio na CVM, nos termos da Instrução CVM nº 400/2003 – que adotaram estrutura semelhante à da Oferta, questionada neste Processo⁹.

10. Trata-se de informação relevante. A previsibilidade, segurança e confiança são objetivos caros à regulação do mercado de capitais. Ainda, conforme a lógica vigente no mercado de valores mobiliários brasileiro, quando alguma prática está sendo refletida em operações regidas pela Instrução CVM nº 400/2003, com registro prévio junto à CVM, podemos considerar como elevadas as chances de que a mesma estrutura já esteja sendo replicada, em maior escala, em ofertas com esforços restritos, que não passam previamente pela CVM, realizadas nos termos da Instrução CVM nº 476/2009. Alterar o entendimento da Autarquia sobre a matéria, agora, não me parece alinhado com os princípios da segurança jurídica e isonomia.

11. Ademais, a exigência posta no Ofício Interno – além de não ser procedente neste caso concreto, na minha opinião – ainda pode fragilizar a validade jurídica de outras operações, já emitidas e distribuídas, que tenham adotado mecânicas similares. A exigência formulada pelas Áreas Técnicas pode produzir efeitos relevantes que extrapolam as partes envolvidas neste caso concreto, abrindo-se espaço, até mesmo, para indesejáveis questionamentos judiciais ou

⁹ O Ofício Interno faz referência às “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)”.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

administrativos no contexto de outras emissões¹⁰, com potenciais reflexos para o público em geral que tenha investido em operações semelhantes.

12. Além disso, é comum que operações envolvendo a emissão de CRA contenham cláusulas de vencimento antecipado automático de todo o valor do financiamento, caso algum documento da oferta seja questionado. Os documentos que compõem esta Oferta, por exemplo, possuem cláusula expressa nesse sentido¹¹. Tal aspecto é agravado em razão da existência, também usual, de regras contratuais em financiamentos prevendo o vencimento cruzado entre dívidas (*cross-default*), de modo que eventual vencimento antecipado de algum dos CRA com estruturas parecidas à da Oferta, atualmente em negociação no mercado de valores mobiliários, também pode ocasionar o vencimento antecipado de outras dívidas das sociedades envolvidas nas respectivas emissões objeto de hipotético questionamento.

13. Por fim, cabe ressaltar que a Lei nº 13.874/2019, em seu art. 4º-A, inciso I, estabelece como dever da administração pública “*dispensar tratamento justo, previsível e isonômico entre os agentes econômicos*”.

Aderência da estrutura da Oferta à finalidade da lei

14. As exigências enunciadas pelos arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2004, em essência, objetivam (i) aumentar a probabilidade de o CDCA ser adimplido; e (ii) evitar a utilização do instrumento sem uma adequada capacidade de pagamento que lhe dê suporte, estimulando um desenvolvimento hígido do mercado de financiamento do agronegócio. Tais finalidades, a meu ver, encontram-se devidamente atendidas pela estrutura da Oferta.

¹⁰ O eventual mérito, procedência e/ou validade de argumentos que venham a ser apresentados nesse sentido, obviamente, dependerá das particularidades de cada caso concreto, não cabendo aqui, da mesma forma, aprofundar genericamente qualquer opinião acerca desse tópico.

¹¹ “Eventos de Vencimento Antecipado Automático dos CDCA: Constituem eventos de vencimento que acarretam o vencimento automático das obrigações decorrentes dos CDCA, independentemente de aviso ou notificação, judicial ou extrajudicial, aplicando-se o disposto nos CDCA: (...) (iv) questionamento judicial, pela Devedora e/ou por qualquer Controlada e/ou por qualquer Controladora, dos CDCA e/ou de qualquer dos demais Documentos da Operação;”.



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

15. O CDCA conta com um mecanismo de “*evento de reforço e complementação*”, destinado a repor eventual inadimplência dos Direitos Creditórios Vinculados¹². Os prazos de vigência dos Contratos de Prestação de Serviços são, em média, de 5 (cinco) anos; e os dos CDCA, 10 (dez) e 15 (quinze) anos.

16. Nos instrumentos de emissão que formalizam a Oferta, existem hipóteses de vencimento antecipado automático dos CDCA decorrentes de eventuais problemas que venham a ocorrer com os Direitos Creditórios Vinculados¹³, também tendo sido prevista a obrigação da Devedora de manter vinculado aos CDCA, até seus prazos finais de vencimento, pelo menos um Contrato de Prestação de Serviços¹⁴.

¹² “Na ocorrência de um Evento de Reforço e Complementação decorrente da Redução dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA, a Devedora obriga-se a: (i) realizar a Recomposição dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA nos termos da Cláusula 7.5 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. Observado o previsto abaixo e na Cláusula 7.2 dos CDCA, 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. Observado o previsto no parágrafo abaixo e na Cláusula 7.2 dos CDCA, não serão considerados Redução dos Direitos Creditórios: (i) a extinção de Contratos de Prestação de Serviços decorrente de seu vencimento ordinário, conforme indicado nas condições dos Contratos de Prestação de Serviços previstas no Anexo I aos CDCA; (ii) o regular pagamento dos clientes (devedores) dos Contratos de Prestação de Serviços; e/ou (iii) o mero inadimplemento dos clientes (devedores) dos Contratos de Prestação de Serviços, dentro dos respectivos prazos de cura.”

¹³ Conforme prospecto preliminar: “Eventos de Vencimento Antecipado Automático dos CDCA: Constituem eventos de vencimento que acarretam o vencimento automático das obrigações decorrentes dos CDCA, independentemente de aviso ou notificação, judicial ou extrajudicial, aplicando-se o disposto nos CDCA: (...) (iii) ocorrência de Redução dos Direitos Creditórios e, conseqüentemente, de Evento de Reforço e Complementação, sem que haja a Recomposição de Direitos Creditórios ou a realização do pagamento antecipado dos CDCA, nos termos da Cláusula 12.1 do Termo de Securitização; e/ou alteração de qualquer um dos Contratos de Prestação de Serviços de modo que referido Contrato deixe de atender aos Critérios de Elegibilidade, sem que seja feita a substituição e/ou complementação dos Direitos Creditórios nos termos da Cláusula 7.6 dos CDCA, dentro do prazo de 30 (trinta) dias contados da efetiva alteração do respectivo Contrato de Prestação de Serviços; sendo certo que a Emissora deverá receber uma cópia do instrumento que alterar, de qualquer forma, qualquer previsão de qualquer um dos Contratos de Prestação de Serviços que gere um Evento de Reforço e Complementação;” (Doc. SEI 1256751).

¹⁴ “Sem prejuízo do disposto acima, a Devedora obriga-se a manter vinculado a cada CDCA, Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA oriundos de pelo menos 1 (um) Contrato de Prestação de Serviços. Caso seja constatada, a qualquer tempo, a inexistência de Direito Creditório do Agronegócio Lastro dos CDCA vinculado a qualquer dos CDCA oriundo de pelo menos 1 (um) Contrato de Prestação de Serviços, a Devedora obriga-se a: (i) apresentar à Securitizadora, para fins de vinculação ao referido CDCA, com a respectiva formalização de referida



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

17. No caso do art. 28, a Oferta estará integralmente aderente ao comando legal na data da emissão, ou seja, o valor dos CDCA não excederá o valor total dos respectivos Direitos Creditórios Vinculados quando do início da Oferta. Ao longo da vida útil dos financiamentos estruturados do agronegócio – notadamente daqueles que envolvam CDCA, crédito corporativo de uma única entidade e direitos créditos vinculados pulverizados, como o presente caso – naturalmente haverá algum descasamento entre os valores, taxas e prazos.

18. Com efeito, em operações com elevada pulverização dos direitos creditórios vinculados, à medida que o volume dos Direitos Creditórios Vinculados seja atualizado no decorrer da Oferta¹⁵, a tendência é que esse valor seja reduzido progressivamente e passe, em algum momento, a representar um montante inferior ao valor dos CDCA, tendo em vista as diferentes curvas de atualização e o descasamento entre os prazos de duração dos Contratos de Prestação de Serviços e os dos CDCA.

19. Dessa forma, exigir que, no âmbito de uma emissão de CRA, o valor total dos direitos creditórios vinculados seja – a todo momento, durante todo o período da Oferta – igual ou superior ao valor total do CDCA produzirá o mesmo efeito de uma proibição de emissões de CRA, com lastro em CDCA, que tenham algum grau de pulverização nos direitos creditórios vinculados. Isso porque tais direitos creditórios vinculados, quando reunidos em uma amostragem mais ampla, dificilmente ostentarão características minimamente homogêneas em termos de valores, prazos e taxas de variação do valor nominal que possam ser replicados para o CDCA¹⁶. Ignora-se, com isso, que uma maior pulverização dos direitos creditórios vinculados melhora o perfil de risco da emissão, tendo em vista que significa maior diversificação e redução do risco da garantia em

vinculação no prazo de até 90 (noventa) dias contados da ocorrência do respectivo evento, Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA oriundos de, pelo menos, 1 (um) novo Contrato de Prestação de Serviços, que cumpram os Critérios de Elegibilidade; ou (ii) caso não seja observado o prazo previsto no item (i), acima, realizar o pagamento antecipado total do referido CDCA.” (Doc. SEI 1256751).

¹⁵ Mediante, principalmente, a incidência das respectivas correções e atualizações monetárias, bem como em virtude do pagamento gradual das obrigações vinculadas aos Contratos de Prestação de Serviços.

¹⁶ Além disso, considerando que o objetivo da Devedora com a Oferta, como informado no prospecto preliminar, consiste em utilizar os recursos “*no curso ordinário de seus negócios*”, trata-se de finalidade e objetivo sensivelmente distinto daquele objeto do Processo Administrativo SEI 19957.009605/2018-22 (CRA Vamos), que envolveu discussões de enquadramento das debêntures como lastro de CRA por destinação. Nesse caso, o “Colegiado, por unanimidade, deliberou pelo deferimento do pedido, no sentido de considerar que o lastro da oferta pública de distribuição de CRA da 1ª série da 21ª emissão da Vert Companhia Securitizadora, conforme estrutura apresentada, estaria enquadrado no §7º do art. 3º da Instrução CVM 600.” (destinação a produtores rurais).



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

questão, aumentando as chances de adimplemento dos direitos creditórios vinculados em bases gerais e, por consequência, da própria operação como um todo.

20. Tal proibição indireta claramente (i) não foi almejada pela lei; (ii) não guarda coerência com o mandato legal da CVM de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais¹⁷; (iii) nem está de acordo com a realidade específica do segmento de financiamentos estruturados do agronegócio, que conta com parcela preponderante do estoque formada por crédito corporativo como principal risco de crédito¹⁸ e com taxas de atualização DI ainda relevantes¹⁹.

21. Avançando no ponto, entendo que qualquer interpretação de dispositivo legal que conduza a uma aplicação carente de fundamento, razoabilidade ou que se distancie das finalidades que nortearam a sua edição deve ser evitada. Essa ponderação me parece especialmente relevante para a análise do art. 42 da Lei nº 11.076/2004, uma vez que a consequência de uma interpretação desprovida de maiores perquirições acerca da essência e dos objetivos do dispositivo pode representar, na prática, uma proibição de que sejam realizadas operações legítimas, com substância econômica e que não colocam em risco a higidez do mercado. As interpretações de natureza finalística acerca da mesma Lei nº 11.076/2004 já encontraram eco no Colegiado: “[t]rata-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.”²⁰.

22. Ademais, a adequação da estrutura da Oferta, sobretudo no que tange ao atendimento das finalidades dos arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2004²¹, foi satisfatoriamente demonstrada, *in casu*,

¹⁷ Os números do agronegócio são notáveis. Em 2020, o PIB nacional recuou 4,1%, experimentando a pior queda em 24 anos (<https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>). No entanto, no mesmo ano de 2020, o PIB do agronegócio cresceu 24,31% (<https://www.cnabrazil.org.br/noticias/pib-do-agronegocio-tem-crescimento-recorde-de-24-31-em-2020>). As possibilidades de crescimento do mercado de valores mobiliários como fonte de financiamento eficiente e de longo prazo para esse setor são relevantes.

¹⁸ Em 2018, o crédito corporativo em emissões de CRA no mercado de valores mobiliários brasileiro somava 85%; em 2019, 85,1%; em 2020, 85,7% (disponível em <https://www.uqbar.com.br/anuarios2021/cra.php>, acesso em 08.09.2021).

¹⁹ A taxa DI continua relevante e, em 2020, representou 17,2% dos CRA emitidos no mercado de valores mobiliários (disponível em <https://www.uqbar.com.br/anuarios2021/cra.php>, acesso em 08.09.2021).

²⁰ http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291_Voto_DPR.pdf.

²¹ A importância de um olhar atento sobre os objetivos e finalidades da legislação e regulamentação que regem o mercado de valores mobiliários também é objeto de comentários pela doutrina estrangeira: “*The contextual approach to interpretation examines the structure and position of a provision in the statute as a whole in order to deduce the*



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

por meio de determinadas obrigações pactuadas nos instrumentos de emissão, sobretudo, como dito acima, (i) o mecanismo de reforço e complementação dos Direitos Creditórios Vinculados; (ii) as hipóteses de vencimento antecipado atreladas a eventuais problemas relacionados aos Direitos Creditórios Vinculados; e (iii) a obrigação de manutenção de, pelo menos, um Contrato de Prestação de Serviços vinculado ao CDCA, até seu prazo final de vencimento.

Substância econômica da Oferta, risco de inadimplência dos Direitos Creditórios Vinculados e do CDCA

23. No caso concreto, ressalto que os devedores dos Direitos Creditórios Vinculados são formados por clientes da Devedora, agentes econômicos de pequeno a médio porte, integrantes da cadeia do agronegócio que, pela amostragem analisada, parecem se encontrar em um estágio de desenvolvimento não tão avançado quanto a Devedora – líder nacional de mercado em sua área de atuação, companhia aberta, sujeita ao regime informacional e todas as demais obrigações previstas na legislação e regulamentação aplicáveis.

24. Nesses termos, assumindo a premissa razoavelmente confortável de que o risco de inadimplência dos devedores dos Direitos Creditórios Vinculados pode vir a ser maior que o risco de inadimplência da Devedora, não há sentido – nem mesmo sob o prisma econômico – em conferir às obrigações acessórias (risco dos devedores dos Direitos Creditórios Vinculados) uma importância substancialmente maior do que a própria obrigação principal de pagamento (risco da Devedora). Restaria inobservada, também sob esse ângulo, a finalidade da lei de aumentar as chances de pagamento da dívida representada pelo CDCA.

meaning of the provision therefrom. It is closely connected to teleological interpretation. The contextual approach can aim at confirming a result determined through the literal interpretation by referring to a different provision which is based on similar concepts. Contextual arguments, can, on the other hand, also enable rejection of a certain understanding of a provision. If the result is contrary to the underlying concepts of law a different understanding may be favourable. (...) Determining the spirit and purpose of a provision is often facilitated by the recitals preceding directives and regulations. Whilst most legislation in the field of capital markets law simply sums up the general aims of market efficiency and investor protection, in some cases the purpose of the legislative act is actually described in more detail, enabling a clear teleological answer to the question of interpretation.” (European Capital Markets Law, 2nd Edition, Rüdiger Veil, pp. 82-85).



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

Direitos Creditórios Vinculados não são lastro e não são obrigações principais de pagamento, nem do CDCA, nem da Oferta

25. Em complemento, para colocar o tema em sua devida perspectiva, é importante chamar atenção para o fato de que os Direitos Creditórios Vinculados não se confundem com qualquer modalidade de obrigação principal do CDCA, representando apenas obrigações acessórias, como garantias de penhor, decorrentes da própria Lei nº 11.076/2004.

26. Pela estrutura jurídica montada para a Oferta, não serão os adimplementos dos Direitos Creditórios Vinculados que abastecerão o fluxo de pagamento que remunerará os titulares dos CDCA (no caso, o patrimônio separado da Emissora e, ato contínuo, os investidores dos CRA). O pagamento de tais Direitos Creditórios Vinculados formará um volume de recursos que poderá, eventualmente, apenas em caso de inadimplemento da obrigação da Devedora de honrar os pagamentos previstos nos CDCA, vir a ser executado e acessado pelos titulares dos CDCA e dos CRA.

27. Ainda, tais garantias não são estanques, podem ser modificadas e substituídas em diversas situações, conforme exemplos do art. 32, §1º, da Lei nº 11.076/2004, sugerindo flexibilidade no tratamento e interpretação de exigências relacionadas ao instrumento.

Coerência com as opções regulatórias adotadas pela CVM sobre revolvência do lastro do CRA

28. Como último ponto deste voto, entendo que o Recurso merece provimento, também, em virtude das opções regulatórias que foram feitas, de forma consistente, pela Autarquia no passado em matérias muito mais sensíveis relativas a financiamentos estruturados do agronegócio no mercado de valores mobiliários.

29. Apesar da literalidade do art. 40²² da Lei nº 11.076/2004, o Colegiado da CVM sempre esteve confortável com o arranjo regulatório da revolvência, que autoriza a emissão de um CRA sem que a totalidade do próprio lastro e das obrigações principais esteja devidamente constituída

²² “Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos: I - identificação do devedor; II - valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado; III - identificação dos títulos emitidos; IV - indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas.”



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

desde o início da operação. Os riscos inerentes a essa abordagem são diversos, cabendo destaque para a possibilidade de que o restante do lastro não venha a ser constituído, disparando as consequências previstas nos documentos da operação. A Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE”) manifestou-se a respeito no passado²³.

30. Em que pese o diploma legal aplicável exigir a identificação expressa e completa do lastro, (i) em 2013, foram aprovados pelo Colegiado os primeiros precedentes reconhecendo a possibilidade da revolvência²⁴; (ii) em 2017, o tema foi incorporado ao ofício-circular da área técnica²⁵; e (iii) em 2018, corroborando a segurança da Autarquia com o referido posicionamento, a questão foi consolidada na Instrução CVM n° 600/2018²⁶.

²³ Sem abalar a aplicabilidade da revolvência no âmbito dos CRA, que entendo pertinente e correta, é importante lembrar a preocupação externada pela PFE no Processo CVM n° RJ2013/8860: “A Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE/CVM manifestou-se (...) no sentido de não haver possibilidade jurídica de revolvência dos direitos creditórios vinculados aos CRA, nos termos apresentados pelos requerentes, motivo pelo qual recomendou o indeferimento do pedido. Segundo a PFE, o princípio do formalismo dos títulos de crédito, bem como o precedente do Proc. RJ2007/0547, indicam que o Termo de Securitização do CRA deve conter os elementos estabelecidos nos incisos do art. 40 da Lei n° 11.076/04, que, por sua vez, exigem a existência de crédito constituído, com devedor e valor determinados. A possibilidade de substituição dos direitos creditórios, admitida no art. 32, § 1º, da Lei 11.076/04, aplica-se somente ao CDCA e da LCA, não sendo possível a extensão analógica ao CRA, título de crédito constituído a partir de operação de securitização e com tratamento legal próprio. (...) De volta à Lei n° 11.076/04, é possível verificar que os requisitos formais do CRA foram previstos no artigo 37; como o CRA é um título de crédito constituído a partir de uma operação de securitização, o art. 37 deve ser necessariamente analisado em conjunto com o art. 40 da mesma lei, que, por sua vez, trata dos aspectos formais do Termo de Securitização. (...) Constata-se, portanto, que o CRA deverá conter a identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem; por sua vez, o Termo de Securitização deverá conter, dentre outros elementos, a identificação do devedor e o valor nominal e vencimento de cada direito creditório a ele vinculado. Tendo em vista os requisitos formais acima indicados, não vejo possibilidade jurídica de se adotar o procedimento denominado como revolvência, por meio do qual o Termo de Securitização originador do CRA é aditado, com a vinculação de direitos creditórios inexistentes quando da emissão do CRA e da formalização do próprio Termo de Securitização. Parece claro que, ao menos no que diz respeito ao título de crédito específico denominado CRA, submetido ao regime especial previsto na Lei n° 11.076/04, o Termo de Securitização só pode ser formalizado a partir de créditos já existentes, com a precisa identificação dos elementos previstos nos incisos do art. 40 do referido diploma legal. Data venia, resta claro que o Termo de Securitização, ao menos a partir do vencimento dos direitos creditórios originalmente vinculados, equivale a um “Termo de Securitização em branco”, incompatível com a forma descrita na Lei n° 11.076/04, uma vez que não identifica, já no momento de constituição do CRA e necessariamente até o seu vencimento - pois o título é o mesmo - os elementos legalmente exigidos. Na verdade, sequer há direito creditório constituído para boa parte da vida programada para o CRA.” (grifos meus).

²⁴ Processo Administrativo CVM n° RJ2013/5929, apreciado em 27.08.2013; e Processo Administrativo CVM n° RJ2013/8860, apreciado em 26.11.2013.

²⁵ Ofício-Circular CVM/SRE/N°01/2017, de 06.03.2017.

²⁶ “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. (...)”



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 Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

31. Nesses termos, se houve a decisão pela CVM, de longa data, de interpretar a redação literal da lei no que diz respeito ao lastro, que representa obrigação principal de pagamento, agora neste Processo, ao se analisar o grau de rigidez que deve nortear a análise das garantias acessórias, por coerência regulatória – de modo muito menos arrojado e com muito mais razoabilidade – ganha força a interpretação legal que conduz à conclusão de que os Direitos Creditórios Vinculados e a Oferta encontram-se alinhados à finalidade dos arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2014.

III. Conclusões

32. Ante o exposto, manifesto minha divergência com relação ao Ofício Interno, votando pelo provimento integral do Recurso, basicamente por entender que:

- (i) alterar o entendimento da Autarquia sobre o tema não me parece alinhado com os princípios da segurança jurídica e isonomia, podendo gerar efeitos adversos em outras operações de CRA já emitidas e distribuídas, que tenham adotado estrutura semelhante àquela descrita na Oferta;
- (ii) a Oferta está aderente às finalidades dos arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2014, que se destinam a proteger a higidez do mercado de financiamento do agronegócio, por meio da exigência de uma capacidade de pagamento adequada ao adimplemento dos CDCA;
- (iii) sob uma perspectiva de análise econômica do direito, considerando que o risco de inadimplência dos devedores dos Direitos Creditórios Vinculados tende a ser maior que o risco de inadimplência da Devedora, não faz sentido conferir às obrigações acessórias do CDCA e da Oferta uma importância substancialmente maior do que a própria obrigação principal de pagamento – fundamento reforçado pelo fato de que a Devedora, como companhia aberta devidamente registrada junto à CVM, se submete a um regime informacional mais amplo, transparente e robusto do que aquele aplicável aos devedores dos Direitos Creditórios Vinculados;
- (iv) os Direitos Creditórios Vinculados não se confundem com qualquer modalidade de obrigação principal do CDCA, representando apenas obrigações acessórias, como garantias de penhor; e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ - CEP 20050-901 - Brasil - Tel: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/SP - CEP 01333-010 - Brasil - Tel: (11) 2146-2000
SCN Q02 - Bl. A - Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF - CEP 70712-900 - Brasil - Tel: (61) 3327-2030/2031
www.gov.br/cvm

- (v) se a CVM tem se posicionado historicamente no sentido de flexibilizar a redação literal da lei para autorizar a inexistência da integralidade do lastro do agronegócio no momento da emissão – reconhecendo a regularidade do arranjo da revolvência, abrindo mão da obrigação principal de pagamento, que abastece o fluxo de pagamento mais relevante da operação, que remunera os investidores – ao se analisar, agora neste Processo, os comandos legais relativos a garantias acessórias, ganha força a interpretação legal que conduz à conclusão de que os Direitos Creditórios Vinculados e a Oferta encontram-se alinhados às finalidades dos arts. 28 e 42 da Lei nº 11.076/2014.

É como voto.

Rio de Janeiro, 9 de setembro de 2021.

Alexandre Costa Rangel

Diretor