



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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

Ofício Interno nº 18/2022/CVM/SSE

São Paulo, 29 de junho de 2022.

De: SSE

Para: SGE

Assunto: **Recurso contra manifestação da SSE sobre a interpretação da Lei 11.076 e da Resolução CVM 60 - Processo SEI nº 19957.007680/2020-73.**

Senhor Superintendente Geral,

1. Fazemos referência ao Recurso interposto contra o entendimento manifestado pela SSE em resposta ("Resposta") à Consulta encaminhada por XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("XP"; "Consulente"; "Recorrente") à GER-1/SRE/CVM, em 29.10.2020, e redirecionada a esta área técnica em 07.06.2021 após a criação da SSE, por meio da qual solicita "orientação desta D. Autarquia a respeito do seu atual entendimento no que se refere a três questões de expressiva relevância ao desenvolvimento mais eficiente do financiamento ao agronegócio por meio da emissão de CRAs".

I. CONSULTA

2. Na primeira questão, a Consulente indaga sobre a possibilidade de estruturação de CRA com lastro em direitos creditórios do agronegócio, por força de sua destinação, que possa envolver, total ou parcialmente, o reembolso de despesas já incorridas no setor do agronegócio ("CRA de Reembolso"), considerando a entendimento da autarquia já manifestado com relação aos CRI, desde que referidas despesas:

- (a) sejam especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento do agronegócio em questão, apresentando, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento das despesas e a especificação dos produtores rurais, ou suas cooperativas, com os quais as despesas estejam vinculadas;
- (b) tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRAs; e
- (c) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas as notas fiscais, títulos de crédito e demais documentos que comprovem tais despesas.

3. A Consulente defende a possibilidade de estruturação de operações de CRA, por força da destinação, para o reembolso de despesas já incorridas no setor agropecuário, ressaltando que o pleito já havia sido apresentado durante as discussões da Audiência Pública SDM nº 01/17 - Processo CVM nº RJ/2014- 11167 ("Audiência Pública") que resultou na edição da Instrução CVM nº 600 ("ICVM 600"), atual Resolução CVM nº 60 (Res. 60).

4. A CVM, na ocasião, não acolheu o pedido, alegando haver "diferenças relevantes quando se compara o instituto do reembolso no contexto dos CRI e dos CRA. Isso porque, pela natureza física [i.e., não fungível] dos empreendimentos imobiliários na área de infraestrutura regidos pela Lei 12.431, os mesmos seriam facilmente verificáveis, tornando a operação de reembolso muito mais simples".

5. A Consulente, entretanto, salienta que houve importante avanço a partir da decisão do Colegiado de 02.07.2019 (Processo SEI 19957.001522/2017-12), que reconheceu a "possibilidade de estruturação de CRIs com lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação, que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas de natureza imobiliária de per si e predeterminadas, diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, exhaustivamente indicados na documentação da oferta, incorridas anteriormente à emissão dos CRIs ("Despesas Imobiliárias)", desde que determinadas salvaguardas fossem estabelecidas; como por exemplo, a definição do prazo máximo "de 24 (vinte e quatro) meses antecedente ao encerramento da oferta pública, [conforme] aplicado no Precedente CRI de Reembolso e extraído da Lei 12.431", como intervalo temporal para a prescrição das despesas a serem utilizadas como lastro nos CRA.

6. Nessa perspectiva, a Consulente conclui que "não há na lei que institui os CRA qualquer requisito tratando de limite temporal propriamente dito, bastando que os títulos de crédito sejam vinculados a relação contratual em que o produtor rural, ou suas cooperativas, seja parte. Tampouco a característica de uma despesa futura é intrínseca ao conceito de "direito creditório" trazido pela lei, bastando que a relação entre um produtor rural, ou suas cooperativas, e terceiros venha a existir para gerar tais direitos creditórios, sejam eles de liquidação futura ou passada. Portanto, nos casos de emissões de CRA por destinação, lastreadas em financiamentos tomados por pessoas integrantes da cadeia do agronegócio, basta que os instrumentos do financiamento e da oferta pública de CRA identifiquem os vínculos existentes ou que virão a existir, independentemente das despesas nas relações comerciais entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros serem futuras ou passadas com relação à data de encerramento da oferta".

7. Na segunda questão, é solicitado o entendimento da área técnica sobre a possibilidade de flexibilização da atual exigência¹ de comprovação prévia da celebração de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito com produtores rurais, ou suas cooperativas, para produtos cuja única destinação possível seja no mercado agropecuário, permitindo que a comprovação em questão se dê durante o prazo de duração dos CRA, por força de sua destinação, "lastreados em títulos de dívida emitidos por terceiros (art. 3º, §4º, inciso II, da ICVM 600) ou em direitos creditórios de negócios realizados entre Distribuidores e terceiros vinculados a vendas do distribuidor a produtores rurais (art. 3º, §5º, da ICVM 600), da relação comercial entre os produtores rurais ou cooperativas e terceiros", desde que:

- (a) os produtos incluídos na destinação de recursos ou objeto da relação entre o distribuidor e terceiro sejam produtos agropecuários ou ainda, por exigência legal, regulamentar ou por sua própria natureza, de utilização exclusiva na comercialização, no beneficiamento ou na industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária;

(b) o termo de securitização expressamente preveja a possibilidade de constituição da relação jurídica com produtores rurais, ou suas cooperativas, durante o prazo de duração dos CRA; e

(c) o termo de securitização preveja obrigação do agente fiduciário checar a constituição da relação com os produtores rurais em periodicidade e em atendimento aos critérios de elegibilidade previstos no termo de securitização.

8. A Consulente cita o julgamento do Processo RJ-2013/886023, em que o então Diretor Otávio Yazbek proferiu voto favorável “ao procedimento de revolvência, desde que o próprio termo de securitização [do CRA] o preveja expressamente”. O voto foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado, em contraponto ao posicionamento adotado pela PFE-CVM de que “os incisos do art. 40 da Lei 11.076 deveriam ser interpretados em conjunto com os do art. 37 e que, portanto, a revolvência não seria permitida”.

9. Nessa esteira, a Consulente sustenta que “referida tese, que possibilitou o importante marco de criação do instituto da revolvência, hoje tão utilizado nas operações de securitização de CRA, se enquadra perfeitamente na discussão que ora se apresenta. Assim como o instituto da revolvência dependeu de uma interpretação de que os títulos de securitização, como os CRA, não encampam o formalismo exigido dos títulos de crédito tradicionais, e que a flexibilidade é coerente com as necessidades da Lei 11.076 de criação de novos instrumentos financeiros, também a revisão da exigência de formalização prévia de relações com produtores rurais deve ser realizada sobre as mesmas bases”.

10. Em terceiro, a Consulente propõe a possibilidade de que qualquer agente/participante da cadeia do agronegócio que “realize atividade relacionada com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, possa ceder direitos creditórios passíveis de securitização via CRA, desde que tais direitos creditórios estejam vinculados, direta ou indiretamente, a uma relação jurídica já celebrada com um produtor rural, ou sua cooperativa (ressalvados os casos dos produtos cuja destinação necessária seja a atividade agropecuária, que não necessitariam de comprovação prévia da formalização de relação com o produtor rural, conforme defendido no item (ii) acima)”; sendo que em caso de uma CVM manifestar entendimento diverso do proposto acima, a Consulente propõe, alternativamente, a análise da possibilidade de “equiparação de cada uma das atividades específicas^[2] indicadas no item III.III [§§ 101 a 112] desta Consulta à atividade de Distribuidor prevista no §5º do art. 3º da ICVM 600, considerando a capilaridade e importância de cada uma dessas atividades para o setor agropecuário, em especial aos pequenos e médios produtores rurais”.

11. Na opinião da Consulente, “a melhor interpretação [do art. 23, §1º] é aquela em que os direitos creditórios que resultem em um benefício evidente ao setor agropecuário são passíveis de utilização como lastro de CRA, independentemente das partes originais do negócio jurídico direto que originou tais direitos creditórios”.

12. Por conseguinte, no entendimento da XP, os CRA “podem estar lastreados em direitos creditórios criados por relações jurídicas sem a participação do produtor rural, ou de suas cooperativas, diretamente, desde que tais direitos creditórios possuam alguma vinculação a negócios com produtores rurais ou suas cooperativas”.

III. ANÁLISE DA CONSULTA PELA SSE (OFÍCIO Nº 7/2021/CVM/SSE/SSE-ASSESSORIA)

III.a - Considerações sobre o primeiro item da consulta

13. Na primeira indagação, a Consulente pede o reconhecimento da possibilidade de reembolso de despesas já incorridas no âmbito do agronegócio, em estruturas de CRA por força de sua destinação, amparada na decisão do Colegiado da CVM de 02.07.2019 (“Decisão”), com base em voto da Diretora Flávia Perlingeiro.

14. Na ocasião, o Colegiado analisou uma situação concreta, no âmbito do Processo SEI 19957.001522/2017-12, e reconheceu a “possibilidade de estruturação de CRIs com lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação, que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas de natureza imobiliária de per si e predeterminadas, diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, exaustivamente indicados na documentação da oferta, incorridas anteriormente à emissão dos CRIs (“Despesas Imobiliárias”)”.

15. Esclarecemos à Consulente que, de modo geral, entendemos ser possível a utilização do mesmo embasamento jurídico e teórico que justificou o CRI de reembolso, de forma a, também, permitir o CRA de reembolso no âmbito da emissão de dívida pelos terceiros de que tratava a Instrução CVM 600/18 (“ICVM 600”, “Instrução”).

16. Ressaltamos que a consulta foi respondida a época da vigência da ICVM 600, a qual, desde maio de 2022, foi substituída pela Resolução CVM 60 (“Res. 60”), sem que houvesse alterações nas normas aplicáveis ao CRA que, no âmbito daquela Resolução estão dispostas no Anexo Normativo II (“AN II”).

17. Presumimos, em tese, que não há óbice à possibilidade de emissão de CRA de reembolso, seja pela ausência de vedação ou de qualquer outra limitação imposta da Lei 11.076, ou seja pelo fato da fungibilidade dos ativos do agronegócio não dificultar ou impedir a comprovação de gastos, na nossa visão. Manifestamos o nosso entendimento de que tal comprovação, mesmo para a produção agrícola, poderia ocorrer por meio da verificação de contratos, pagamentos, notas fiscais, dentre outros.

18. Com base na manifestação de voto para o CRI, também seria possível a comprovação, pelo devedor/emissor, da “vinculação contratual/obrigacional” e “especificação que evidencie a existência e a correlação da despesa-lastro (i.e. uso)”. Ou seja, haveria, na atividade do agronegócio, a possibilidade de comprovação dos “usos e fontes” para a concessão de financiamento/empréstimo.

19. Contudo, pontuamos à Consulente que, além de o tema ter sido enfrentado e rejeitado pela CVM nas discussões da Audiência Pública SDM 01/2017, a redação do atual art. 2º, § 8º, do AN II da Res. 60 (então ICVM 600/18, em seu art. 3º, § 8º), vedaria a utilização do CRA de destinação para reembolso de gastos, ao exigir que a destinação seja comprovada por meio de instrumento vigente que tenha montantes e prazos compatíveis com os da emissão do CRA:

Art. 2º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:

I - produtos agropecuários;

II - insumos agropecuários; ou

III - máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. [...]

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

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

20. Assim, apontamos para a Consulente que a então Instrução, atual Resolução, impede a utilização do uso de documentos com prazos “vencidos” para a comprovação, isto é, gastos realizados. Desse modo, em nossa manifestação para a Consulente destacamos que parecia-nos inevitável a conclusão de que ao editar a norma do CRA, o Colegiado da CVM fez a opção expressa por não permitir o reembolso.

21. Nessa esteira, apesar de esta área técnica concordar que, em tese, o CRA de reembolso seguiria o mesmo racional do CRI, julgamos que seria necessária a alteração normativa, por meio de nova Audiência Pública, não bastando uma simples concordância da área técnica, como requeria a Consulente para o caso em tese.

III.b - Considerações sobre o segundo item da consulta

22. E sequencia, a Consulente propõe a “retirada das exigências de que, nos CRA por destinação lastreados em títulos de dívida emitidos por terceiros (art. 3º, §4º, inciso II, da ICVM 600) ou em direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores de

insumos agrícolas (“Distribuidoras”) e terceiros vinculados a vendas do distribuidor a produtores rurais (art. 3º, §5º, da ICVM 600), a relação comercial entre os produtores rurais ou cooperativas e terceiros, (i) esteja constituída antes da emissão dos CRA; e (ii) represente montante e prazo compatíveis à totalidade dos CRA já na data de emissão (art. 3º, §4º, inciso II, c/c art. 3º, §7º, ambos da ICVM 600)”.

23. Em atenção à proposta supra, transcrevemos os referidos atuais dispositivos:

Res. 60 - AN II

Art. 2º.

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

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

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

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

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

24. Podemos verificar, portanto, que há quatro dispositivos, na ICVM 600, que sinalizam, de forma específica, que deve existir relação formal prévia entre terceiro e produtor rural ou suas cooperativas, ou entre o distribuidor e o produtor, para que os direitos creditórios sejam elegíveis à vinculação aos CRA.

25. Ressaltamos que durante a Audiência Pública SDM 01/2017, mediante a sugestão de inclusão da “*admissão de quaisquer relações entre produtores rurais e terceiros que fossem formalizadas ao longo do prazo de duração dos CRA*”, a SDM/CVM respondeu que a modalidade de CRA por destinação “*exige que o montante captado esteja vinculado ao pagamento de obrigações decorrentes de negócios realizados com produtores rurais*”, e “*a ausência dessa relação pré-existente impossibilitaria a determinação do volume a ser captado na emissão. Ademais, a não ocorrência de negócios nos montantes históricos observados no passado geraria uma situação de impossível reparação, configurando, nesse caso, uma emissão sem o respectivo lastro*”.

26. Lembramos, ainda, que o Colegiado da CVM, em decisão de 22.11.2017, relativa ao processo SEI 19957.006751/2017-15 (“Decisão Syngenta”), negou recurso da VERT COMPANHIA SECURITIZADORA (“Vert”), justificando que a existência de negócios futuros é “*incerta, dada a ausência de formalização [de] relações jurídicas [entre produtores rurais e distribuidores] previamente à emissão dos CRA*”.

27. Nessa perspectiva, o Colegiado concluiu que “*a existência desses negócios permanece incerta, dado o risco comercial incorrido pelo distribuidor de não conseguir revender todo o seu estoque junto a produtores rurais. Desse modo, da forma como estruturada, a Oferta não assegura que, conforme exigido pelo art. 23, §1º, da Lei nº 11.076, de 2004, os CRA a serem distribuídos estejam integralmente lastreados em direitos creditórios originados de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e distribuidores*”.

28. Não obstante a natureza dos argumentos apresentados acima - i.e., contrários à retirada e/ou à flexibilização da exigência de que “*a relação comercial entre os produtores rurais ou cooperativas e terceiros esteja constituída antes da emissão dos CRA*” - apontamos para a Consulente o nosso entendimento de que o eventual atendimento ao presente item demandaria a alteração normativa e, portanto, haja vista o caráter genérico da Consulta, que não caberia a esta área técnica emitir opinião sobre a matéria, ou mesmo solicitar o entendimento do Colegiado da CVM.

III.c - Considerações sobre o terceiro item da consulta

29. Por último, a Consulente sugere a equiparação dos vários agentes da cadeia agroindustrial a produtores rurais, e suas cooperativas, por meio da flexibilização da interpretação do art. 23, §1º, da Lei 11.076, sugerindo que o referido dispositivo “*não restringiu o lastro de CDCA, LCA e CRA a contratos celebrados diretamente com o produtor rural, mas a negócios jurídicos que, de alguma forma, estivessem vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados com produtores rurais, ou suas cooperativas, em uma de suas pontas*”.

30. Nessa esteira, a Consulente apregoa “*que a melhor interpretação é aquela em que os direitos creditórios que resultem em um benefício evidente ao setor agropecuário são passíveis de utilização como lastro de CRA, independentemente das partes originais do negócio jurídico direto que originou tais direitos creditórios*”.

31. Contudo, não são indicados critérios objetivos mínimos para que se configure “*benefício evidente ao setor agropecuário*”. Alertamos à Consulente, desse modo, que tanto a Lei 11.076, art. 23, §1º, como a ICVM 600, art. 3º, §§4º, 5º e 9º, são taxativos ao delimitar, objetivamente, as relações comerciais elegíveis para lastrear as emissões de CRA.

32. Nesse contexto, além de o pedido possuir caráter genérico e de larga abrangência, esta área técnica entendeu que ele não encontra amparo na Lei nº 11.076/04, bem como seria necessária alteração expressa da norma vigente, por meio de análise de impacto regulatório e posterior audiência pública.

33. Portanto, como no item anterior, julgamos não se tratar de interpretação normativa ou de pedido de dispensa para um caso específico, mas sim de alteração da norma vigente ou mesmo da Lei e comunicamos à Consulente que esta área técnica não tem competência e/ou mandato para tal.

34. Nesse contexto, apresentamos a seguir, de forma resumida, o entendimento desta área técnica acerca dos três itens consultados:

a) A respeito do pleito contido no item (a), entendemos que não há vedação legal, mas a atual normativa, não permitira a utilização do CRA de reembolso.

b) Relativamente aos itens (b) e (c), além de entendermos que os pedidos não encontram amparo na Lei 11.076, tais questões também demandariam expressa alteração normativa.

IV - DO RECURSO

35. Tendo em vista a resposta da SSE aos questionamentos apresentados, a XP interpôs Recurso contra o entendimento desta área técnica.

36. Nesse sentido, transcrevemos abaixo trechos extraídos do expediente protocolado pela Recorrente, que refletem a natureza do pleito contido no requerimento:

“Como se vê, com relação às 3 (três) questões colocadas pela Consulta a SSE entendeu que a atual redação da ICVM 600 conteria barreiras que impediriam a aprovação dos pedidos realizados, sendo que nos itens (ii) e (iii) tais barreiras também estariam previstas na Lei 11.076”.

“Preliminarmente, faz-se importante esclarecer que o presente Recurso não requer a admissibilidade das estruturas indicadas na Consulta à revelia da Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004, conforme alterada (“Lei 11.076”), mas defende que os entendimentos do regulador devem sempre respeitar os contornos e balizas legais, conferindo interpretações **estritas** de tais dispositivos (nem restritivas nem ampliativas), sistêmicas e funcionalmente alinhadas aos fins perseguidos pela lei, seja no exercício de seu poder normativo, com a regulamentação do conteúdo legal em sede de normas infralegais, seja no exercício da sua função judicante, orientando o mercado e interpretando o conteúdo de suas próprias normas infralegais”.

“Nas 3 (três) situações ora em discussão, os Consulentes entendem que o atual posicionamento da Autarquia não confere tal interpretação estrita dos comandos legais, mas interpretações mais conservadoras e restritivas que acabam impedindo a estruturação de operações que

conferem efetivos impactos positivos à cadeia produtiva do agronegócio. Trata-se, portanto, de reavaliar tais entendimentos para que as normas infralegais da CVM efetivamente acompanhem a finalidade da lei e permitam a utilização do benefício fiscal concedido pela Lei 11.076 em estruturas que garantam a participação de todos os elos da cadeia, o que trará benefícios mais concretos aos pequenos e médios produtores rurais”.

“Ainda, importante salientar que a ICVM 600 foi editada em 1º de agosto de 2018, antes da publicação da Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019, que instituiu a declaração de direitos de liberdade econômica (“Lei da Liberdade Econômica”). A Lei da Liberdade Econômica introduziu no ordenamento jurídico brasileiro, de forma clara e expressa, práticas e princípios de liberdade que já deveriam, de certa forma, ser observados por reguladores no exercício de seu mandato de desenvolvimento dos setores por eles regulados”.

“Dentre tais práticas, destaca-se o dever de evitar o abuso do poder regulatório de maneira a, indevidamente, aumentar os custos de transação sem demonstração de benefícios (art. 4º, inciso V da Lei da Liberdade Econômica) e de realizar análise prévia de impacto regulatório sobre as propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos, contendo informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato em questão para verificar a razoabilidade de seu impacto econômico (art. 5º da Lei da Liberdade Econômica)”.

“Como foi editada antes da publicação da lei, a ICVM 600 não detalhou os impactos econômicos das 3 (três) interpretações discutidas na Consulta e no presente Recurso, que, em última análise, aumentam os custos de transação e impedem a estruturação de operações de CRA com determinadas características. Na visão dos Consultentes, essas barreiras restringem significativamente as formas de acesso ao mercado de capitais para uma série de pequenos e médios produtores rurais, principais destinatários dos benefícios fiscais conferidos pela Lei 11.076. Assim, ao analisar a presente Consulta, os Consultentes solicitam que esta D. CVM avalie e considere, para assegurar a aderência da ICVM 600 aos preceitos da Lei da Liberdade Econômica, se os custos de transação decorrentes da interpretação atual se justificam considerando os benefícios supostamente gerados”.

“Caso esta D. SSE e o Colegiado da CVM concordem com as interpretações da lei defendidas pelos Consultentes na Consulta e no presente Recurso, a correção das interpretações mais restritivas manifestadas no passado, na visão dos Consultentes, não dependem necessariamente de uma revisão da ICVM 600 para que sejam implementada, mas da utilização de mecanismos à disposição do Colegiado que já foram utilizados no passado para corrigir situações de desatualização ou incapacidade das normas vigentes para lidar com determinadas situações de mercado”.

“A título exemplificativo, o Colegiado poderia, a exemplo do que já fez em situações similares: (i) determinar às áreas técnicas da CVM, de forma imediata, que não exijam mais o cumprimento dos dispositivos da ICVM 600 que confirmam interpretações demasiadamente restritivas para as situações que cumpram os contornos indicados na Consulta, com a recomendação de que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM altere a redação de tais dispositivos quando da próxima revisão da ICVM 600; ou (ii) delegar competência para que a SRE dispense o cumprimento de tais dispositivos no âmbito dos pedidos de registro de ofertas públicas de CRA que cumpram os requisitos indicados na Consulta, além de orientar a SRE para que não realize medidas de enforcement sobre ofertas públicas dispensas de registro de CRA de Reembolso que sigam a estrutura indicada na Consulta”.

“Essas ações são formas de conferir um impacto imediato na indústria de securitização brasileira e recuperar a aderência das regras infralegais aos contornos definidos em lei, assegurando a correta utilização dos benefícios fiscais para os fins a que foram desenhados”.

37. A Recorrente passa então a discorrer sobre o primeiro item da Consulta, o CRA de Reembolso, a respeito do qual a XP discorda do entendimento exarado pela SSE, de que haveria necessidade de alteração da ICVM 600 para que fosse admitido referido pleito. Vejamos o que é proposto:

“Com relação ao primeiro item da Consulta, o CRA de Reembolso, faz-se necessário, inicialmente, estabelecer o limite da controvérsia entre os Consultentes e a SSE que justifica a interposição do presente Recurso. Trata-se, única e exclusivamente, de uma divergência de entendimentos quanto à necessidade (ou não) de alteração da ICVM 600 para aceitação da estrutura de CRA de Reembolso, discussão derivada da correta interpretação do dispositivo constante do art. 3º, §8º, da ICVM 600, que dispõe o seguinte”:

“Art. 3º

[...]

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

“A controvérsia está adstrita a esse ponto pelo fato de a SSE ter manifestado a sua concordância, nos termos do Ofício 7 (e conforme já mencionado acima), de que a Lei 11.076 não traria óbice para a estrutura de CRA de Reembolso, sendo possível a utilização do mesmo embasamento jurídico e técnico que levou ao entendimento atual da Autarquia a respeito dos CRI de Reembolso”.

“Entretanto, na visão da SSE, o tema envolvendo o CRA de Reembolso já teria sido enfrentado no Relatório de Audiência Pública SDM 01/2017 (“Relatório SDM 01/17”), que precedeu a edição da ICVM 600, de forma que a atual redação do art. 3º, §8º, da ICVM 600 (conforme transcrita acima), não permitiria a utilização do CRA de destinação para reembolso de gastos. Para a área técnica, a exigência de que o prazo de vencimento do contrato ou documento vigente entre o terceiro e o produtor seja compatível com o prazo dos CRA impediria a utilização de documentos com prazo “vencidos” e gastos já realizados, tendo essa sido uma opção expressa feita pelo Colegiado da CVM quando da edição da ICVM 600 e que, como tal, demandaria necessariamente uma alteração da ICVM 600 para que fosse revista”.

“A fim de melhor analisar se as manifestações da CVM tiveram ou não reflexo expresso no conteúdo da ICVM 600 é preciso detalhar o contexto do que foi colocado em discussão e respondido no âmbito do Relatório SDM 01/17”.

“Naquela ocasião, a CVM lidou com pedidos de participantes de mercado – mais precisamente da ANBIMA e de escritórios de advocacia – para a inclusão expressa na regra da possibilidade de incluir como lastro de operações de CRA as dívidas contraídas com destinação de recursos voltada para o reembolso de despesas já incorridas em negócios agrícolas elegíveis. Em resposta a essa solicitação, a CVM manifestou entender o racional da proposta, mas que no contexto de um CRA não haveria “um projeto, um prédio ou uma instalação que comprove que determinado montante financeiro foi alocado para sua construção. O produto agrícola é fungível e o reembolso de despesas já incorridas não traz a mesma lógica. Em função disso, as sugestões não foram acatadas”. Ou seja, a justificativa da CVM, à época, se pautou na suposta dificuldade de comprovação da alocação de determinado montante financeiro para o produto agrícola”.

“Esse item, entretanto, foi colocado no Relatório SDM 01/17 como discussão apartada e não vinculada a qualquer dos dispositivos existentes na minuta do que viria a ser a ICVM 600. Tal afirmação pode ser corroborada pela existência de um item específico, denominado “2.7. Comprovação de destinação (art. 3º, § 7º) (atual § 8º)”, e outro item apartado, denominado “2.8. Operações para reembolso”, sendo que apenas neste último o tema CRA de Reembolso foi debatido”.

“Ou seja, a leitura do Relatório SDM 01/17 não deixa clara a vinculação da negativa quanto à admissibilidade da estrutura de reembolso a qualquer dos dispositivos vigentes da ICVM 600, razão pela qual interpreta-se a posição da CVM apenas como uma orientação momentânea acerca da possibilidade de estruturação de operações com essa característica”.

[...]

“Discute-se, neste fórum, primordialmente a aderência da estrutura de CRA de Reembolso à Lei 11.076 e, em caso positivo, a existência (ou não) de vedação expressa na ICVM 600 que demande uma alteração da norma infralegal para que operações com essas características possam ser implementadas na prática pelos participantes de mercado”.

“Antes de mais nada, faz-se importante esclarecer que, na visão dos Consultentes, as manifestações e esclarecimentos prestados pela CVM em sede de relatório de audiências públicas, apesar de serem importantes elementos de interpretação sobre a intenção do regulador quando da edição das normas infralegais de sua competência, não possuem caráter vinculante e não devem obrigar todo e qualquer entendimento posterior da Autarquia sobre o tema”.

[...]

“Nos termos do §8º, a exigência é que a “a destinação dos recursos referida no §7º deve ser comprovada por meio de contrato ou outro documento vigente entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada semestralmente pelo agente fiduciário”. Naturalmente, o requisito de vigência do contrato ou documento equivalente só faz sentido se for exigido quando as despesas agrícolas são efetivamente incorridas, momento em que a relação entre o produtor e o terceiro deverá estar constituída”.

Cabe então analisar se o §7º, que qualifica a destinação dos recursos de emissões de dívida de terceiros, prevê alguma restrição temporal que impeça o reembolso. Assim vejamos: “§ 7º Os recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA devem ser destinados a produtores rurais, para fins de comprovação da vinculação referida no caput e no § 4º, inciso II.”

Como se vê, o dispositivo não esclarece se essa destinação pode ter ocorrido anteriormente à emissão dos CRA ou não. Portanto, assim como a Lei 11.076 e a Lei 9.514/76, analisada no caso do CRI de Reembolso, o dispositivo não trata de qualquer limitação temporal para essa destinação, de forma que, na visão dos Consulentes, deve ser mantido o entendimento inaugurado a partir do precedente de CRI de Reembolso de que essa modalidade é admitida à luz da regulamentação atual.

“Por fim, ainda que a interpretação da SSE prevaleça – o que se admite apenas em atenção ao princípio da eventualidade – e esta D. CVM entenda que a atual redação da ICVM 600 veda a estruturação de operações de CRA de Reembolso nos moldes indicados na Consulta, a adequação da norma deveria se dar de maneira imediata pela Autarquia. Isso porque, caso se reconheça que a atual redação da ICVM 600 não está alinhada às finalidades da Lei 11.076, conforme indica o entendimento da SSE, faz-se premente a correção da norma infralegal para que seja conferida interpretação estrita da lei, evitando assim a restrição de operações que garantem um efetivo estímulo a um setor incentivado da economia, o que extrapolaria o mandato conferido à CVM pela Lei 11.076”.

38. Relativamente ao segundo item da Consulta, que pleiteia a flexibilização da atual exigência de comprovação prévia da celebração de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito com produtores rurais, ou suas cooperativas, para produtos em que a única destinação possível seja o mercado agropecuário, permitindo que a comprovação em questão se dê durante o prazo de duração dos CRA, a Consultante reitera o argumento de que a comprovação de lastro durante a vigência do CRA, quando “as Despesas Agropecuárias que darão lastro aos CRA tratam especificamente de produtos que (i) não possuem outra destinação possível que não à produção rural, em razão de restrição legal, regulamentar ou da própria natureza do produto em questão; ou (ii) em que tal limitação esteja expressa na destinação dos recursos do título de dívida que lastreie os CRA (“Produtos Necessariamente Agropecuários”), referidas exigências deixam de fazer sentido, traduzindo-se apenas em empecilhos e ônus que dificultam ou impedem a estruturação das operações de CRA”.

39. Portanto, segundo a Recorrente, a “interpretação em sentido contrário, que prevalece nos entendimentos recentes desta Autarquia, representa, na prática, a exclusão de uma série de atividades que são expressamente previstas no art. 23, §1º, da Lei 11.076 como merecedoras do incentivo fiscal, como a produção, beneficiamento e industrialização de insumos agropecuários ou de máquinas e implementos necessários para o desenvolvimento da atividade do pequeno e médio produtor rural, que hoje não recebem o incentivo fiscal gerado pela emissão de CRA diante da impossibilidade fática de celebração desses contratos seguintes da cadeia com produtores rurais previamente à emissão de CRA”.

40. Por conseguinte, na ótica da Recorrente, uma vez “que os requisitos atualmente constantes da ICVM 600 – de apresentação prévia das relações comerciais – não encontram equivalência na redação e/ou nos objetivos da Lei 11.076, entendemos que os mesmos representam interpretação restritiva, e não estrita, ao conteúdo legal, de forma que, nos termos da Consulta, os Consulentes solicitam a revisão do entendimento atual da CVM a respeito do tema para permitir que, especificamente para emissões de CRA por destinação em Produtos Necessariamente Agropecuários, não sejam aplicáveis as exigências de que a relação comercial entre os produtores rurais ou cooperativas e terceiros (i) esteja constituída antes da emissão dos CRA; e, conseqüentemente, (ii) represente montante e prazo compatíveis à totalidade dos CRA já na data de emissão (art. 3º, §4º, inciso II, c/c art. 3º, §7º, ambos da ICVM 600)”.

41. Por fim, no item III, que defende a equiparação de outros participantes da cadeia do agronegócio a Distribuidores, os Recorrentes “concordam que a Lei 11.076 buscou delimitar as relações comerciais elegíveis passíveis de lastro de CRA. Entretanto, [...] essa delimitação não é tão restritiva quanto a interpretação dada por essa CVM quando da edição do art. 3º, §§ 4º, 5º e 9º da ICVM 600”.

42. Desta forma, ao contrário do entendimento da SSE, acerca do art. 23, §1º da Lei 11.076, de que é necessária a existência de relação jurídica entre produtor rural, ou suas cooperativas, e um terceiro, na visão dos Recorrentes, para que possa haver emissão, “os CRA devem estar vinculados a direitos creditórios que sejam originários de uma relação com esses agentes. Portanto, referido dispositivo legal não estaria obrigando a prévia constituição ou sequer a efetiva participação do produtor rural na relação jurídica que dá lastro ao CRA, contanto que tal relação jurídica estivesse vinculada a uma outra relação em que participasse esse agente”.

V - MANIFESTAÇÃO DA SSE SOBRE O RECURSO

43. Em síntese, a Recorrente sustenta que “o atual posicionamento da Autarquia não confere interpretação estrita dos comandos legais, mas interpretações mais conservadoras e restritivas [grifamos] que acabam impedindo a estruturação de operações que conferem efetivos impactos positivos à cadeia produtiva do agronegócio. Trata-se, portanto, de reavaliar tais entendimentos para que as normas infralegais da CVM efetivamente acompanhem a finalidade da lei e permitam a utilização do benefício fiscal concedido pela Lei 11.076 em estruturas que garantam a participação de todos os elos da cadeia”.

44. Acrescentando, ainda, “que a ICVM 600 foi editada em 1º de agosto de 2018, antes da publicação da Lei 13.874, de 20 de setembro de 2019, que instituiu a declaração de direitos de liberdade econômica (“Lei da Liberdade Econômica”). A Lei da Liberdade Econômica introduziu no ordenamento jurídico brasileiro, de forma clara e expressa, práticas e princípios de liberdade que já deveriam, de certa forma, ser observados por reguladores no exercício de seu mandato de desenvolvimento dos setores por eles regulados”

45. Primeiramente, vale destacar que nos parece que a Recorrente requer uma ampla alteração no art. 2º do AN II da Res. 60, de forma a contemplar outras modalidades de lastro não previstas e não submetidas ao rito de audiência pública. A mesma Lei da Liberdade Econômica, citada pela Recorrente, exige em seu art. 5º a elaboração de análise de impacto regulatório para uma proposta de alteração normativa.

46. Entendemos que, no seu recurso, a Recorrente faz críticas ao modo como a CVM optou por regular o lastro do CRA, por meio da atual Res. 60. A Recorrente parece desconsiderar o fato de que compete a CVM regulamentar as ofertas públicas e, assim, optou por incluir requisitos mínimos que, na visão da Autarquia, equilibram a adequada proteção ao investidor e o desenvolvimento do mercado.

47. Os dispositivos incluídos e criticados pela Recorrente, notadamente as exigências de formalização prévia para a comprovação das transações objeto da destinação, tiveram embasamento na melhor interpretação do disposto no art. 23, §1, da Lei 11.076.

48. Portanto, na nossa visão, não há embasamento normativo para uma determinação sumária do Colegiado desta Autarquia de forma a acomodar uma imediata ampliação das possibilidades de lastro, requerida exclusivamente por um participante do mercado, sem que antes haja uma avaliação sobre o impacto regulatório e o amplo debate oriundo de audiência pública.

49. Nosso entendimento acima se baseia, inclusive, no fato de que a consulta foi realizada em tese, ou seja, sem trazer elementos de casos concretos, nos quais uma eventual ampliação das possibilidades de lastro pudesse ser melhor delimitada e tratada como uma dispensa de requisitos normativos.

50. Passamos, então, a discorrer sobre cada item, tendo como opinião central a não conveniência de uma alteração normativa sumária e ampla das possibilidades de lastro, sem prejuízo da proposta de que eventual interpretação do atual arcabouço normativo alcance parte dos pleitos da Recorrente.

51. No que diz respeito à possibilidade de reembolso de despesas como lastro de emissão de CRA por força de sua destinação (“Item 1”), na nossa opinião a Lei 11.076 não traz óbice para a estrutura de CRA de Reembolso, sendo possível, a priori, a utilização do mesmo embasamento jurídico e teórico que levou ao entendimento atual da Autarquia a respeito dos CRI de Reembolso.

52. Diante do argumento apresentado pela Recorrente de que não há no §7º, do art. 2, que qualifica a destinação dos recursos de emissões de dívida de terceiros, qualquer restrição temporal que impeça o reembolso, propomos alterar o nosso entendimento de que o tema envolvendo o CRA de Reembolso já teria sido enfrentado na Audiência Pública, com a vedação expressa em norma para tal ocorrência.

53. De fato, como afirma a Recorrente, não há tal vedação normativa e os comentários do Relatório de Audiência Pública refletiam a visão da SDM sobre o tema, naquele momento, antes mesmo da deliberação Colegiada que autorizou o CRI de Reembolso, não tendo o condão de vincular o entendimento futuro da Autarquia sobre a matéria.

54. Assim, consideramos que, apesar do enfrentamento do tema em audiência pública, o caso concreto envolvendo o CRI de Reembolso trouxe reflexões posteriores que não foram objeto dos comentários daquela audiência. Dessa forma, julgamos que, a

depende da interpretação da redação do AN II da Res. 60, seria possível reconhecer que a norma não veda a utilização de reembolso e, portanto, essa prática poderia ocorrer. Contudo, concordamos com a recorrente de que seria adequado limitar o uso do reembolso aos parâmetros já estabelecidos para o CRI.

55. Vejamos a atual redação do art. 2º, § 8º, do AN II da Res. 60:

56. "Art. 2º

[...]

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

57. Ao retermos tal dispositivo, podemos depreender que os "prazos compatíveis" com os da emissão do certificado não vedam o reembolso, haja vista que os gastos reembolsáveis, por exemplo, nos últimos 24 meses anteriores a data de emissão, podem ser compatíveis com os 24 meses seguintes da emissão do CRA.

58. Em outro exemplo hipotético, um CRA de 5 anos de vencimento, poderia ter a sua destinação comprovada por meio do reembolso de gastos com aquisição de insumos nos 24 meses passados ao da emissão e direitos creditórios a vencer para 36 meses que, em conjunto, seriam compatíveis com os 60 meses de vencimento do CRA. Lembrando, ainda, que o título de dívida que serve de lastro para o CRA por destinação, deve ter prazo de vencimento e montante compatíveis ao da emissão.

59. Entendemos, assim, que o propósito da redação do § 8º é o de garantir que os recursos captados pelos terceiros com a emissão de dívida sejam destinados e estejam devidamente vinculados a uma transação passada ou futura com o produtor rural ou suas cooperativas, cujo tempo total da relação existente seja compatível com o da emissão.

60. Inclusive, os dispositivos que precedem o referido § 8º, quando lidos em conjunto, permitem essa conclusão, da mesma forma que defende a Recorrente:

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

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

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

(...)

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

61. Tampouco há vedação para a utilização da dinâmica de reembolso no lastro por destinação nos dispositivos da Medida Provisória 1.103/2022 ("MP 1103"), que revogou e substituiu dispositivos da Lei 9.514 no tocante ao regramento geral das emissões de CRI e CRA.

62. Nesse sentido, propomos ao Colegiado acatar o entendimento de que a Lei 11.076, combinada com a MP 1103, não veda a prática de reembolso para comprovação da destinação dos recursos, bem como não há vedação na Res. 60 que impeça tal prática.

63. Da mesma forma como concluído pela Diretora Flávia Perlingeiro em seu voto para o "CRI de Reembolso", entendemos que a possibilidade de reembolso de despesas estaria aderente aos propósitos da criação do CRA, bem como ao fomento do setor agro, "proporcionando repercussões positivas ao funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários".

64. Ainda, conforme proposto pela Recorrente em sua consulta e, nos termos do deliberado para o "CRI de Reembolso", entendemos que as seguintes restrições devem também ser aplicadas ao CRA com lastro em títulos de dívida referidos no art. 2º, § 4º, II, do AN II da Res. 60, que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas predeterminadas e indicadas na documentação da oferta, incorridas anteriormente à emissão dos CRAs, desde que:

(i) sejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no título de dívida, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos e o detalhamento das despesas, além da identificação dos produtores rurais de destino;

(ii) tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRAs; e

(iii) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas todos os documentos que comprovem tais despesas.

65. Quanto ao item (b) da Consulta, onde é proposta a flexibilização da atual exigência de comprovação prévia da celebração de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito com produtores rurais, ou suas cooperativas, para produtos em que a única destinação possível seja o mercado agropecuário, permitindo que a comprovação em questão se dê durante o prazo de duração dos CRAs, a Recorrente sugere que quando "as Despesas Agropecuárias que darão lastro aos CRAs tratam especificamente de produtos que (i) não possuem outra destinação possível que não à produção rural, em razão de restrição legal, regulamentar ou da própria natureza do produto em questão; ou (ii) em que tal limitação esteja expressa na destinação dos recursos do título de dívida que lastreie os CRAs ("Produtos Necessariamente Agropecuários"), referidas exigências deixam de fazer sentido, traduzindo-se apenas em empecilhos e ônus que dificultam ou impedem a estruturação das operações de CRA".

66. Como já manifestado na Resposta a presente consulta, são várias as vedações contidas na Res. 60 acerca do pleito da Recorrente. Vejamos, mais uma vez o que dispõe o art. 2º do AN II da Res. 60:

Art. 2º.

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

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

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

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

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

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

67. Adicionalmente, como descrito acima, durante a Audiência Pública SDM 01/2017, mediante a sugestão de inclusão da "admissão de quaisquer relações entre produtores rurais e terceiros que fossem formalizadas ao longo do prazo de duração dos CRAs, a SDM respondeu que a modalidade de CRA por destinação "exige que o montante captado esteja vinculado ao pagamento de obrigações decorrentes de negócios realizados com produtores rurais", e "a ausência dessa relação pré-existente impossibilitaria a determinação do volume a ser captado na emissão. Ademais, a não ocorrência de negócios nos montantes históricos observados no passado geraria uma situação de impossível reparação, configurando, nesse caso, uma emissão sem o respectivo lastro".

68. Mencionamos, ainda, no parágrafo seguinte da Resposta, que o Colegiado da CVM, em decisão de 22.11.2017, referente ao processo SEI 19957.006751/2017-15 ("Caso Syngenta"), negou recurso da Vert, justificando que a existência de negócios futuros é "incerta, dada a ausência de formalização [de] relações jurídicas [entre produtores rurais e distribuidores] previamente à emissão dos

CRA". E que "a existência desses negócios permanece incerta, dado o risco comercial incorrido pelo distribuidor de não conseguir revender todo o seu estoque junto a produtores rurais. Desse modo, da forma como estruturada, a Oferta não assegura que, conforme exigido pelo art. 23, §1º, da Lei nº 11.076, de 2004, os CRA a serem distribuídos estejam integralmente lastreados em direitos creditórios originados de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e distribuidores".

69. Nesse contexto, diante de: (i) o disposto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076, que dispõe 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**"; (ii) a série de exigências previstas no art. 2º; bem como (iii) a decisão do Colegiado da CVM de 22.11.2017, no Caso Syngenta, contrária ao referido pleito, comunicamos à Recorrente que não caberia a esta área técnica emitir opinião sobre a matéria e que só nos restaria encaminhar o pedido à SDM, para inclusão na próxima possível alteração da Instrução: entendimento este que, neste momento, reiteramos em face do presente recurso.

70. Entendemos que as relações entre produtores rurais e seus distribuidores ou os terceiros mencionados no caput do art. 2º muitas vezes ocorre de maneira informal, sem a existência de contrato ou instrumento legal que venha a comprovar a relação estabelecida entre eles. Essa ausência de formalização é uma característica típica da atividade agro envolvendo principalmente pequenos produtores rurais.

71. Contudo, ao buscar acesso ao mercado de capitais, tanto a Res. 60 quanto os precedentes do Colegiado, manifestam o entendimento de que um nível mínimo de formalização deve ser exigido, de forma a conferir mais transparência e segurança para o investidor, conforme também se depreende da leitura do Caso Syngenta.

72. A propósito, opinamos que essa exigência de formalização para as operações dos produtores rurais com terceiros ou seus distribuidores gera uma externalidade positiva que é o aumento de governança e profissionalização para a atividade rural, de forma a que os produtores tenham cada vez mais acesso a crédito, seja no mercado financeiro ou de capitais.

73. Entendemos que as exigências da Res. 60 são genéricas, propositalmente para propiciar maior flexibilidade quanto ao meio mais adequado que cada participante escolha para formalizar a sua relação comercial.

74. Por último, no item (c), a Recorrente propõe a equiparação dos demais participantes da cadeia do agronegócio aos distribuidores mencionados no art. 2º, §5º, amparada na interpretação de que, com base no §1º, art. 23 da Lei 11.076, "os CRA devem, na verdade, estar vinculados a direitos creditórios que sejam originários de uma relação com esses agentes. Portanto, referido dispositivo legal não estaria obrigando a prévia constituição ou sequer a efetiva participação do produtor rural na relação jurídica que dá lastro ao CRA, contanto que tal relação jurídica estivesse vinculada a uma outra relação em que participasse esse agente".

75. Nesse item, além do fato de a Recorrente não trazer novos elementos ao debate, cumpre ressaltar que: (i) devido à amplitude do pedido, não são definidos contornos claros e objetivos para que seja caracterizado "benefício evidente ao setor agropecuário"; (ii) tanto a Lei 11.076, art. 23, §1º, como a Res. 60, AN II, art. 2º, §§4º, 5º e 9º circunscrevem os tipos de relações elegíveis para a constituição de lastro de emissões de CRA. Portanto, consideramos que haveria óbice legal e infralegal ao deferimento da equiparação, nos termos pleiteados pela Recorrente.

76. Desse modo, como no item (b), entendemos que o presente pedido não é passível de mudança de interpretação, mas sim de alteração da Lei e da norma vigente; e esta área técnica não possui competência e/ou mandato para tal. Reiteramos, desta forma, que só caberia a esta área técnica enviar referido pleito à SDM, para inclusão em audiência pública referente a qualquer alteração que venha a ocorrer na Res. 60.

77. Ademais, cabe observar que, por tratar-se de Consulta genérica, onde não é possível especificar/circunscrever critérios de elegibilidade adequados à flexibilização do entendimento desta Autarquia, entendemos que o aprofundamento da discussão, acerca dos pleitos (b) e (c) apresentados, deveria se dar no âmbito de pedido de dispensa para cada caso concreto e específico, onde pudessem ser classificados, analisados e mitigados os riscos associados a eventual concessão da dispensa, bem como estabelecidas as devidas salvaguardas, quando necessário.

78. Caso contrário se estaria concedendo salvo conduto à Recorrente, e aos futuros postulantes (que não seriam poucos), para estruturar operações de CRA em potencial descumprimento aos requisitos legais e normativos em vigor.

VI - CONCLUSÃO

79. Em conclusão, por todo o acima exposto e em referência ao item (a) da Consulta, defendemos o provimento do recurso com a reforma do entendimento anterior desta SSE, bem como a interpretação de que a atual redação normativa e legal não cria óbice para a utilização de reembolso para comprovação da destinação dos recursos, devendo possuir montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, conforme disposto no art. 2, §8º, do AN II da Res. 60, considerando as salvaguardas estabelecidas para o CRI de reembolso para que tais despesas objeto de reembolso:

- (i) sejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no título de dívida, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos e o detalhamento das despesas, além da identificação dos produtores rurais de destino;
- (ii) tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRA; e
- (iii) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas todos os documentos que comprovem tais despesas.

80. Com referência aos itens (b) e (c) da Consulta, por todo o exposto, defendemos o não provimento do recurso, considerando a natureza genérica e não circunscrita do pleito a casos concretos, o que, na nossa visão, demandaria alterações normativas e eventualmente legais para que possam ser implementadas.

81. Por fim, propomos que a relatoria do caso seja conduzida por esta SSE.

[1]: Art. 3º, § 8º, da ICVM 600 (atual art. 2º, § 8º, da Res. 60)

[2]: (a) Produtores de Máquinas, Equipamentos Agrícolas e de seus Acessórios; (b) Prestadores de Serviços Agropecuários Terceirizados: (c) Revendas de Vacinas e Produtos Veterinários Aplicados à Pecuária; e (d) Transportadoras e Serviços de Logística e de Distribuição de Produtos - Intermediários ("depois da porteira").

[3] Lei 11.076; Art. 23. "§ 1º Os títulos de crédito de que trata este artigo [CDCA, LCA e CRA] 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.**"

Atenciosamente,

Luiz Alfredo Rangel
Analista - SSE

Atenciosamente,
Bruno de Freitas Gomes
Superintendente de Supervisão de Securitização - SSE



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 29/06/2022, às 21:21, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luiz Alfredo Artmann Rangel, Analista**, em 01/07/2022, às 14:59, 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://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1542184** e o código CRC **E8499C92**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1542184** and the "Código CRC" **E8499C92**.*