UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
Faculdade de Direito
Programa de Pós-graduação em Direito

Marcela Zanetti Mascarenhas

CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRA):
por uma (re)construção do conceito de direitos creditórios do agronegócio

Belo Horizonte
2020

Marcela Zanetti Mascarenhas

CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRA):
por uma (re)construção do conceito de direitos creditórios do agronegócio

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, como requisito parcial à obtenção do título de Mestre em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni (UFMG)

Coorientador: Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ)

Belo Horizonte
2020

Mascarenhas, Marcela Zanetti
M395c Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA): por uma (re)construção do conceito de direitos creditórios do agronegócio / Marcela Zanetti Mascarenhas. – 2020.

Orientador: Leonardo Netto Parentoni.
Coorientador: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal de Minas Gerais, Faculdade de Direito.

1. Direito agrário – Teses 2. Agroindústria – Teses 3. Securitização – Teses 4. Título de crédito rural – Teses 5. Comissão de Valores Mobiliários (Brasil) – Teses I. Título

CDU 347.243(81)

Ficha catalográfica elaborada pela bibliotecária Meire Luciane Lorena Queiroz CRB 6/2233.

DocuSign Envelope ID: E9843DCC-3DFF-4A3C-96B6-081BC0768162

DEFESA DE DISSERTAÇÃO DE MESTRADO
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: DIREITO E JUSTIÇA
BELª. MARCELA ZANETTI MASCARENHAS

Aos vinte e seis dias do mês de junho de 2020, às 14h, por meio de Plataforma virtual, reuniu-se, em sessão pública, a banca examinadora constituída de acordo com o art. 73 do Regulamento do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, e das Normas Gerais de Pós-Graduação da Universidade Federal de Minas Gerais, integrada pelos seguintes professores: Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni (orientador da candidata/UFMG); Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ); Profa. Dra. Natália Cristina Chaves (UFMG) e Prof. Dr. Alexandre Couto Silva (UFMG), designados pelo Colegiado do Programa de Pós-Graduação em Direito da Universidade Federal de Minas Gerais, para a defesa de Dissertação de Mestrado da **Belª. MARCELA ZANETTI MASCARENHAS**, matrícula nº **2018653495**, intitulada: **"CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRA): POR UMA (RE)CONSTRUÇÃO DO CONCEITO DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO"**. Os trabalhos foram iniciados pelo orientador da candidata, Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni, que, após breve saudação, concedeu a candidata o prazo máximo de 30 (trinta) minutos para fins de exposição sobre o trabalho apresentado. Em seguida, passou a palavra ao Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, para o início da arguição, nos termos do Regulamento. A arguição foi iniciada, desta forma, pelo Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, seguindo-se-lhe, pela ordem, os Professores Doutores: Natália Cristina Chaves, Alexandre Couto Silva e Leonardo Netto Parentoni. Cada examinador arguiu a candidata pelo prazo máximo de 30 (trinta) minutos, assegurando a mesma, igual prazo para responder às objeções cabíveis. Cada examinador atribuiu conceito a candidata, em manifestação individual. Procedida a apuração, verificou-se o seguinte resultado:

DocuSigned by:
Leonardo Netto Parentoni
6F799CA531FB49F...

Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni (orientador da candidata/UFMG)
Conceito: Aprovada

DocuSigned by:
Alexandre Ferreira de Assumpção Alves
65Z4D8B5E48947A...

Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (coorientador da candidata/UERJ)
Conceito: Aprovada

DocuSigned by:
Natália Cristina Chaves
C2E36C2057444A0...

Profa. Dra. Natália Cristina Chaves (UFMG)
Conceito: Aprovada

DocuSigned by:
Alexandre Couto Silva
C6A0BEB90618402...

Prof. Dr. Alexandre Couto Silva (UFMG)
Conceito: Aprovada

DocuSign Envelope ID: E9843DCC-3DFF-4A3C-96B6-081BC0768162

A Banca Examinadora considerou a candidata **aprovada**, com nota 100 (cem). Nada mais havendo a tratar, o Professor Doutor Leonardo Netto Parentoni, orientador da candidata, agradecendo a presença de todos, declarou encerrada a sessão. De tudo, para constar, eu, Fernanda Bueno de Oliveira, Servidora Pública Federal lotada no Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG, mandei lavrar a presente ata, que vai assinada pela banca examinadora e com o visto da candidata.

BANCA EXAMINADORA:

DocuSigned by:
Leonardo Netto Parentoni
6F799CA531FB49F...
Prof. Dr. Leonardo Netto Parentoni (orientador da candidata/UFMG)

DocuSigned by:
Alexandre Ferreira de Assumpção Alves
6574D8B5E48947A...
Prof. Dr. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (coorientador da candidata/UERJ)

DocuSigned by:
Natália Cristina Chaves
C2E36C2057444A0...
Profa. Dra. Natália Cristina Chaves (UFMG)

DocuSigned by:
Alexandre Couto Silva
C6A0BFB90618402...
Prof. Dr. Alexandre Couto Silva (UFMG)

DocuSigned by:
Marcela Zanetti Mascarenhas
56D53A1DA8494B1...
- CIENTE: Marcela Zanetti Mascarenhas (Mestranda)

AGRADECIMENTOS

Ao Gustavo, por, além de ser o amor da minha vida e a minha maior fonte de inspiração, ter me apoiado e me incentivado imensuravelmente durante o mestrado;

À minha mãe, por seu amor incondicional, encorajamento, melhores conselhos e por, juntamente com meu querido "paidrasto" Mauro, ter me recebido tão bem durante as minhas estadias em Belo Horizonte;

Ao meu pai, por todo o amor e cuidado, e por ter sido o pontapé inicial que me possibilitou chegar até aqui, quando, com imensa boa-vontade, fez o depósito do meu projeto de pesquisa junto à UFMG, requisito para a participação no exame de seleção para o mestrado;

À minha irmã, que, com a sua mais pura amizade, contagiante alegria e seus carinhosos filhos, tornou minha vida de mestranda muito mais leve;

Ao Professor Parentoni, por ter enxergado potencial em meu trabalho, pela ótima acolhida, elogios motivadores e, acima de tudo, pela sempre muito sábia orientação;

Ao Professor Alexandre Assumpção, por não ter medido esforços em sua atuação como coorientador, pelos nossos produtivos encontros em Belo Horizonte, São Paulo, Rio de Janeiro e Curitiba, imensurável carinho e dedicação durante toda a coorientação, e pelos maravilhosos ensinamentos;

Ao escritório Benício Advogados Associados e, especialmente, ao Celso Benício, Sérgio Benício e André Camara, por toda a compreensão e apoio que foram fundamentais para a realização desse trabalho.

Resumo

O Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), título de crédito instituído pela Lei nº 11.076/2004, deve estar lastreado em direitos creditórios do agronegócio. A presente dissertação tem por objeto investigar o significado e a extensão da expressão "direitos creditórios do agronegócio" para fins de lastro à emissão de CRA no âmbito do mercado organizado de valores mobiliários, debruçando-se, assim, na exegese do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04. Foram analisados e interpretados os termos nos quais a referida expressão encontra-se fundada, mais especificamente "agronegócio", "negócio", "produtor rural", "cooperativa de produtores rurais", "financiamento", "empréstimo", "produção", "comercialização", "beneficiamento", "industrialização", "produtos e insumos agropecuários", "máquinas", "implementos" e "atividade agropecuária", com o sentido de entender potenciais incongruências de seu tratamento e a sua evolução conceitual perante a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é a responsável por admitir ofertas públicas de CRAs. Partindo desse dispositivo legal de grande teor de indeterminação, foi possível, mediante o emprego do método dedutivo e da pesquisa documental e bibliográfica, delimitar o alcance e o significado da expressão "direitos creditórios do agronegócio", concluindo-se que a CVM, em sua Instrução nº 600/2018, teria ultrapassado os limites da Lei nº 11.076/2004 ao também admitir como lastro para CRAs direitos creditórios que não são originários do agronegócio, mas apenas destinados a posteriores investimentos neste setor. Em que pese essa constatação, concluiu-se que o referido comportamento da autarquia seria uma "ilegalidade bem-vinda", pois capaz de proporcionar maior destinação de recursos ao agronegócio, fomentando este mercado, que é exatamente o objetivo da lei. Constatou-se também que a CVM, num outro aspecto, estaria limitando a utilização de certos lastros quando originários indiretamente do agronegócio, ao passo em que a Lei nº 11.076/04 não traz expressamente esse tipo de vedação e, pelo seu escopo, até mesmo os acolheria. Por estas razões, propôs-se, de *lege ferenda*, nova redação para o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04, procurando melhor determinar juridicamente o que se entende por "direitos creditórios do agronegócio" e, especialmente, admitindo-se como lastros para o CRA não apenas direitos creditórios originários diretamente do agronegócio. A nova redação proposta abraçou também o direito creditório originário indiretamente do agronegócio, o qual poderia servir de lastro para os CRAs sempre que houvesse um nexo de necessária causalidade entre ele e o negócio jurídico agropecuário que lhe deu origem. Da mesma forma, abraçou-se os direitos creditórios destinados ao investimento no agronegócio, conforme já o vem fazendo a CVM. A conclusão final obtida é a de que a nova redação proposta de *lege ferenda* para o dispositivo legal em exame seria mais propícia ao desenvolvimento de um regular mercado de CRA, o que contribuiria, consequentemente, para a solidificação dos valores sociais do trabalho e da livre iniciativa, visto que uma maior gama de pessoas poderia se beneficiar de tal modalidade de investimento, tais como as companhias securitizadoras e todos os demais agentes que participam da estruturação de uma oferta pública de CRA, os investidores e, acima de tudo, o produtor rural.

Palavras-chave: Certificado de Recebíveis do Agronegócio. CRA. Recebíveis. Direitos creditórios. Securitização. Agronegócio. Lei nº 11.076/2004. Instrução CVM nº 600/2018. Títulos de crédito do agronegócio. Produtor rural. Comissão de Valores Mobiliários. CVM.

Abstract

The Agribusiness Receivables Certificate (CRA), a credit instrument instituted by Federal Law n. 11,076 / 2004, must be backed by agribusiness credit rights. The subject matter of this dissertation is to investigate the meaning and the extent of the expression “agribusiness credit rights” for the purpose of backing up the issuance of CRA under the organized securities market, thus focusing on the interpretation of Art. 23, §1º, of Federal Law n. 11,076 / 2004. The terms in which the above mentioned expression is found were analyzed and interpreted, more specifically “agribusiness”, “business”, “rural producer”, “agricultural producer cooperative”, "financing", "loan", "production", "commercialization", "processing", "industrialization", "agricultural products and inputs", "machinery", "implements" and "agricultural activity", aiming to understand potential inconsistencies of its treatment and its conceptual evolution with the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM), which is responsible for approving public offerings of CRAs. Starting from this highly undetermined legal provision and by using a deductive method and a documentary and bibliographic research, it was possible to limit the reach and the meaning of the expression “agribusiness credit rights”, as well as to conclude that the CVM, through its Instruction n. 600 / 2018, might have exceeded the boundaries of Federal Law n. 11,076 / 2004 when it allowed CRAs to be backed up by credit rights not originated in agribusiness, but only destined to further investments in the agribusiness sector. Despite this finding, it could be said that such interpretation from CVM may be considered as a well-received wrongfulness, taking into account its potential to provide a greater amount of resources to the agribusiness sector and, therefore, fostering this market, which is exactly the main purpose of Federal Law n. 11,076 / 2004. Moreover, it is also possible to sustain that the CVM, on the other hand, would be curtailing the use of certain back-ups when it is indirectly originated from agribusiness, although Federal Law 11.076 / 04 does not expressly allow this type of limitation and, on the contrary, would even accept it. Based on these reasons and by way of *lege ferenda*, a new wording is proposed to Art. 23, §1º, of Federal Law n. 11.076 / 2004, seeking to legally better determine the understanding of “agribusiness credit rights” and, especially, admitting CRAs to be backed-up not only by credit rights originated from agribusiness. The new proposed wording would also comprise the credit rights originating indirectly from agribusiness, which could also back up CRAs whenever there was a causal link between it and the agricultural business that gave rise to it. Likewise, it also embraces credit rights targeted to investments in agribusiness, as the CVM has already been doing. The final conclusion is that the new proposed wording by way of *lege ferenda* for the legal provision under examination would be more advantageous to the development of a regular CRA market, which would consequently contribute to the strengthening of the social values of work and the freewill, given that a greater range of persons could benefit from this type of investment, such as securitization companies and all other agents that participate in the process of setting up a public offering of CRA, the investors and, above all, the rural producer.

Keywords: Agribusiness Receipt Certificate. CRA. Receivables. Credit rights. Securitization. Agribusiness. Federal Law n. 11,076 / 2004. CVM Instruction n. 600 / 2018. Agribusiness credit securities. Rural producer. Brazilian Securities and Exchange Commission. CVM.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO 8

1 MERCADO DO AGRONEGÓCIO, SEU FINANCIAMENTO PRIVADO E OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRAS) 17
1.1 O financiamento privado do agronegócio no Brasil por meio de títulos de crédito 23
1.2 O Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) 49
1.2.1 Principais agentes envolvidos na emissão de CRA 52
1.2.2 Finalidades do CRA e vantagens econômicas para o investidor 59
1.2.3 Da natureza jurídica do CRA 65
1.2.4 O CRA como título de crédito 66
1.2.4.1 **Direito cambiário aplicável ao CRA** 69
1.2.4.2 **Dos requisitos essenciais do CRA e do formalismo dos títulos de crédito** 75
1.2.4.3 **Termo de Securitização de direitos creditórios do agronegócio** 78
1.2.4.3.1 Da securitização de direitos creditórios do agronegócio através da emissão de CRA 79
1.2.4.4 **Título de crédito escritural** 81
1.2.4.5 **O CRA como título de crédito causal e dependente** 85
1.2.5 O CRA como valor mobiliário 86
1.2.5.1 **Da sujeição do CRA às normas da CVM** 89

2 A REGULAÇÃO DO CRA PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM) 91
2.1 Aplicação das normas dos CRIs aos CRAs entre 2008 a 2018 92
2.2 O cenário que antecedeu a elaboração da Instrução CVM nº 600/2018 93
2.3 A Instrução CVM nº 600/2018 107

3 A INTERPRETAÇÃO DA EXPRESSÃO "DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO" PARA FINS DE LASTRO À EMISSÃO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRAS) 146
3.1 A exegese da expressão "direitos creditórios do agronegócio" na Lei nº 11.076/2004 146
3.1.1 Direitos creditórios 147
3.1.2 Originário(s) 155
3.1.3 Negócios, financiamentos e empréstimos 176
3.1.4 Produtor rural e cooperativa de produtores rurais 183
3.1.5 Produção, beneficiamento, industrialização e comercialização 191
3.1.6 Insumos agropecuários e produtos agropecuários 197
3.1.7 Máquinas e implementos 202
3.1.8 Atividade agropecuária 204
3.2 A expressão "direitos creditórios do agronegócio" na visão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 214
3.2.1 A interpretação da expressão "direitos creditórios do agronegócio" pela CVM anteriormente à IN 600 214
3.2.2 A exegese da expressão "direitos creditórios do agronegócio" após a edição da IN 600 231
3.3 O conceito de "direitos creditórios do agronegócio" previsto na Instrução CVM nº 600/2018 e na Lei nº 11.076/2004: convergência ou divergência? 243
3.3.1 Da (im)possibilidade de se interpretar a Lei nº 11.076/2004 de maneira extensiva ou restritiva 256

3.4 Em busca de uma (re)construção do conceito de "direitos creditórios do agronegócio".....270
3.4.1 Art. 23 da Lei nº 11.076/2004: nova redação proposta, de lege ferenda 276
4 SÍNTESE FINAL.....280
CONCLUSÕES 290
REFERÊNCIAS 293

INTRODUÇÃO

A agropecuária é uma atividade essencial à existência humana, pois está na origem da produção dos alimentos necessários para consumo e subsistência. Esta atividade também diz respeito a bens de consumo em geral, até mesmo aqueles submetidos a processos de industrialização avançados, haja vista todos eles normalmente contarem, em algum estágio, com uma matéria-prima derivada da agropecuária. Além da importância dessa atividade para o desenvolvimento humano, ela também tem grandes implicações no desenvolvimento econômico dos países e, particularmente no Brasil, possui expressiva participação no Produto Interno Bruto (PIB)[1], gerando empregos e movimentando a economia como um todo.

Nesse sentido, ciente da relevância econômico-social que o agronegócio representa para o país, assim como da necessidade de se adotar fontes e instrumentos jurídicos diversificados para o seu financiamento, foi sancionada a Lei nº 11.076/2004, que dispõe, dentre outros assuntos, sobre o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA). Trata-se de título de crédito nominativo-escritural, emitido por companhia securitizadora de direitos creditórios, livremente negociável, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e lastreado em direitos creditórios do agronegócio (art. 36 da Lei nº 11.076/2004).

O CRA pode ser distribuído publicamente no mercado de valores mobiliários, sendo esta a espécie de CRA que constitui o objeto da presente dissertação. No que se refere às ofertas públicas deste título, um dos principais entraves que os agentes econômicos atuantes no mercado de securitização de recebíveis vinham enfrentando era a própria definição de "direitos creditórios [do agronegócio]", tal como previsto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004.

Tal entrave devia-se ao fato de que o referido conceito não vinha recebendo uma interpretação uniforme da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), o que ocasionava grande insegurança jurídica aos participantes desse mercado de securitização. Frequentemente eram indeferidos pedidos de registro de oferta pública de CRA ante à simples justificativa de que os lastros apresentados não se caracterizavam como direitos creditórios do agronegócio.

Por ser a CVM a responsável por autorizar o registro da oferta pública de CRA, era ela quem, na prática, definia o que deveria ou não ser considerado como "direito creditório [do

[1] Em 2018, por exemplo, a participação do agronegócio no Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil representou o equivalente a R$1.441.758.000.000,00 (um trilhão, quatrocentos e quarenta e um bilhões, setecentos e cinquenta e oito milhões de reais), ou seja, 21,1% (vinte e um inteiros e um décimo por cento), conforme publicado pelo Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (CEPEA) da Universidade de São Paulo (USP), em parceria com a Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA). Disponível em: https://www.cepea.esalq.usp.br/br/pib-do-agronegocio-brasileiro.aspx. Acesso em: 03 jan. 2019.

agronegócio]", indeferindo os pedidos de registros que não se enquadrassem na interpretação da autarquia.

Foi apenas em 1º de agosto de 2018 – quase 14 anos após a criação do CRA – que a CVM aprovou uma norma específica para regular este título, qual seja, a Instrução CVM nº 600/2018 (doravante "IN 600"), finalmente consolidando o seu entendimento acerca do conceito de direitos creditórios do agronegócio, visando a afastar as contradições e incertezas que pairavam sobre a matéria.

Com efeito, a IN 600 reproduziu, no *caput* do seu art. 3º, o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, isto é, aquela já bem conhecida redação de que os direitos creditórios que servem de lastro ao CRA são aqueles originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, ligados à produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos agropecuários. A inovação trazida pela IN 600 está, na realidade, nos parágrafos do seu art. 3º, os quais tiveram o propósito de esclarecer o que estaria compreendido no obscuro conceito de direitos creditórios do agronegócio.

É neste contexto que se insere a presente dissertação, que visa investigar o significado e a extensão da expressão "direitos creditórios do agronegócio", assim como os contornos jurídicos dos eventuais negócios que possam se enquadrar como lastros para a emissão dos CRAs e, em vista disso, seus efeitos sobre o financiamento privado do agronegócio.

No âmbito desta dissertação, e de toda a sua problemática, há ainda uma questão de fundo que é também investigada, qual seja, o poder normativo das agências reguladoras. Investiga-se se as agências reguladoras, conceito no qual se enquadra a CVM, ao editar normas complementares ao texto legal, poderiam ampliar, suprimir ou restringir o alcance do texto da lei.

O tema da presente dissertação se faz especialmente necessário devido à divergência de opinião entre a CVM e grande parte dos atuantes no mercado de CRA acerca do conceito de direito creditório do agronegócio, revelando que a questão ainda não se encontra totalmente pacificada.

Embora possa parecer uma atividade meramente hermenêutica, a definição deste conceito reveste-se de inegável relevo prático, pois ela é estrutural e determinante a respeito de quais operações poderão servir de lastro ao CRA objeto de oferta pública. Esta definição permite a própria utilização do CRA para captação de investimentos, justificando a extrema

importância de uma correta interpretação do conceito de direitos creditórios apresentado no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04.

Neste contexto, a justificativa para o presente trabalho está na necessidade de se perquirir o sentido e a possível extensão do conceito de direito creditório do agronegócio, com o intuito de se investigar quais operações poderiam, de fato, servir de lastro ao CRA, e de serem identificados os requisitos realmente imprescindíveis para a configuração de tais lastros. Para tanto, valendo-se da interpretação sistemática do Direito, buscou-se uma releitura deste conceito que assegure uma maior segurança jurídica, de forma a atrair mais interessados para este mercado de securitização e promover o seu consequente desenvolvimento, sem se perder de vista o objetivo primordial da Lei nº 11.076/2004, qual seja, o fomento ao agronegócio.

O desenvolvimento de um regular mercado de CRA, por sua vez, contribuiria para a solidificação dos valores sociais do trabalho e da livre iniciativa, visto que uma maior gama de pessoas poderia se beneficiar de tal modalidade de investimento, tais como as companhias securitizadoras e todos os demais agentes que participam da estruturação de uma oferta pública de CRA, os investidores, àqueles que contratam com produtores rurais e, acima de tudo, o próprio produtor rural. Haveria estímulo ao financiamento de suas atividades, preservando a continuidade de seus negócios e possibilitando-se, assim, o exercício de sua mais plena função social, gerando empregos e propiciando-se, mediante a negociação e mobilização do crédito, a circulação de riquezas. O fomento do agronegócio está indissociavelmente ligado à própria dignidade da pessoa humana, pois é impossível falar em uma existência minimamente digna sem alimentação.

Neste sentido, este trabalho está inserido na linha de pesquisa "Poder, Cidadania e Desenvolvimento no Estado Democrático de Direito" do Programa de Pós-Graduação em Direito da UFMG. A República Federativa do Brasil constitui-se em Estado Democrático de Direito e tem como fundamentos, dentre outros, a dignidade da pessoa humana e os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa (art. 1º, incisos III e IV, da Constituição Federal de 1988). De forma mais específica, o tema desta dissertação se enquadra na área de estudo denominada "Empresa no Mercado", haja vista estudar institutos que estão ligados à atuação dos agentes empresariais nos mercados do agronegócio e de valores mobiliários.

O presente trabalho tem por objetivos gerais: (i) investigar as competências da CVM, especialmente o seu poder normativo, perquirindo se a autarquia, ao editar normas complementares ao texto legal, teria poderes para ampliar, restringir ou suprimir o alcance do texto da lei, de modo a se verificar, portanto, se a CVM estaria invadindo a competência

constitucional do Poder Legislativo ao editar a IN 600; (ii) verificar, mediante uma análise sistemática do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, a possibilidade jurídica de se alargar ou limitar o conceito de "direitos creditórios do agronegócio"; e (iii) (re)construir um novo conceito para a expressão "direitos creditórios do agronegócio", que seja coerente com a uniformidade do ordenamento jurídico, propondo-se nova redação *de lege ferenda* para o dispositivo legal em comento, que seja compatível com o novo conceito de direitos creditórios do agronegócio que se (re)constrói.

Os objetivos específicos deste trabalho são: (i) aprofundar-se no conceito de agronegócio; (ii) estudar o financiamento privado do agronegócio por meio de títulos de crédito; (iii) aprofundar-se no estudo do direito cambial, para que seja destinado ao instituto do CRA um olhar que não perca de vista a sua natureza cambiária; (iv) estudar o instituto da securitização, centrando-se na securitização de recebíveis do agronegócio, de modo a compreender o funcionamento da securitização mediante a oferta pública de CRA; (v) levantar e interpretar dados obtidos mediante a análise de decisões e pareceres da CVM sobre securitização de recebíveis do agronegócio, bem como da própria IN 600, procedendo a uma análise crítica acerca da evolução do posicionamento da autarquia no que se refere ao conceito de direitos creditórios do agronegócio, traçando-se qual seria a implicação desta expressão para a oferta pública de CRA e indicando-se qual seria o entendimento atual da CVM acerca de tal definição; (vi) estudar o papel das agências reguladoras e do seu poder normativo e regulamentar, de modo a aferir se a normatização da CVM, ora ampliando ora restringindo o alcance do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, estaria dentro de sua competência constitucional; e (vii) estudar as normas relativas ao fomento do agronegócio, incluindo, mas não se limitando, à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600, de modo a, mediante uma interpretação sistemática do ordenamento jurídico, traçar uma crítica fundamentada à exegese adotada pela CVM acerca do conceito de direito creditório do agronegócio.

O método de pesquisa utilizado nesta dissertação é o dedutivo, pois foi empregado na pesquisa um raciocínio lógico que, partindo das proposições gerais acerca dos termos "agronegócio"; "direitos creditórios"; "originários"; "negócios"; "financiamento"; "empréstimos"; "produtor rural"; "cooperativa de produtores rurais"; "produção"; "comercialização"; "beneficiamento"; "industrialização"; "máquinas"; "implementos"; "atividade agropecuária", com fundamento na literatura jurídica e em outras normas do ordenamento jurídico brasileiro sobre o assunto, buscou alcançar conclusões particulares sobre

o conceito de direitos creditórios do agronegócio especificamente para fins de lastro a emissões de CRAs.

A pesquisa realizada está compreendida na vertente jurídico-teórica, eis que se alicerça na conceituação, exegese e aplicação de normas jurídicas. À vista disso, a pesquisa acompanha o procedimento metodológico denominado jurídico-exploratório, com a finalidade de se colher mais informações sobre o tema que será investigado, explorando-o a fundo. Adotou-se, outrossim, o tipo jurídico-propositivo, visto que se parte do exame de normas e decisões administrativas para propor mudanças na interpretação dada pela CVM acerca do conceito de direitos creditórios do agronegócio para fins de lastro aos CRA. Buscou-se apresentar uma nova redação para o art. 23, §1º da Lei nº 11.076/2004, em prol da interpretação que se julga mais coerente à consolidação do CRA no mercado e à promoção do desenvolvimento agropecuário.

Do ponto de vista dos procedimentos técnicos, a pesquisa objeto desta dissertação é caracterizada como documental e bibliográfica, valendo-se da análise de leis e normas em geral, além de doutrinas, decisões administrativas e jurisprudenciais, bem como do estudo de artigos em periódicos e de dados apresentados por entidades oficiais.

Esta dissertação está assentada principalmente em cinco marcos teóricos, cada qual correspondente a um assunto específico nela tratado. Acerca do conceito de "agronegócio", vale-se da obra "*A concept of agribusiness*", de autoria de John H. Davis e Ray A. Goldberg, os quais defendem a coexistência de diversos agentes no chamado "sistema do agronegócio" (DAVIS; GOLDBERG, 1957, p. 136).

Acerca dos títulos de crédito, o marco teórico foi o capítulo 25.2 do livro "Tratado de Direito Comercial", intitulado "Atos Cambiários", capítulo esse de autoria de Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (ALVES, 2015, p. 48-88), que trata dos atos cambiários, tendo referida obra servido de norte para o estudo do CRA levando-se em consideração a sua natureza jurídica de título de crédito. No que se refere ao estudo da natureza escritural do CRA e da sua escrituração em sistema eletrônico, utilizou-se como marco teórico a obra de autoria de Leonardo Netto Parentoni intitulada "A duplicata virtual e os títulos de crédito eletrônicos" (PARENTONI, 2014, p. 409-465).

Sobre o poder normativo da CVM, adotou-se como norte o trabalho intitulado "Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico", de autoria de Alexandre Santos de Aragão (ARAGÃO, 2013, p. 131-134), que trata da abrangência e da intensidade da atuação do Estado sobre a economia.

Fundamentada precipuamente nos marcos teóricos acima apresentados, a presente dissertação não deixou de abraçar também, como referencial teórico, a ideia contida em obra de autoria do jurista alemão Claus-Wilhelm Canaris (CANARIS, 1989, p. 283), que se dedicou ao desenvolvimento de uma teoria da interpretação jurídica fundamentada na análise do Direito como um sistema ordenado de normas. Para isso, construiu uma metodologia que prioriza a interpretação sistemática para alcançar a unidade e o sentido do ordenamento jurídico, metodologia essa cujo fundamento foi empregado na presente dissertação, que procurou analisar a extensão da expressão "direitos creditórios do agronegócio" priorizando a unidade do ordenamento jurídico e não se atendo à estrita literalidade do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, isto é, priorizando uma interpretação que situe este dispositivo legal como sendo parte integrante de um conjunto harmônico de normas.

Esta dissertação está estruturada em quatro capítulos. O *capítulo primeiro* inicia-se com o estudo do conceito de "agronegócio", o que se faz imprescindível, haja vista o CRA ser um instrumento de financiamento privado voltado a este setor econômico. Assim, são apresentados inicialmente os conceitos traçados por John H. Davis e Ray A. Goldberg, precursores do estudo do tema "agronegócio", até se chegar ao conceito que se entende ser o mais adequado hodiernamente.

Na sequência, o capítulo primeiro passa a tratar do financiamento privado do agronegócio no Brasil por meio de títulos de crédito, onde se fez uma comparação entre cada um dos títulos do agronegócio existentes.

Referido capítulo aprofunda-se no estudo do instituto do CRA, abordando os seguintes assuntos: (i) funcionamento do mercado de securitização de recebíveis do agronegócio; (ii) principais agentes envolvidos numa emissão pública de CRA; (iii) principais vantagens econômicas de se investir no título; (iv) natureza jurídica do CRA, tanto sob a perspectiva do direito cambiário quanto do direito do mercado de valores mobiliários; e (v) sujeição dos CRAs às normas da CVM.

O *capítulo segundo* trata da regulação do CRA pela CVM, onde se traçou um apanhado histórico da evolução dessa regulação, desde a primeira oferta pública de CRA em 2009, até a edição da IN 600 em 2018. Parte-se, assim, para o estudo de cada um dos dispositivos da IN 600, iniciando-se com a apresentação daqueles que versam sobre o conceito de "direitos creditórios do agronegócio", matéria que, por ser o objeto do capítulo terceiro desta dissertação, é tratada apenas brevemente no capítulo segundo.

O capítulo segundo passa, então, a tratar dos demais dispositivos da IN 600, especialmente aqueles que versam sobre: (i) o termo de securitização de direitos creditórios do agronegócio e seus requisitos; (ii) o instituto da revolvência; (iii) o prospecto que deverá acompanhar o pedido de registro de oferta pública de CRA; (iv) as formalidades necessárias para a oferta de CRA à subscrição por investidores; (v) as atribuições e responsabilidades da companhia securitizadora; (vi) os prestadores de serviços contratados pela companhia securitizadora para a emissão de CRAs; (vii) o regime fiduciário; (viii) a assembleia geral de titulares de CRAs; e (ix) o poder fiscalizador e sancionador da CVM em matéria de CRA.

Assim, no capítulo segundo é feita uma síntese de quais teriam sido as disposições trazidas pelas IN 600 que, pela sua tecnicidade, relevância e necessidade de delimitação, realmente mereciam um regramento técnico mais específico, e que revelariam, portanto, uma eficiência da regulação efetuada pela CVM. Apresenta-se, outrossim, os aspectos onde se entende ter a autarquia agido com excesso de regulação, capaz de comprometer a eficiência do mercado de valores mobiliários atinente aos CRAs. Nesse ponto, é estudado o poder regulamentar atribuído à CVM, seus fundamentos jurídicos, suas finalidades, seus limites, e apresenta-se, por fim, a conclusão se a autarquia teria agido com observância (ou não) do seu papel de reguladora do instituto do CRA no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Em seguida, a presente dissertação adentra-se em seu *capítulo terceiro*, que está voltado ao estudo do conceito de "*direitos creditórios do agronegócio*". Este capítulo inicia-se com a análise do referido conceito com base no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004. Para tanto, decompôs-se cada um dos termos presentes no normativo, quais sejam: (i) "direitos creditórios"; (ii) "originários"; (iii) "negócios", "financiamento" e "empréstimos"; (iv) "produtor rural" e "cooperativa de produtores rurais"; (v) "produção", "comercialização", "beneficiamento" e "industrialização"; (vi) "máquinas" e "implementos"; e (vii) "atividade agropecuária", onde foi investigado o significado de cada um deles com fundamento na literatura jurídica e em outras normas do ordenamento jurídico brasileiro sobre o assunto.

Especificamente sobre a expressão "direitos creditórios", foi realizado um estudo com base no Direito das Obrigações, onde se traçou o sentido das noções de "crédito", "cessão de crédito" e, finalmente, de "direitos creditórios".

Acerca do termo "originário", fez-se uma abordagem semântica, diferenciando as expressões *"diretamente originários do agronegócio",* e "*indiretamente originários do agronegócio",* lançando-se um posicionamento crítico sobre eventual interpretação desta última expressão sem que haja qualquer limitação. Foi feita a advertência de que, quando

indiretamente originários do agronegócio, deve haver um *nexo causal* entre os direitos creditórios e o negócio jurídico agropecuário que lhes tenha dado origem, para que tais direitos possam servir de lastro à emissão de CRA.

Os termos "negócios, financiamentos e empréstimos" foram explorados principalmente com base nos ensinamentos do Direito Civil, mais especificamente naqueles voltados ao instituto do negócio jurídico e ao contrato de mútuo. Em seguida, estudou-se a noção de "produtor rural" e de "cooperativas de produtores rurais", verificando quais seriam os elementos necessários para a caracterização de uma pessoa (física ou jurídica) como produtora rural ou cooperativa de produtor rural. Estudou-se, outrossim, as noções de "produção", "beneficiamento", "industrialização" e "comercialização", delimitando-se os seus significados, assim como os termos "insumos agropecuários", "produtos agropecuários", "máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária". Essas matérias são de grande relevância para a compreensão da expressão "direitos creditórios do agronegócio", tendo em vista que os lastros utilizados em emissões de CRAs devem estar 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 (art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004).

Finalmente, é analisada a expressão "atividade agropecuária", também essencial à compreensão da noção de "direitos creditórios do agronegócio", haja vista estes se relacionarem com negócios voltados à atividade agropecuária. É estudada a noção de "agrariedade", assim como as atividades produtivas compreendidas no conceito de atividade agropecuária, especialmente aquelas caracterizadas como agrossilvipastoris.

Ainda no capítulo terceiro, é abordada a expressão "direitos creditórios do agronegócio" na visão da CVM, tanto no que se refere ao período anterior à edição da IN 600, quanto no posterior, apresentando-se qual é a visão atual da autarquia sobre a matéria. É apresentado ainda um quadro comparativo entre o conceito de "direitos creditórios do agronegócio" na Lei nº 11.076/2004 e na IN 600, onde, por fim, conclui-se sobre as convergências e divergências presentes nos normativos alvos da comparação.

Por fim, é explorada a problemática a qual a presente dissertação se propôs a desvendar, qual seja, a possibilidade (ou não) de se interpretar a Lei nº 11.076/2004 de maneira extensiva ou restritiva e, com subsídio em todo o estudo realizado nos itens anteriores, foi (re)construído o conceito de "direitos creditórios do agronegócio", sendo proposta, de *lege ferenda*, nova redação para o artigo 23 da Lei nº 11.076/2004.

O último capítulo da presente dissertação, isto é, o *capítulo quarto*, apresenta uma síntese final dos principais resultados obtidos em cada um dos capítulos anteriores.

Finalmente, a última parte da presente dissertação dedica-se às principais conclusões obtidas no trabalho.

1 MERCADO DO AGRONEGÓCIO, SEU FINANCIAMENTO PRIVADO E OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRAs)

O termo "agronegócio" tem sua origem no conceito de "*agribusiness*"[2], apresentado pelos economistas John H. Davis e Ray A. Goldberg na obra intitulada "*A concept of agribusiness*". Segundo estes pesquisadores:

> *agribusiness* é um conceito da economia que inclui a soma total de todas as operações envolvidas na produção e distribuição de suprimentos agrícolas; operações de produção nas unidades agrícolas; armazenamento, processamento e distribuição de produtos agrícolas e de itens produzidos a partir deles (DAVIS; GOLDBERG, 1957, p. 136, tradução nossa)[3].

Referido conceito ampliou os limites do vocábulo "agropecuária" – que, usualmente, restringia-se à produção agrícola e/ou pecuária desempenhada no interior da propriedade rural, voltada à subsistência –, passando tal vocábulo a compreender, não apenas as atividades do produtor rural praticadas na unidade agrícola, mas também aquelas desenvolvidas por todos os agentes relacionados, direta ou indiretamente, com essa produção agropecuária, os quais estariam inseridos no que se denomina "sistema do agronegócio".

Sobre essa concepção do *agribusiness* como um sistema, Ray A. Goldberg explica que:

> o sistema do agronegócio de *commodities* [...] inclui todos os participantes na produção, processamento e comercialização de um mesmo produto agrícola, como fornecedores, agricultores, operadores de estoques, processadores, comerciantes de atacado e varejo envolvidos na movimentação de uma c*ommodity*, desde os insumos iniciais até o consumidor final. Também inclui todas as instituições e arranjos que afetam e coordenam os estágios sucessivos do movimento de uma *commodity*, como o governo, mercados, mercados de futuro, integração contratual, integração vertical, associações comerciais, cooperativas, *joint ventures*, parcerias financeiras, grupos de transporte e organizações educativas (GOLDBERG, 1974, p. 4, tradução nossa)[4].

---

[2] Em termos etimológicos, a palavra "agribusiness" é uma derivação de "agriculture" (do inglês, "agricultura") e "business" (do inglês, "negócio").

[3] Original em inglês: "Agribusiness is a concept of economics which includes the sum total of all operations involved in the manufacturing and distribution of farm supplies; production operation on the farm; and the storage, processing and distribution of farm commodities and items made from them" (DAVIS; GOLDBERG, 1957, p. 136).

[4] Original em inglês: "The agribusiness commodity system […] encompasses all the participants in the production, processing, and marketing of a single farm product, including farm suppliers, farmers, storage operators, processors, wholesalers, and retailers involved in a commodity flow from initial inputs to the final consumer. It also includes all the institutions and arrangements that affect and coordinate the successive stages of a commodity flow, such as the government, markers, future markers, contractual integration, vertical integration, trade associations, cooperatives, corporate joint ventures, financial partners, financial entities, transport groups and educational organizations" (GOLDBERG, 1974, p. 4).

O *agribusiness*, portanto, tal como proposto por John H. Davis e Ray A. Goldberg, engloba todos os agentes que participam desse sistema, isto é, toda a cadeia de produção, armazenamento, processamento, transporte, comercialização de produtos agropecuários e de itens produzidos a partir deles, entre outras atividades conexas.

Em paralelo aos estudos de John H. Davis e Ray A. Goldberg, a Escola Francesa de Economia Industrial, na década de 60, dedicava-se ao estudo da "*filière*" (do francês, "cadeia"), baseada nas cadeias agroindustriais de produção. A mais conhecida definição de *filière* foi aquela traçada por Jean-Claude Montigaud, segundo o qual:

> A *filière* é composta de um conjunto de atividades estreitamente entrelaçadas entre si, ligadas verticalmente por pertencer a um mesmo produto, ou produtos correlacionados, e cujo objetivo principal, nas cadeias agroalimentares, parece ser o de atender às necessidades dos consumidores (MONTIGAUD, 1992, p. 62, tradução nossa)[5].

Jean-Claude Montigaud avança em sua definição, explicando que a *filière* seria o "conjunto de atos de produção, transformação, distribuição e consumo de um determinado produto ou grupo de produtos" (MONTIGAUD, 1975, p. 13, tradução nossa)[6].

Os estudos da *filière*, na França, e do *agribusiness*, nos USA, complementam-se, haja vista que ambos são partidários daquela mesma noção sistêmica do agronegócio, que o enxerga como um amplo *conjunto de atividades* que não se limita ao simples *ato* da produção rural em si. Fábio Ulhoa Coelho esclarece que, a partir dos referidos estudos norte-americano e francês:

> afastou-se o tradicional modelo de segmentação da economia em três grandes setores (primário: agricultura, pecuária, extrativismo, etc.; secundário: indústria; terciário: comércio e serviços) e buscou-se a construção de outro parâmetro conceitual, que abrangesse, como um sistema, todas as atividades econômicas ligadas aos produtos agrícolas (produção de insumos, cultivo, armazenagem, financiamento, certificação, industrialização, comercialização etc.) (COELHO, 2011, p. 366).

No Brasil, a literatura jurídica pátria, partindo da noção econômica de *agribusiness,* assim como da teoria da *filière* francesa, também volta a sua atenção ao "agronegócio". Nesse sentido, é comum deparar-se com obras nacionais que atribuem ao agronegócio uma visão bem

---

[5] Original em francês: "la filière est la prise en compte d'une succession d'activités, étroitement imbriquées les unes par rapport aux autres, liées verticalement par l'appartenance à un même produit ou à des produits voisins, et dont l'objectif principal, dans les filières agro-alimentaires, semble être de répondre aux besoins des consommateurs" (MONTIGAUD, 1992, p. 62).

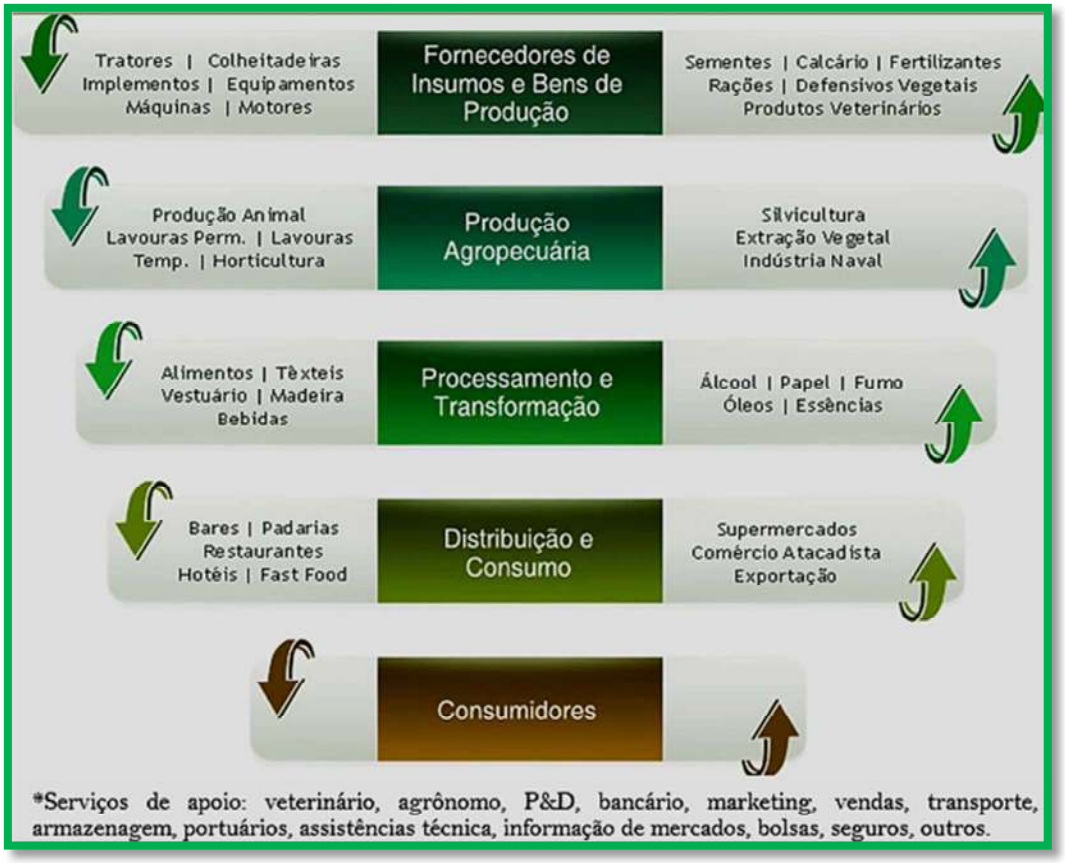
[6] Original em francês: "l´ensemble des actes de production, transformation, distribution et consommation concernant un produit ou un groupe de produits donnés" (Id., 1975, p. 13).

próxima daquela defendida por John H. Davis e Ray A. Goldberg, e que levam em consideração a noção de cadeia de produção, tal como desenvolvida pela teoria de *filière.* É o que se verifica, por exemplo, em obra de Renato Buranello, que conceitua o agronegócio como sendo:

> o conjunto organizado de atividades econômicas que envolve a fabricação e fornecimento de insumos, a produção, o processamento e armazenamento até a distribuição para consumo interno e internacional de produtos de origem agrícola ou agropecuária, ainda compreendidas as bolsas de mercadorias e futuros e as formas próprias de financiamento, sistematizadas por meio de políticas públicas específicas (BURANELLO, 2011, p. 44)[7].

Para fins de melhor elucidação da abrangência do conceito do agronegócio, a figura abaixo exemplifica algumas atividades que estariam nele compreendidas:

Figura 1: Conceito de agronegócio.



Fonte: ARAÚJO, Ney B.; WEDEKIN, Ivan; PINAZZA, Luiz Antônio. O Agribusiness Brasileiro (1989) *apud* ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DO AGRONEGÓCIO DA REGIÃO DE RIBEIRÃO PRETO. *Agronegócio*: conceito. Disponível em: http://www.abagrp.org.br/agronegocio Conceito.php. Acesso em: 25 mai. 2019.

[7] Neste mesmo sentido, Ney Bittencourt de Araújo, Ivan Wedekein e Luis Antônio Pinazza defendem que o conceito de agronegócio deve abarcar os agentes que produzem e administram todo o fluxo dos produtos, tais como o Estado, os mercados e as empresas em geral (ARAÚJO; WEDEKEIN; PINAZZA, 1990, p.3).

Dessa forma, fazem parte do agronegócio, desde as atividades "anteriores à porteira", até aquelas "dentro da porteira" e "posteriores à porteira".

Como atividades "anteriores à porteira", pode-se citar o fornecimento de insumos e de bens de produção, tais como defensivos agrícolas, sementes, rações, fertilizantes, equipamentos, implementos e maquinário.

As atividades "dentro da porteira", por sua vez, seriam aquelas correspondentes à produção agropecuária propriamente dita, no interior das unidades produtivas, com o preparo do solo, irrigação, lavouras, colheitas, silvicultura, extração vegetal, criação de animais.

As atividades "posteriores à porteira" corresponderiam ao processamento, transformação e industrialização de produtos agropecuários, seus subprodutos e resíduos de valor econômico, incluindo o armazenamento, logística, distribuição e comercialização desses bens para consumo interno ou internacional, assim como serviços de apoio e/ou fomento ao agronegócio, como aqueles prestados pelo Estado, por agrônomos, veterinários, profissionais de *marketing*, assistência técnica, vendas e de informação de mercado, transportadoras, portuários, seguradoras, instituições financeiras, mercados de bolsas de valores, de mercadorias e futuros, mercados de balcão, e pelos demais agentes, públicos ou privados, que participam do financiamento do setor.

O agronegócio compreende, dessa forma, não apenas o imediato cultivo da terra, o extrativismo e a criação de animais, mas também todas as atividades econômicas relacionadas, ainda que indiretamente, à agropecuária, não importando se "anteriores à porteira", "dentro da porteira" ou "posteriores à porteira", e nem o grau de desenvolvimento em que referidas atividades se encontram, isto é, sejam elas praticadas num estado rudimentar, sejam desempenhadas por grandes agroindústrias, pois todas elas fazem parte de um "sistema do agronegócio", numa perspectiva macro.

Tendo em vista o amplo leque de atividades econômicas compreendido no conceito de agronegócio, não causa surpresa a tamanha expressividade desse setor para a economia nacional. Para se ter uma ideia de tal expressividade, em 2018, a participação do agronegócio no Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil representou o equivalente a R$1.441.758.000.000,00 (um trilhão, quatrocentos e quarenta e um bilhões, setecentos e cinquenta e oito milhões de reais), ou seja, 21,1% (vinte e um inteiros e um décimo por cento)[8].

[8] Conforme publicado pelo Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada (CEPEA) da Universidade de São Paulo (USP), em parceria com a Confederação da Agricultura e Pecuária do Brasil (CNA). Disponível em: https://www.cepea.esalq.usp.br/br/pib-do-agronegocio-brasileiro.aspx. Acesso em: 03 jan. 2019.

Embora de tamanha expressividade econômica, o agronegócio nacional é um setor ainda carente de recursos financeiros para o seu desenvolvimento.

Sobre o financiamento do agronegócio no Brasil, pode-se afirmar que o grande marco inicial rumo ao desenvolvimento de mecanismos para o fomento do setor deu-se em 1965, com a criação do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), através da Lei nº 4.829/1965.

A Lei nº 4.829/1965 institucionalizou o crédito rural[9], que nada mais é que um instrumento de financiamento da atividade rural, correspondente ao suprimento de recursos financeiros, pelo Estado e por estabelecimentos de crédito particulares, a produtores rurais (ou suas cooperativas), para que sejam aplicados exclusivamente em atividades que tenham por objetivo:

(i) estimular os investimentos rurais, inclusive no que tange ao beneficiamento, industrialização e armazenamento dos produtos agropecuários, quando praticados pelo produtor rural (ou suas cooperativas) em sua propriedade rural;

(ii) favorecer o custeio da produção e a comercialização de produtos agropecuários;

(iii) fortalecer economicamente os produtores rurais, especialmente os pequenos e médios; e

(iv) incentivar a utilização de métodos racionais de produção, buscando o aumento da produtividade e um melhor padrão de vida para as populações rurais, bem como a adequada defesa do solo (art. 2º c/c art. 3º da Lei nº 4.829/1965).

Nesse sentido, o crédito rural corresponde à concessão de empréstimos, financiamentos, abertura de crédito e outras formas de disponibilização de recursos aos produtores rurais e às suas cooperativas, voltadas precipuamente ao custeio, industrialização, comercialização e investimento ligados ao ramo agropecuário.

O crédito rural é proveniente de entidades que integram o SNCR, tais como o Banco Central do Brasil (Bacen), o Banco do Brasil S.A, o Banco da Amazônia S.A, o Banco do Nordeste do Brasil S.A, o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), além de outras instituições financeiras das quais os Estados participem com a maioria de ações, as caixas econômicas, bancos privados, sociedades de crédito, financiamento e investimento, cooperativas autorizadas a operar em crédito rural, e demais entidades que o Conselho

[9] Sobre as regras para a concessão do crédito rural, suas condições e objetivos, vide Manual do Crédito Rural (MCR), publicado pelo Banco Central do Brasil, que codifica as normas aprovadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil, relacionadas ao crédito rural, Manual esse que se encontra disponível em: https://www3.bcb.gov.br/mcr/completo. Acesso em: 19 jan. 2019.

Monetário Nacional (CMN) vier a admitir (art. 7º da Lei nº 4.829/1965 e art. 8º do Decreto nº 58.380/1966).

Referido crédito rural deve ser suprido por todas as instituições financeiras, sem qualquer discriminação entre elas, através de aplicação compulsória, dotações de operações oficiais de crédito, recursos próprios livres, resultado das operações de financiamento ou refinanciamento, fundos e outros recursos atribuídos para aplicação em crédito rural (art. 48 da Lei nº 8.171/1991).

A matéria é disciplinada, com exclusividade, pelo CMN[10], que traz normas sobre a origem e dotação de recursos a serem aplicados no crédito rural; aplicação e controle deste crédito e da prioridade para a sua distribuição; fixação e ampliação dos programas de crédito rural, compreendendo todas as formas de suplementação de recursos (art. 4º da Lei nº 4.829/1965).

Desde a sua institucionalização, até o ano de 1980, o crédito rural foi marcado pela grande intervenção do Estado na política agrária, com o intuito de se modernizar o setor agropecuário e consolidar reformas estruturais econômicas. O SNCR assegurou, até o final da década de 1970, grande volume de recursos e subsídios estatais para a agropecuária.

A partir de 1980, com o desequilíbrio econômico no país e com a inflação desenfreada, o Estado passou a ter menores condições de financiar o agronegócio. As instituições financeiras privadas, também afetadas pelas condições econômicas existentes na época, passaram a se preocupar com a capacidade de solvência do tomador do empréstimo, adotando-se, consequentemente, maiores exigências para a concessão do crédito rural. Esses fatores ocasionaram considerável redução na utilização do crédito rural através do SNCR, especialmente pelos pequenos e médios produtores rurais, que eram os mais penalizados pela crise econômica.

---

[10] O CMN, criado pela Lei nº 4.595/1964, "é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional e tem a responsabilidade de formular a política da moeda e do crédito, objetivando a estabilidade da moeda e o desenvolvimento econômico e social do País" (BRASIL, Ministério da Economia. *Conselho Monetário Nacional – CMN*. Brasília, DF: Ministério da Economia, [2018?]. Disponível em: http://www.fazenda.gov.br/assuntos/cmn. Acesso em: 17 mar. 2020). A política do CMN tem por objetivos: (i) adaptar o volume dos meios de pagamento às necessidades reais da economia nacional; (ii) regular o valor interno da moeda, como forma de corrigir ou prevenir os surtos inflacionários ou deflacionários e outros desequilíbrios decorrentes de fenômenos conjunturais; (iii) regular o valor externo da moeda, assim como o equilíbrio no balanço de pagamento do País; (iv) orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, visando ao desenvolvimento harmônico da economia do País; (v) propiciar o aperfeiçoamento dos instrumentos financeiros e das instituições, visando à maior eficiência do sistema de pagamentos e de mobilização de recursos; (vi) zelar pela solvência e pela liquidez das instituições financeiras; (vii) coordenar as políticas creditícia, monetária, fiscal, orçamentária e da dívida pública, interna e externa (art. 3º da Lei nº 4.595/1964). Junto ao CMN funcionarão as Comissões Consultivas: (i) Bancária; (ii) do Mercado de Capitais; (ii) de Crédito Rural; e (iii) de Crédito Industrial (art. 7º da Lei nº 4.595/1964).

Ante à insuficiência do crédito rural institucionalizado pelo SNCR, o Estado, a partir da década de 90 do século XX, passou a destinar a sua atenção a *novas modalidades* de financiamento para o setor agropecuário, que prezassem, principalmente, pela participação privada. Nesse cenário, foram sendo editadas leis criando novos títulos de crédito voltados ao financiamento do agronegócio.

1.1 O financiamento privado do agronegócio no Brasil por meio de títulos de crédito

Fato inconteste é que a década de 90 foi o pontapé inicial rumo à criação de títulos de crédito destinados ao fomento do agronegócio. Embora os títulos criados a partir de então tenham sido aqueles de maior destaque no financiamento do agronegócio, não se pode olvidar que, mesmo antes dessa época, já havia títulos de crédito voltados ao agronegócio nacional, os quais foram criados em 1967, nos termos do Decreto-Lei nº 167/1967. São eles: a Cédula de Crédito Rural – que possui quatro modalidades: (i) Cédula Rural Pignoratícia; (ii) Cédula Rural Hipotecária; (iii) Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária; e (iv) Nota de Crédito Rural – incluindo a Nota Promissória Rural e a Duplicata Rural.

A *Cédula de Crédito Rural*, regulada pelo Decreto-Lei nº 167/1967 e, subsidiariamente, pelas normas previstas no Decreto nº 57.663/1966, que promulgou as Convenções para adoção de uma lei uniforme em matéria de letras de câmbio e notas promissórias – Lei Uniforme de Genebra sobre Letra de Câmbio e Nota Promissória (LUG)[11], tem por escopo principal atrelar a um título executivo extrajudicial os empréstimos concedidos pelos agentes envolvidos no SNCR (sejam eles instituições públicas ou privadas) ao produtor rural, podendo ser também utilizada nos casos de financiamentos concedidos pelas cooperativas rurais a seus associados ou às suas filiadas (art. 1º, parágrafo único, do Decreto-Lei nº 167/1967).

Trata-se de um título de crédito[12] emitido pelo produtor rural, na qualidade de devedor, que constitui uma promessa de pagamento em dinheiro, exigível pelo valor constante do título, acrescido de juros, comissão de fiscalização, se existente, e outras despesas relacionadas à

[11] Art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967: "Aplicam-se à cédula de crédito rural, à nota promissória rural e à duplicata rural, *no que forem cabíveis, as normas de direito cambial* [leia-se LUG], inclusive quanto a aval, dispensado porém o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas".

[12] O Decreto-Lei nº 167/1967 trata a Cédula de Crédito Rural como um título civil, o que é algo questionável, já que a atividade rural está, muitas vezes, compreendida no campo do Direito Comercial, notadamente quando se leva em conta que o Código Civil considera como empresária a atividade rural exercida profissionalmente com o intuito de lucro. É o que defende, por exemplo, Fran Martins (MARTINS, 2002, p. 212).

segurança, regularidade e efetivação do direito creditório do credor (art. 10 do Decreto-Lei nº 167/1967)[13].

A Cédula de Crédito Rural pode ser emitida nas seguintes modalidades: (i) Cédula Rural Pignoratícia; (ii) Cédula Rural Hipotecária; (iii) Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária; e (iv) Nota de Crédito Rural (sem qualquer garantia real, voltada apenas à formalização do financiamento, normalmente com garantia fidejussória).

É fundamental ressaltar que, até 1º de outubro de 2019, não havia previsão no ordenamento jurídico nacional para a emissão de Cédula de Crédito Rural sob a forma escritural, mas apenas cartular, o que somente passou a ser admitido pela recente Medida Provisória nº 897/2019, doravante "MP 897", que entrou em vigor em 1º de outubro de 2019 e ficou conhecida como "MP do Agro". Referido normativo foi convertido na Lei nº 13.986/2020, em 07 de abril de 2020.

A Lei nº 13.986/2020 trouxe importantes disposições sobre a escrituração de títulos de crédito, matéria de extrema relevância e urgência rumo à modernização do direito cambial, pois, conforme manifestado pelos Ministros de Estado Paulo Guedes e Tereza Cristina, assim como pelo Presidente do Bacen Roberto Campos Neto, na Exposição de Motivos da MP 897:

> a evolução dos meios de comunicação levou a importantes mudanças nas formas de emissão e negociação de ativos financeiros e valores mobiliários que tornam necessárias alterações na legislação que determina, via de regra, a cartularidade dos títulos e a necessidade de assinatura formal de próprio punho do emissor[14].

A Lei nº 13.986/2020, por intermédio de seu art. 45[15], trouxe alterações ao Decreto-Lei nº 167/1967, que passou a prever que a Cédula de Crédito Rural poderá também ser emitida de

---

[13] Embora o art. 10 do Decreto-Lei nº 167/1967 contenha a previsão de que a Cédula de Crédito Rural é exigível pelo valor constante do título *ou do endosso*, é importante deixar claro não se tratar de endosso parcial, uma vez que as regras de direito cambiário o consideram nulo. A Cédula de Crédito Rural não foge às regras do direito cambiário, haja vista o art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967 determinar que se aplicam à Cédula de Crédito Rural, no que forem cabíveis, as normas do direito cambial. Dessa forma, ao mencionar ser o título exigível pelo valor constante do endosso, o referido art. 10 estaria lidando, na realidade, com a situação de amortização do valor devido pelo devedor, que teria efetuado parte do pagamento da dívida. Nesse contexto, o credor estaria transferindo por meio do endosso o crédito remanescente. Assim, a expressão "valor do endosso" não pode significar que tenha havido endosso parcial, algo considerado nulo pelas regras cambiais, mas sim que ocorrera a transferência do valor remanescente do crédito.

[14] Exposição de Motivos Interministerial (EMI) nº 00240/2019 ME BACEN MAPA. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-897-19.pdf. Acesso em: 20 out. 2019. Corroborando com a afirmação de que o tema é de extrema de relevância e urgência, tem-se que a própria Constituição Federal, em seu art. 62, somente admite a adoção de medidas provisórias pelo Presidente da República em "caso de relevância e urgência".

[15] Art. 45 da Lei nº 13.986/2020: "O Decreto-Lei nº 167, de 14 de fevereiro de 1967, passa a vigorar com as seguintes alterações: 'Art. 10. A cédula de crédito rural é título civil, líquido e certo, transferível e de livre negociação, exigível pelo seu valor ou pelo valor de seu endosso, além dos juros, da comissão de fiscalização, se

maneira escritural, em sistema eletrônico de escrituração mantido em entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração eletrônica.

Serão registrados no referido sistema eletrônico de escrituração: (i) a emissão do título, com seus requisitos essenciais; (ii) endossos; (iii) forma de pagamento ajustada no título; (iv) aditamentos, ratificações e retificações; (v) inclusão de notificações, cláusulas contratuais e informações e declarações que digam respeito à Cédula de Crédito Rural; (vi) as ocorrências de pagamento, se houver. A entidade responsável pelo sistema em questão, mediante solicitação do titular da Cédula de Crédito Rural, expedirá certidão de inteiro teor do título, inclusive para a finalidade de protesto e de execução judicial. O Bacen poderá regulamentar a emissão, negociação e liquidação da Cédula de Crédito Rural emitida de maneira escritural.

Diferentemente da Cédula de Crédito Rural, que nada mais é que um título representativo da constituição de uma dívida pelo produtor rural, a Nota Promissória Rural e a Duplicata Rural relacionam-se à compra e venda de produtos agropastoris, pelo produtor rural ou cooperativas de produtores rurais.

A *Nota Promissória Rural*, regulada também pelo Decreto-Lei nº 167/1967 e, subsidiariamente, pela LUG, é um título de crédito consistente em promessa de pagamento que serve: (i) para operações de venda a prazo de produtos agropecuários, realizadas diretamente por produtores rurais ou suas cooperativas, sendo emitida, então, a Nota Promissória Rural pelo

---

houver, e das demais despesas feitas pelo credor para a segurança, a regularidade e a realização de seu direito creditório .....' (NR)

'Art. 10-A. A cédula de crédito rural poderá ser emitida sob a forma escritural em sistema eletrônico de escrituração. § 1º O sistema eletrônico de escrituração de que trata o *caput* deste artigo será mantido em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil a exercer a atividade de escrituração. § 2º Compete ao Banco Central do Brasil: I - estabelecer as condições para o exercício da atividade de escrituração de que trata o § 1º deste artigo; e II - autorizar e supervisionar o exercício da atividade prevista no inciso I deste parágrafo. § 3º A autorização de que trata o inciso II do § 2º deste artigo poderá, a critério do Banco Central do Brasil, ser concedida por segmento, por espécie ou por grupos de entidades que atendam a critérios específicos, dispensada a autorização individualizada. § 4º As infrações às normas legais e regulamentares que regem a atividade de escrituração eletrônica sujeitam a entidade responsável pelo sistema eletrônico de escrituração, os seus administradores e os membros de seus órgãos estatutários ou contratuais ao disposto na Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017'. 'Art. 10-B. A entidade responsável pelo sistema eletrônico de escrituração de que trata o art. 10-A deste Decreto-Lei expedirá, mediante solicitação, certidão de inteiro teor do título, inclusive para fins de protesto e de execução judicial. Parágrafo único. A certidão de que trata o *caput* deste artigo poderá ser emitida na forma eletrônica, observados os requisitos de segurança que garantam a autenticidade e a integridade do documento'. 'Art. 10-C. O Banco Central do Brasil poderá regulamentar aspectos relativos à emissão, à negociação e à liquidação da cédula de crédito rural emitida sob a forma escritural'. 'Art. 10-D. O sistema eletrônico de escrituração de que trata o *caput* do art. 10-A deste Decreto-Lei fará constar: I - os requisitos essenciais do título; II - o endosso e a respectiva cadeia de endossos, se houver; III - a forma de pagamento ajustada no título; IV - os aditamentos, as ratificações e as retificações de que trata o art. 12 deste Decreto-Lei; V - a inclusão de notificações, de cláusulas contratuais, de informações ou de outras declarações referentes à cédula de crédito rural; e VI - as ocorrências de pagamento, se houver. Parágrafo único. Na hipótese de serem constituídos garantias e quaisquer outros gravames e ônus, tais ocorrências serão informadas no sistema de que trata o art. 10-A deste Decreto-Lei".

comprador, em favor do produtor rural ou de sua cooperativa; (ii) para os casos em que as cooperativas recebam, para posterior venda, os produtos agropecuários de seus cooperados, emitindo, assim, a Nota Promissória Rural em favor destes; (iii) para os casos em que as próprias cooperativas fornecem bens de produção ou de consumo aos seus cooperados, sendo emitida, então, pelos cooperados, a Nota Promissória Rural em favor das cooperativas.

Antes da MP 897 também não havia previsão no ordenamento jurídico nacional para a emissão de Nota Promissória Rural sob a forma escritural, o que somente passou a ser admitido quando da inclusão, pela MP 897 e, finalmente, pela Lei nº 13.986/2020, dos § 1º e 2º ao art. 42 do Decreto-Lei nº 167/1967[16], os quais preveem que a Nota Promissória Rural poderá ser emitida de maneira escritural, por meio do lançamento em sistema eletrônico de escrituração, observadas, no que forem cabíveis, as regras previstas para a emissão da Cédula de Crédito Rural sob a forma escritural, como visto acima.

Já a *Duplicata Rural*, regulada também pelo Decreto-Lei nº 167/1967 e, subsidiariamente, pela LUG (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/67), é um título de crédito usado para a formalização da venda a prazo de bens agropecuários, quando efetuada diretamente pelo produtor rural (ou sua cooperativa), que emitirá o título na condição de sacador, figurando o comprador dos bens agropecuários como sacado ou aceitante.

A MP 897 e, finalmente, a Lei nº 13.986/2020, trouxeram para o ordenamento jurídico brasileiro a possibilidade de emissão de duplicata rural sob a forma escritural[17], de modo que o título poderá ser emitido por meio do lançamento em sistema eletrônico de escrituração, observadas, no que forem cabíveis, as regras previstas para a emissão da Cédula de Crédito Rural sob a forma escritural, como visto acima. Ressalta-se que a Lei nº 13.775/2018 já havia

---

[16] Art. 42 do Decreto-Lei nº 167/1967: "Nas vendas a prazo de bens de natureza agrícola, extrativa ou pastoril, quando efetuadas diretamente por produtores rurais ou por suas cooperativas; nos recebimentos, pelas cooperativas, de produtos da mesma natureza entregues pelos seus cooperados, e nas entregas de bens de produção ou de consumo, feitas pelas cooperativas aos seus associados poderá ser utilizada, como título de crédito, a nota promissória rural, nos têrmos deste Decreto-lei. § 1º A nota promissória rural emitida pelas cooperativas de produção agropecuária em favor de seus cooperados, ao receberem produtos entregues por eles, constitui promessa de pagamento representativa de adiantamento por conta do preço dos produtos recebidos para venda (Redação dada pela Lei nº 13.986, de 2020). § 2º A nota promissória rural poderá ser emitida sob a forma escritural, mediante lançamento em sistema eletrônico de escrituração, observado, no que couber, o disposto nos arts. 10-A, 10-B, 10-C e 10-D deste Decreto-Lei (Incluído pela Lei nº 13.986, de 2020)".

[17] Art. 46 do Decreto-Lei nº 167/1967: "Nas vendas a prazo de quaisquer bens de natureza agrícola, extrativa ou pastoril, quando efetuadas diretamente por produtores rurais ou por suas cooperativas, poderá ser utilizada também, como título do crédito, a duplicata rural, nos têrmos dêste Decreto-lei. Parágrafo único. A duplicata rural poderá ser emitida sob a forma escritural, mediante lançamento em sistema eletrônico de escrituração, observado, no que couber, o disposto nos arts. 10-A, 10-B, 10-C e 10-D deste Decreto-Lei (Incluído pela Lei nº 13.986, de 2020)".

autorizado a emissão de duplicatas de compra e venda e de prestação de serviços sob a forma escritural.

Os supracitados títulos de crédito disciplinados pelo Decreto-Lei nº 167/1967 – quais sejam, a Cédula de Crédito Rural, a Nota Promissória Rural e a Duplicata Rural – *não* trouxeram grandes mudanças no que tange ao financiamento privado do agronegócio, já que serviram, precipuamente, para dar segurança à cobrança judicial dos empréstimos concedidos pelos próprios participantes do SNCR aos produtores rurais (no caso da Cédula de Crédito Rural), ou para assegurar o recebimento de valores devidos aos produtores rurais, ou às suas cooperativas, em razão de vendas a prazo de produtos agropecuários (Nota Promissória Rural e Duplicata Rural).

No trecho a seguir reproduzido, de autoria de Waldírio Bulgarelli, fica bem claro o caráter limitado de tais títulos de crédito, porque eles:

> estão jungidos a certos tipos de operações (mútuo, abertura de crédito, compra e venda, entrega da produção, recebimento de insumos), presos subjetivamente aos que produzem (produtores rurais e suas cooperativas, compreendidos, aí, tanto proprietários, como meeiros e arrendatários) e aos que atuam no financiamento rural (instituições financeiras ligadas ao sistema do crédito rural), ligados a determinados produtos (de natureza rural, compreendendo agrícolas propriamente ditos, pecuários, extrativos, pesca etc.) e com circulação reduzida, pois no caso das cédulas de crédito rural emitidas por produtores rurais ou suas cooperativas a favor de instituições financeiras, estas expressamente autorizadas a atuar em crédito rural, principalmente oficiais, como o Banco do Brasil e o Banco Nacional de Crédito Cooperativo, não transacionam com tais títulos, a não ser pelo redesconto (BULGARELLI, 2011, p. 71).

Tendo em vista o caráter limitado dos títulos de crédito do agronegócio existentes até então, o Estado passou, a partir da década de 1990, a desenvolver *novos* títulos de crédito voltados ao financiamento do agronegócio, priorizando a participação de entes privados e a maior circulação do crédito.

Nesse contexto, através da Lei nº 8.929/1994, foi criada a *Cédula de Produto Rural (CPR)*, título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos rurais na quantidade e qualidade nele previsto, emitido pelo produtor rural, seja ele pessoa natural ou jurídica, pelas cooperativas agropecuárias e associações de produtores rurais, podendo contar ou não com garantia constituída sob a forma de hipoteca, penhor ou alienação fiduciária.

A CPR, que pode ser transferível por endosso em preto ou em branco[18], permite a venda antecipada da produção rural e o recebimento do valor à vista pelo produtor rural, proporcionando-lhe crédito e proteção contra a variação de preços, pois emitida sob um preço determinado. Por meio deste título, o emitente (produtor rural, sua cooperativa ou associação de produtores rurais) obriga-se a entregar, ao adquirente do título, o produto agropecuário indicado, na qualidade, quantidade, local e data convencionados, não podendo invocar caso fortuito ou força maior para se exonerar da obrigação.

A CPR tem o propósito, portanto, de proporcionar crédito ao produtor rural, já que este receberá valores em razão da venda de produtos agropecuários que, muitas vezes, sequer existem à época da emissão do título. Trata-se de uma antecipação de capital para o produtor rural.

Atualmente, nos termos do art. 3º-A da Lei nº 8.929/1994, incluído pela Lei nº 13.986/2020, a CPR pode ser emitida sob a forma cartular ou escritural. Quando escritural, sua emissão se dará mediante o lançamento em sistema eletrônico de escrituração administrado por entidade autorizada pelo Bacen a exercer referida atividade. A CPR que for emitida sob a forma cartular, enquanto permanecer depositada em depositário central[19], assumirá a forma escritural e os negócios ocorridos durante esse período não serão transcritos no verso do título, cabendo ao sistema eletrônico de escrituração o controle de sua titularidade.

É admissível a negociação da CPR em mercados regulamentados de bolsas e de balcão, caso em que será considerada ativo financeiro e deverá ser registrada ou depositada em entidade autorizada pelo Bacen a exercer atividade de depósito centralizado ou de registro de ativos financeiros (art. 3º-D da Lei nº 8.929/1994, incluído pela Lei nº 13.986/2020).

---

[18] Até 07 de abril de 2020, data em que a MP 897 foi convertida na Lei nº 13.986/2020, eram aplicáveis à CPR as normas de direito cambial, com as seguintes ressalvas: (i) somente se admitia o endosso completo (em preto); (ii) os endossantes não se responsabilizavam pela entrega do produto, mas apenas pela existência da obrigação; e (iii) era dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra avalistas (art. 10, incisos I a III, da Lei nº 8.929/1994, revogados pela Lei nº 13.986/2020). Com a promulgação da Lei nº 13.986/2020, as referidas ressalvas deixaram de ser aplicáveis à CPR, passando a ser admitido tanto o endosso em preto do título quanto o endosso em branco (art. 10, *caput,* da Lei nº 8.929/1994 c/c art. 13 da LUG), e o endossante, salvo cláusula em contrário, é garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).

[19] A Lei nº 12.810/2013 esclarece o papel dos depositários centrais: Art. 23 da Lei nº 12.810/2013: "O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos. Parágrafo único. As entidades referidas no caput são responsáveis pela integridade dos sistemas por elas mantidos e dos registros correspondentes aos ativos financeiros e valores mobiliários sob sua guarda centralizada".

De modo a atrair mais investidores interessados na aquisição de CPRs, foi autorizada, em 2001, através da Lei nº 10.200/2001, a liquidação financeira da CPR, permitindo-se, assim, a liquidação do título através de pagamento em dinheiro (ao invés de pagamento em produtos). Essa modalidade de CPR, diferentemente da CPR física tradicional, é denominada Cédula de Produto Rural com Liquidação Financeira (ou, simplesmente, CPR Financeira).

Ocorre que, mesmo com a utilização da CPR, o setor agropecuário continuava carente de recursos para o seu custeio e desenvolvimento, não tendo o Estado condições de suprir essa necessidade. Rubia Carneiro Neves ressalta que, "diante da impossibilidade econômica e financeira de o Estado continuar a fornecer uma grande quantidade de crédito subsidiado para o agronegócio, observou-se a mudança de postura, em que passa a assumir a postura de Estado regulador", concebendo instrumentos para que o setor privado viabilizasse o tão necessário financiamento do agronegócio, tendo sido criados, assim, novos títulos de crédito para atender a essa finalidade (NEVES, 2011, p. 209).

Nesse contexto, a insuficiência de recursos para o custeio do agronegócio resultou na edição da Lei nº 11.076/2004, que criou cinco novos títulos de crédito rural, quais sejam, (i) Certificado de Depósito Agropecuário (CDA); (ii) *Warrant* Agropecuário (WA); (iii) Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA); (iv) Letra de Crédito do Agronegócio (LCA); e (v) Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA).

O *Certificado de Depósito Agropecuário (CDA)*[20] é um título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus subprodutos, derivados e seus resíduos de valor econômico, depositados de acordo com o sistema de armazenagem de produtos agropecuários disciplinado pela Lei nº 9.973/2000[21]. É sempre emitido pelo depositário (armazém), a pedido do depositante (produtor rural), e em conjunto com o *Warrant* Agropecuário (WA), e confere direito de propriedade sobre a mercadoria depositada.

O *Warrant Agropecuário (WA)*, por sua vez, é título de crédito representativo de promessa de pagamento em dinheiro, que atribui ao seu titular o direito de penhor sobre o CDA correspondente, bem como sobre o produto nele indicado (art. 1º, §2º, da Lei nº 11.076/2004).

---

[20] Esse título difere do Conhecimento de Depósito e do *Warrant*, previstos no Decreto nº 1.102/1903, que são títulos armazeneiros emitidos pelos armazéns gerais, ao passo em que o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA) e o *Warrant* Agropecuário (WA) estão relacionados especificamente aos armazéns de agronegócio, ou seja, somente esses títulos podem representar produtos agropecuários armazenados. Outra diferença é que, ao contrário dos títulos armazeneiros gerais, apenas o CDA e o WA podem ser negociados no mercado de capitais.

[21] Art. 1º, § 1º da Lei nº 11.076/2004.

Embora possam ser negociados separadamente, por meio de endosso, o CDA e o WA são sempre emitidos conjuntamente, haja vista que o primeiro representa uma promessa de entrega de produtos e o segundo uma promessa de pagamento em dinheiro, garantida por essa mesma mercadoria.

O depositário (armazém) é o responsável pela regularidade e correção das informações lançadas no CDA e no WA, pela guarda, conservação e manutenção do produto recebido em depósito, assim como pela entrega do produto ao credor, nos termos previstos nos referidos títulos.

Quando endossados conjuntamente, os títulos concedem ao seu titular a plena propriedade da mercadoria depositada, podendo dela dispor com toda a liberdade. Somente quando ambos os títulos estiverem em nome do mesmo credor é que a retirada das mercadorias depositadas no armazém poderá ocorrer livremente.

Se o CDA for endossado separadamente ao WA, o seu credor somente poderá retirar os produtos do armazém se consignar em dinheiro, perante a instituição custodiante, o valor do principal e dos juros devidos até a data de vencimento do WA, o que seria equivalente ao pagamento da dívida. Quando o WA for endossado separadamente ao CDA, o seu titular terá apenas o direito real de penhor sobre a mercadoria nele descrita.

Nos termos do art. 3º da Lei nº 11.076/2004, com a sua redação dada pela Lei nº 13.986/2020, o CDA e o WA poderão ser emitidos sob a forma escritural – através do lançamento em sistema eletrônico de escrituração administrado por entidade autorizada pelo Bacen a exercer esse tipo de atividade de escrituração – ou sob a forma cartular.

Quando negociados nos mercados de bolsa e de balcão, o CDA e o WA assumem a forma de ativos financeiros e, para fins de negociação, devem ser obrigatoriamente depositados em depositário central autorizado pelo Bacen, no prazo de até 30 (trinta) dias, contado da data de emissão dos títulos, sob pena de caducarem. Quando emitidos sob a forma cartular, antes ser efetuado seu depósito em depositário central, os títulos devem ser entregues previamente a uma instituição custodiante, através de endosso-mandato (art. 15 da Lei nº 11.076/2004, com sua redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

No referido depósito centralizado, deve constar o respectivo número de controle do título, que deve ser idêntico para cada conjunto de CDA e WA. Se estes títulos não forem depositados em depositário central dentro do prazo de 30 (trinta) dias, o depositante deverá requerer ao depositário o cancelamento do CDA e do WA e sua substituição por novos títulos, ou por recibo de depósito, em seu nome (art. 15, § 3º, da Lei nº 11.076/2004).

Importante esclarecer que, conforme definições previstas no art. 4º da Lei nº 11.076/2004, o depositante, nesse caso, será o próprio produtor rural, ou seja, a pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos rurais entregues a um depositário (armazém) para guarda e conservação. Dessa forma, quando a Lei nº 11.076/2004 se referir à palavra "depositante", deve-se entender que se trata do produtor rural que deposita as mercadorias no armazém, sendo o "depositário" o próprio armazém que recebe os produtos rurais e emite o CDA e o WA.

Por outro lado, quando a referida lei mencionar "depositário central", a conotação dada a esta expressão deverá ter sentido distinto daquele conferido à simples palavra "depositário". Isso porque, depositário central seria a entidade autorizada pela CVM ou pelo Bacen, conforme as suas competências, a exercer a atividade de depósito centralizado de valores mobiliários e de ativos financeiros, isto é, a atividade de guarda centralizada de valores mobiliários e de ativos financeiros, fungíveis e infungíveis, bem como o controle de sua titularidade e o tratamento de seus eventos (art. 23 da Lei nº 12.810/2013).

Os valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, são transferidos para o depositário central, sob o regime de titularidade fiduciária, para fins do depósito centralizado, e o depositário central se responsabiliza pela integridade dos sistemas por ele mantidos e dos registros correspondentes aos valores mobiliários e ativos financeiros sob sua guarda centralizada (art. 23, parágrafo único, e art. 24 da Lei nº 12.810/2013).

O CDA e o WA, portanto, podem ser cartulares ou escriturais quando de sua emissão. A negociação propriamente dita desses títulos, por sua vez, é escritural, de modo que todas as transferências dar-se-ão de forma eletrônica, ficando o depositário central responsável pela manutenção e atualização dos lançamentos em meio eletrônico dos negócios realizados com o CDA e com o WA, unidos ou separados, durante todo o período em que estiverem depositados no depositário central (art. 17, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, com sua redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

Por serem escriturais no período em que estiverem depositados em depositário central, os negócios ocorridos com os CDA e WA, ainda que estes tenham sido emitidos sob a forma cartular, não serão transcritos no verso dos referidos títulos (art. 19 da Lei nº 11.076/2004, com sua redação dada pela Lei nº 13.986/2020). Quando ocorrer a baixa do depósito do CDA e do WA no depositário central, a instituição custodiante os transferirá ao seu atual credor, e os títulos assumirão a forma cartular, para fins de liquidação perante o emitente (art. 15, § 2º, da Lei nº 11.076/2004, com sua redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

No que forem cabíveis, aplicam-se as normas da LUG ao CDA e ao WA, com a peculiaridade de que os endossos devem ser completos, os endossantes não respondem pela entrega da mercadoria, mas apenas pela existência da obrigação, sendo dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas[22].

Os demais títulos criados pela Lei nº 11.076/2004, quais sejam, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), têm por lastro direitos creditórios detidos por seu emitente, os quais são originados de negócios celebrados entre o produtor rural (ou suas cooperativas) e terceiros, incluindo empréstimos ou financiamentos, ligados à produção, beneficiamento, industrialização ou comercialização de produtos ou insumos agropecuários, implementos ou máquinas utilizados nas atividades agropastoris (art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004). Referidos títulos teriam, portanto, lastro em recebíveis relacionados ao agronegócio, fruto da negociação entre os agentes que fazem parte da cadeia do agronegócio. Veja-se, a seguir, as características de cada um desses títulos.

O *Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA)* é um título de crédito nominativo, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, de livre negociação, emitido exclusivamente por cooperativas agropecuárias e demais pessoas jurídicas que desenvolvem atividades de comercialização, industrialização ou beneficiamento de produtos, insumos, máquinas e implementos agrícolas, pecuários, florestais, aquícolas e extrativos (art. 24, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020) .

O CDCA pode ser emitido sob a forma escritural, caso em que será, nos termos do art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020,registrado em entidade autorizada a exercer a atividade de registro de valores mobiliários e de ativos financeiros, ou, caso seja negociado em mercados organizados de valores mobiliários (art. 3º, da Instrução CVM nº 541/2013), será depositado em entidade autorizada a exercer a atividade de depósito centralizado de valores mobiliários e de ativos financeiros.

A emissão escritural do CDCA poderá, nos termos do art. 35-A da Lei nº 11.076/2004 (com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020), ser feita por meio do lançamento em sistema

[22] Art. 2º da Lei nº 11.076/2004: "Aplicam-se ao CDA e ao WA as normas de direito cambial no que forem cabíveis e o seguinte: I - os endossos devem ser completos; II - os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão-somente, pela existência da obrigação; III - é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas".

eletrônico de escrituração gerido por entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração.

Os direitos creditórios do agronegócio vinculados ao CDCA devem estar registrados ou depositados em entidade autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ou pelo Bacen a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de valores mobiliários e de ativos financeiros, e seus respectivos documentos custodiados em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia de valores mobiliários (art. 25, § 1º da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

Caberá à instituição custodiante não apenas a guarda da documentação que demonstre a regular constituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA, mas também a liquidação física e financeira destes direitos custodiados. Para tanto, a instituição estará munida de poderes para atuar como mandatária do emitente, podendo efetuar a cobrança e recebimento por conta e ordem dele.

No que forem cabíveis, aplicam-se as normas da LUG ao CDCA, com as peculiaridades de que: (i) os endossos devem ser completos; (ii) é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas (art. 44 da Lei nº 11.076/2004).

Já a *Letra de Crédito do Agronegócio (LCA)* é um título de crédito nominativo, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, de livre negociação, que somente pode ser emitido por instituições financeiras, públicas ou privadas.

A LCA pode ser emitida sob a forma escritural, caso em que será, nos termos do art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020,registrada em entidade autorizada a exercer a atividade de registro de valores mobiliários e de ativos financeiros, ou, caso seja negociada em mercados organizados de valores mobiliários (art. 3º, da Instrução CVM nº 541/2013), será depositada em entidade autorizada a exercer a atividade de depósito centralizado de valores mobiliários e de ativos financeiros.

A LCA tem por lastro direitos creditórios do agronegócio, os quais devem estar também registrados ou depositados em entidade autorizada pela CVM ou pelo Bacen a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de valores mobiliários e de ativos financeiros. Seus respectivos documentos poderão ser custodiados em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia de valores mobiliários (art. 27, § 1º, II, da Lei nº 11.076/2004, com sua redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

No que forem cabíveis, aplicam-se as normas da LUG à LCA, com as peculiaridades de que: (i) os endossos devem ser completos; (ii) é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas (art. 44 da Lei nº 11.076/2004).

Por fim, o *Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA)* é um título de crédito exclusivamente escritural, emitido por companhia securitizadora de direitos creditórios, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, também lastreado em direitos creditórios do agronegócio (art. 36 da Lei nº 11.076/2004).

Pelo fato de ser o CRA tema da presente dissertação, ele será melhor e individualmente explorado nos tópicos seguintes.

Antes, contudo, entende-se oportuno apresentar um quadro comparativo entre cada um dos títulos do agronegócio até então abordados, bem como citar um comentário de Renato Buranello e Écio Perin Júnior, que sintetizam o papel da CPR, CDA, WA, CDCA, LCA e do CRA:

> [...] podemos dizer que os novos títulos do agronegócio vieram para englobar, de fato, toda a cadeia agroindustrial, e que cada um deles tem uma função específica dentro desse segmento econômico, ou seja, a CPR ligada diretamente à produção; o CDA/WA diretamente ligado ao armazenamento e comercialização dos produtos agropecuários, e os demais títulos (CDCA, LCA e CRA) ligados ao financiamento de todas as atividades sobrepostas e inter-relacionadas de uma cadeia agroindustrial. Portanto, podemos afirmar que o CDCA, a LCA e o CRA são títulos vinculados aos direitos creditórios originários de negócios realizados por produtores rurais, cooperativas agrícolas e demais agentes da cadeia agroindustrial, nas operações relacionadas com produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, bem como de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, inclusive financiamentos ou empréstimos relativos a essas atividades conexas, conforme melhor interpretação do parágrafo único do artigo 23 da Lei nº 11.076. (PERIN JÚNIOR; BURANELLO, 2011, p. 61-62).

No quadro abaixo, é possível verificar as características principais de cada um dos títulos de crédito do agronegócio:

Figura 2: Quadro comparativo entre os títulos de crédito do agronegócio.

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
Legislação	Decreto-Lei nº 167/1967	Decreto-Lei nº 167/1967	Decreto-Lei nº 167/1967	Lei nº 8.929/1994	Lei nº 11.076/2004	Lei nº 11.076/2004	Lei nº 11.076/2004	Lei nº 11.076/2004
Normas de Direito Cambial aplicáveis ao título	Normas previstas no próprio Decreto-Lei nº 167/1967 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967).	Normas previstas no próprio Decreto-Lei nº 167/1967 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967).	Normas previstas no próprio Decreto-Lei nº 167/1967 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967).	Normas previstas na própria Lei nº 8.929/1994 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 10, *caput,* da Lei nº 8.929/1994).	Normas previstas na própria Lei nº 11.076/2004 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 2º da Lei nº 11.076/2004).	Normas previstas na própria Lei nº 11.076/2004 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 44 da Lei nº 11.076/2004).	Normas previstas na própria Lei nº 11.076/2004 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 44 da Lei nº 11.076/2004).	Normas previstas na própria Lei nº 11.076/2004 e, subsidiariamente, as normas previstas na LUG (art. 44 da Lei nº 11.076/2004).
Endosso	É admitido o endosso em preto, assim como o endosso em branco (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967 c/c art. 13 da LUG). O endossante, salvo cláusula em contrário, é	É admitido o endosso em preto, assim como o endosso em branco (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967 c/c art. 13 da LUG). O endossante, salvo cláusula em contrário, é	É admitido o endosso em preto, assim como o endosso em branco (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967 c/c art. 13 da LUG). O endossante, salvo cláusula em contrário, é	É admitido o endosso em preto, assim como o endosso em branco (art. 10, da Lei nº 8.929/1994, alterado pela Lei nº 13.986/2020, c/c art. 13 da LUG). O endossante,	Somente se admite o endosso em preto (art. 2º, I, da Lei nº 11.076/2004) e o endossante, salvo cláusula em contrário, é garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).	Somente se se admite o endosso em preto (art. 44, I, da Lei nº 11.076/2004) e o endossante, salvo cláusula em contrário, é garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).	Somente se admite o endosso em preto (art. 44, I, da Lei nº 11.076/2004) e o endossante, salvo cláusula em contrário, é garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).	Somente se admite o endosso em preto (art. 44, I, da Lei nº 11.076/2004) e o endossante, salvo cláusula em contrário, é garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
	garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).	garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).	garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).	salvo cláusula em contrário, é garantidor do pagamento do título (art. 15 da LUG).				
Protesto	É dispensável o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967).	É dispensável o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967).	É dispensável o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 60 do Decreto-Lei nº 167/1967).	É necessário o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 3º-B, §2º, I, c/c art. 10, da Lei nº 8.929/1994, ambos com nova redação dada pela Lei nº 13.986/2020).	É dispensável o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 2º, III, da Lei nº 11.076/2004).	É dispensável o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 44, II, da Lei nº 11.076/2004).	É dispensável o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 44, II, da Lei nº 11.076/2004).	É dispensável o protesto para assegurar o direito de regresso contra endossantes e seus avalistas (art. 44, II, da Lei nº 11.076/2004).
Emitente	Produtor rural (art. 1º do Decreto-Lei nº 167/1967)	1) Adquirentes de produtos rurais fornecidos pelo produtor rural ou suas cooperativas;	Produtor rural ou suas cooperativas (art. 46 do Decreto-Lei nº 167/1967)	Produtores rurais, associações de produtores rurais, ou cooperativas	Armazém do agronegócio, a pedido do depositante (art. 6º c/c art. 4º da	Cooperativas agropecuárias e outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de	Companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio (art.	Instituições financeiras, aí incluídas as cooperativas de crédito, instituições de

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
		2) cooperativas de produtores rurais, na hipótese de aquisição de produtos rurais fornecidos pelo produtor rural para estas cooperativas; ou 3) produtores rurais cooperados, na hipótese de receberem produtos rurais das cooperativas (art. 42 do Decreto-Lei nº 167/1967).		agropecuárias (art. 2º da Lei nº 8.929/1994, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020)	Lei nº 11.076/2004)	comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos agrícolas, pecuários, florestais, aquícolas e extrativos (art. 24, § 1º da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).	36 da Lei nº 11.076/2004)	investimento e fomento (art. 26, parágrafo único, da Lei nº 11.076/2004).

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
Garantias	Pode ser garantida por penhor – Cédula Rural Pignoratícia (art. 14, V, do Decreto-Lei nº 167/1967), por hipoteca – Cédula Rural Hipotecária (art. 20, V, do Decreto-Lei nº 167/1967), por penhor e hipoteca – Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária (art. 25, V e VI do Decreto-Lei nº 167/1967), ou por garantia fidejussória (Nota de Crédito Rural). Pode ser, ainda, garantida por aval (art. 60,	É garantida pelos próprios bens enumerados no título, ou outros da mesma espécie, qualidade e quantidade, pertencentes ao emitente ou a terceiros (art. 44, parágrafo único, do Decreto-Lei nº 167/1967). Pode, ainda, ser garantida por aval dado pelas pessoas físicas participantes da empresa emitente, pela empresa emitente, ou por outras pessoas jurídicas (art. 60, § 2º do Decreto-Lei nº 167/1967). Não podem ser	Pode ser garantida por aval dado pelas pessoas físicas participantes da empresa emitente, pela empresa emitente, ou por outras pessoas jurídicas (art. 60, § 2º do Decreto-Lei nº 167/1967). Não podem ser convencionadas diferentes formas de garantia, reais ou pessoais, salvo quando prestadas pelas pessoas físicas participantes da empresa emitente, pela empresa emitente, ou por outras pessoas	Pode ser garantida por hipoteca (art. 6º da, Lei nº 8.929/1994), penhor (art. 7º, da Lei nº 8.929/1994), alienação fiduciária de bens ou direitos do emitente, ou de terceiros (art. 8º, da Lei nº 8.929/1994), bem como por quaisquer tipos de garantia previstos na legislação, nos termos das normas que as disciplinam, salvo na hipótese de conflito, caso em que prevalecerá a Lei nº 8.929/1994 (art. 5º da Lei nº	Penhor legal sobre o CDA correspondente e sobre o produto nele descrito (art. 1º, § 2º da Lei nº 11.076/2004). Pode, ainda, contar com aval (art. 2º, III, da Lei nº 11.076/2004) e outras formas de garantia oferecidas pelo depositário, quando for o caso (art. 5º, XIV, da Lei nº 11.076/2004).	Penhor legal, e independente de convenção, sobre os direitos creditórios do agronegócio de propriedade do seu emitente (art. 32 da Lei nº 11.076/2004). Pode, ainda, contar com aval (art. 44, II, da Lei nº 11.076/2004) e quaisquer outras garantias adicionais previstas na legislação e livremente negociadas entre as partes, podendo ser constituídas no próprio título ou em documento à parte (art. 33 da Lei nº	Pode ser garantido por aval (art. 44, II, da Lei nº 11.076/2004) e/ou outras diferentes formas de garantia que forem convencionadas (art. 40, IV, da Lei nº 11.076/2004).	Penhor legal, e independente de convenção, sobre os direitos creditórios do agronegócio de propriedade do seu emitente (art. 32 da Lei nº 11.076/2004). Pode, ainda, contar com aval (art. 44, II, da Lei nº 11.076/2004) e quaisquer outras garantias adicionais previstas na legislação e, livremente negociadas entre as partes, podendo ser constituídas no próprio título ou em documento à parte (art. 33 da Lei nº

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
	do Decreto-Lei nº 167/1967).	convencionadas diferentes formas de garantia, salvo quando prestadas pelas pessoas físicas participantes da empresa emitente, pela empresa emitente, ou por outras pessoas jurídicas (art. 60, § 3º do Decreto-Lei nº 167/1967).	jurídicas (art. 60, § 3º do Decreto-Lei nº 167/1967).	8.929/1994, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).		11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).		11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). A LCA é garantida, ainda, pelo FGC.
Registro	Atualmente, para ter eficácia contra terceiros, não mais se faz necessária a inscrição da Cédula de Crédito Rural em Cartório de Registro de Imóveis,	Atualmente, independe de registro em repartição fazendária (art. 1º do Decreto-Lei nº 1.700/1979). Caso seja emitida sob a forma escritural,	O vendedor deve fazer a escrituração da duplicata rural no Livro de Registro de Duplicatas (art. 19 da Lei nº 5.474/1968). Caso seja emitida sob a	Para ter eficácia contra terceiros, a CPR, que anteriormente à Lei nº 13.986/2020 dependia de inscrição no Cartório de Registro de Imóveis do	Quando forem escriturais, para fins de negociação em mercado regulamentado, é obrigatório o depósito em depositário central autorizado pelo	Quando for escritural, é obrigatório o registro ou depósito em entidade autorizada a exercer a atividade de registro ou de depósito	É obrigatório o registro ou depósito em entidade autorizada a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de ativos	Quando for escritural, é obrigatório o registro ou depósito em entidade autorizada a exercer a atividade de registro ou de depósito

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
	conforme exigia o art. 30, do Decreto-Lei nº 167/1967, haja vista ter sido este revogado pela Lei nº 13.986/2020. Caso a Cédula de Crédito Rural seja emitida sob a forma escritural, ela deverá ser lançada em sistema eletrônico de escrituração mantido em entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração eletrônica (art. 10-A do Decreto-Lei nº 167/1967,	a Nota Promissória Rural deve ser lançada em sistema eletrônico de escrituração mantido em entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração eletrônica (art. 42, § 1º, do Decreto-Lei nº 167/1967, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	forma escritural, a Duplicata Rural deve ser lançada em sistema eletrônico de escrituração mantido em entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração eletrônica (art. 46, parágrafo único, do Decreto-Lei nº 167/1967, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	domicílio do emitente, a partir de 1º de janeiro de 2021, dependerá apenas de registro ou depósito em entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de registro ou depósito centralizado de ativos financeiros ou de valores mobiliários (art. 12, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). Em havendo, em garantia à CPR, a constituição de hipoteca, penhor rural ou alienação	Bacen (art. 15, da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). O título escritural deve também ser lançado em sistema eletrônico de escrituração administrado por entidade autorizada pelo Bacen a exercer esse tipo de atividade (art. 3º, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários (art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). A emissão escritural do CDCA poderá, alternativamente, ser efetuada mediante lançamento em sistema eletrônico de escrituração administrado por entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração (art. 35-A da Lei nº 11.076/2004,	financeiros e de valores mobiliários (art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). A emissão escritural do CRA poderá, alternativamente, ser efetuada mediante lançamento em sistema eletrônico de escrituração administrado por entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração (art. 35-A, da Lei nº 11.076/2004, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários (art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
	incluído pela Lei nº 13.986/2020).			fiduciária sobre bem imóvel, referidas garantias deverão ser registradas no cartório de registro de imóveis em que estiverem localizados os bens dados em garantia (art. 12, §1º, da Lei nº 8.929/1994, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). A validade e eficácia da CPR não dependem de registro em cartório, mas as garantias reais a ela vinculadas, para valer contra terceiros, ficam sujeitas à averbação no		incluído pela Lei nº 13.986/2020).		

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
				cartório de registro de imóveis onde estiverem localizados os bens dados em garantia (art. 12, §2º, da Lei nº 8.929/1994, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). Caso seja emitida sob a forma escritural, a CPR deverá ser lançada em sistema eletrônico de escrituração mantido em entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de escrituração eletrônica (art. 3º-A, da Lei nº 8.929/1994,				

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
				incluído pela Lei nº 13.986/2020). Deve necessariamente ser registrada ou depositada em entidade autorizada pelo Bacen a exercer a atividade de registro ou depósito centralizado de ativos financeiros, para que haja a sua negociação (art. 3º-D, da Lei nº 8.929/1994, incluído pela Lei nº 13.986/2020).				

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
Negociação	Não pode ser negociada em mercados de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros.	Não pode ser negociada em mercados de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros.	Não pode ser negociada em mercados de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros.	Pode ser negociada (seja em mercados de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros, ou em outro ambiente), desde que o título esteja depositado ou registrado em entidade autorizada a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários (art. 3º-D, da Lei nº 8.929/1994, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).	São negociados nos mercados de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros, caso em que serão considerados ativos financeiros, e poderão ser negociados em conjunto ou isoladamente (art. 16 da Lei nº 11.076/2004).	Pode ser negociado em mercados de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros (art. 43 da Lei nº 11.076/2004).	Pode ser negociado em mercados de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros (art. 43 da Lei nº 11.076/2004).	Pode ser negociada em mercado de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros (art. 43 da Lei nº 11.076/2004).

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
Remuneração	A cédula de crédito rural é exigível pelo seu valor ou pelo valor de seu endosso, além dos juros, da comissão de fiscalização, se houver, e das demais despesas feitas pelo credor para a segurança, a regularidade e a realização de seu direito creditório (art. 10, do Decreto-Lei nº 167/1967, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). Sobre as importâncias fornecidas pelo financiador, vencerão juros a taxas que o Conselho	Não há juros, sendo a soma a pagar em dinheiro correspondente ao preço dos produtos adquiridos ou recebidos, ou ao adiantamento por conta do preço dos produtos recebidos para venda (art. 43, V, do Decreto-Lei nº 167/1967).	Não há juros, sendo a soma a pagar em dinheiro correspondente ao preço dos produtos adquiridos (art. 48, V, do Decreto-Lei nº 167/1967).	O valor de resgate da CPR Financeira pode ser definido de maneira pré-fixada, no momento da emissão do título, ou pós-fixada, caso em que o preço de resgaste dependerá da cotação do produto no vencimento do título (art. 4º-A da Lei nº 8.929/1994, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).	A remuneração pode ser definida de maneira pré-fixada, no momento da emissão do título, ou pós-fixada.	A remuneração pode ser definida de maneira pré-fixada, no momento da emissão do título, ou pós-fixada.	A remuneração pode ser definida de maneira pré-fixada, no momento da emissão do título, ou pós-fixada.	A remuneração pode ser definida de maneira pré-fixada, no momento da emissão do título, ou pós-fixada.

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
	Monetário Nacional fixar, podendo haver a capitalização semestral (art. 5º do Decreto-Lei nº 167/1967).							
Tributação	Não há isenção de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) e Imposto de Renda (IR).	No caso de operação de comercialização, na modalidade de desconto de nota promissória rural, não incide IOF quando o título for emitido em decorrência de venda de produção própria (art. 8º, § 1º, do Decreto nº 6.306/ 2007). Não incidirá nenhuma tributação nas operações realizadas entre as cooperativas	No caso de operação de comercialização, na modalidade de desconto de duplicata rural, não incide IOF quando o título for emitido em decorrência de venda de produção própria (art. 8º, § 1º, do Decreto nº 6.306/ 2007).	Isenta de IR, tanto na fonte quanto na declaração de ajuste anual, no caso de remuneração recebida por pessoa física decorrente de CPR com liquidação financeira, desde que tenha sido negociada no mercado financeiro (art. 3º, V, da Lei nº 11.033/2004). Quando negociadas nos	Isenta de IR, tanto na fonte quanto na declaração de ajuste anual, no caso de remuneração recebida por pessoa física (art. 3º, IV, da Lei nº 11.033/2004). Estão isentos de IOF (art. 34, VI, do Decreto nº 6.306/2007 c/c art. 18 da Lei nº 11.076/2004).	Isenta de IR, tanto na fonte quanto na declaração de ajuste anual, no caso de remuneração recebida por pessoa física (art. 3º, IV, da Lei nº 11.033/2004). Está isento de IOF (art. 32, § 2º, V, do Decreto nº 6.306/2007).	Isenta de IR, tanto na fonte quanto na declaração de ajuste anual, no caso de remuneração recebida por pessoa física (art. 3º, IV, da Lei nº 11.033/2004). Está isenta de IOF (art. 32, § 2º, V, do Decreto nº 6.306/2007).	Isenta de IR, tanto na fonte quanto na declaração de ajuste anual, no caso de remuneração recebida por pessoa física (art. 3º, IV, da Lei nº 11.033/2004). Está isenta de IOF (art. 32, § 2º, V, do Decreto nº 6.306/2007).

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
		de produtores rurais e seus associados, e entre estes e aquelas, haja vista tratar-se de ato cooperativo, que não implica em operação de mercado, nem em contrato de compra e venda de mercadoria ou produto (art. 79 da Lei nº 5.764/1971).		mercados de bolsas e de balcão, são isentas de IOF (art. 3º-D, parágrafo único, da Lei nº 8.929/1994 c/c art. 34, III, do Decreto nº 6.306/ 2007).				
Suporte	A Cédula de Crédito Rural poderá ser emitida sob a forma escritural ou cartular (art. 10-A do Decreto-Lei nº 167/1967, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	A Nota Promissória Rural poderá ser emitida sob a forma escritural ou cartular (art. 42, §2º, do Decreto-Lei nº 167/1967, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	A Duplicata Rural poderá ser emitida sob a forma escritural ou cartular (art. 46, parágrafo único, do Decreto-Lei nº 167/1967, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	A CPR poderá ser emitida sob a forma escritural ou cartular. A CPR cartular será: (i) cartular antes do seu depósito no depositário central e após a sua baixa; (ii) escritural,	O CDA e o WA poderão ser emitidos sob a forma escritural ou cartular (art. 3º da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020). O CDA e o WA cartulares serão:	O CDCA poderá ser emitido sob a forma escritural ou cartular. Sendo escritural, deverá ser registrado ou depositado em entidade autorizada a exercer a atividade de	O CRA é emitido exclusivamente sob a forma escritural (art. 37, §1º, da Lei nº 11.076/2004), devendo ser registrado ou depositado em entidade autorizada a	A LCA poderá ser emitida sob a forma escritural ou cartular. Sendo escritural, deverá ser registrada ou depositada em entidade autorizada a exercer a atividade de

Título	Cédula de Crédito Rural	Nota Promissória Rural	Duplicata Rural	CPR	CDA/ WA	CDCA	CRA	LCA
				enquanto permanecer depositada em depositário central (art. 3º-A, incluído pela Lei nº 13.986/2020).	(i) cartulares antes do seu depósito no depositário central e após a sua baixa; (ii) escriturais, enquanto permanecerem depositados em depositário central (art. 3º, §2º, da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).	registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários (art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).	exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários (art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020.	registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários (art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

Fonte: autoria própria.

Examinados os títulos de crédito do agronegócio comparativamente[23], passa-se a abordar, com maior profundidade, o instituto do CRA.

1.2 O Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA)

O CRA é um título de crédito nominativo-escritural, emitido por companhia securitizadora, livremente negociável, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e lastreado em direitos creditórios do agronegócio (art. 36 da Lei nº 11.076/2004).

Por ser um título de crédito nominativo (art. 36 da Lei nº 11.076/2004), o nome do seu beneficiário deve constar expressamente no registro da companhia securitizadora emitente (art. 921 do Código Civil). Assim, ao contrário dos títulos ao portador, o CRA somente poderá ser pago ao titular nominado.

As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras, organizadas sob a forma de sociedades anônimas, que têm por objeto social a aquisição e securitização de direitos creditórios do agronegócio e a emissão de CRA no mercado financeiro e de capitais (art. 38 da Lei nº 11.076/2004).

O CRA pode ser distribuído publicamente no mercado de valores mobiliários, situação na qual será negociado em mercado organizado autorizado a funcionar pela CVM (art. 43 da Lei nº 11.076/2004), isto é, em espaço físico, ou sistema eletrônico, destinado à negociação ou ao registro de operações com valores mobiliários por um conjunto determinado de pessoas autorizadas a operá-lo, que atuam por conta própria ou de terceiros (art. 3º da Instrução CVM nº 461/2007). Os mercados organizados de valores mobiliários são as bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão organizados (art. 3º, §1º, da Instrução CVM nº 461/2007).

---

[23] Cumpre ressaltar que a recente Lei nº 13.986/2020 criou um novo título de crédito, qual seja, a Cédula Imobiliária Rural (CIR), título de crédito nominativo, transferível, de livre negociação (inclusive no mercado de bolsa ou de balcão), emitida por proprietário de imóvel rural, representativa de: (i) promessa de pagamento em dinheiro decorrente de operação de crédito de qualquer natureza; e (ii) obrigação de entregar, em favor do credor, bem imóvel rural, ou fração deste, vinculado ao patrimônio rural em afetação, e que seja garantia da referida operação de crédito, nas hipóteses em que não houver o pagamento da operação até a data do vencimento (art. 17, da Lei nº 13.986/2020). O patrimônio rural em afetação aqui mencionado, também instituído pela Lei nº 13.986/2020, consiste na segregação de bens para efeitos de garantia por parte do proprietário de imóvel rural, pessoa natural ou jurídica (art. 7º, da Lei nº 13.986/2020). Dessa forma, o proprietário de imóvel rural poderá separar do restante de seu patrimônio a totalidade ou parte do seu imóvel rural, incluindo o terreno, as acessões e as benfeitorias (exceto as lavouras, os bens móveis e os semoventes), sendo instituído o referido regime de afetação para fins de garantia a financiamentos junto ao mercado financeiro, especialmente ao financiamento por meio da Cédula de Produto Rural (CPR), ou por meio da recém-criada CIR (art. 7º, parágrafo único, da Lei nº 13.986/2020). Esse patrimônio rural em afetação visa proporcionar maior segurança àqueles que conferem crédito a proprietários de imóvel rural, o que levaria à ampliação do acesso destes últimos a recursos financeiros.

É essa espécie de CRA, qual seja, aquele distribuído publicamente no mercado de valores mobiliários e negociado em mercado organizado, que constituirá o objeto da presente dissertação, a qual não se adentrará no estudo das emissões privadas de CRA, jungindo-se apenas naquele objeto de distribuições públicas sujeitas a prévio registro na CVM, nos termos do *caput* do art. 19 da Lei nº 6.385/1976[24].

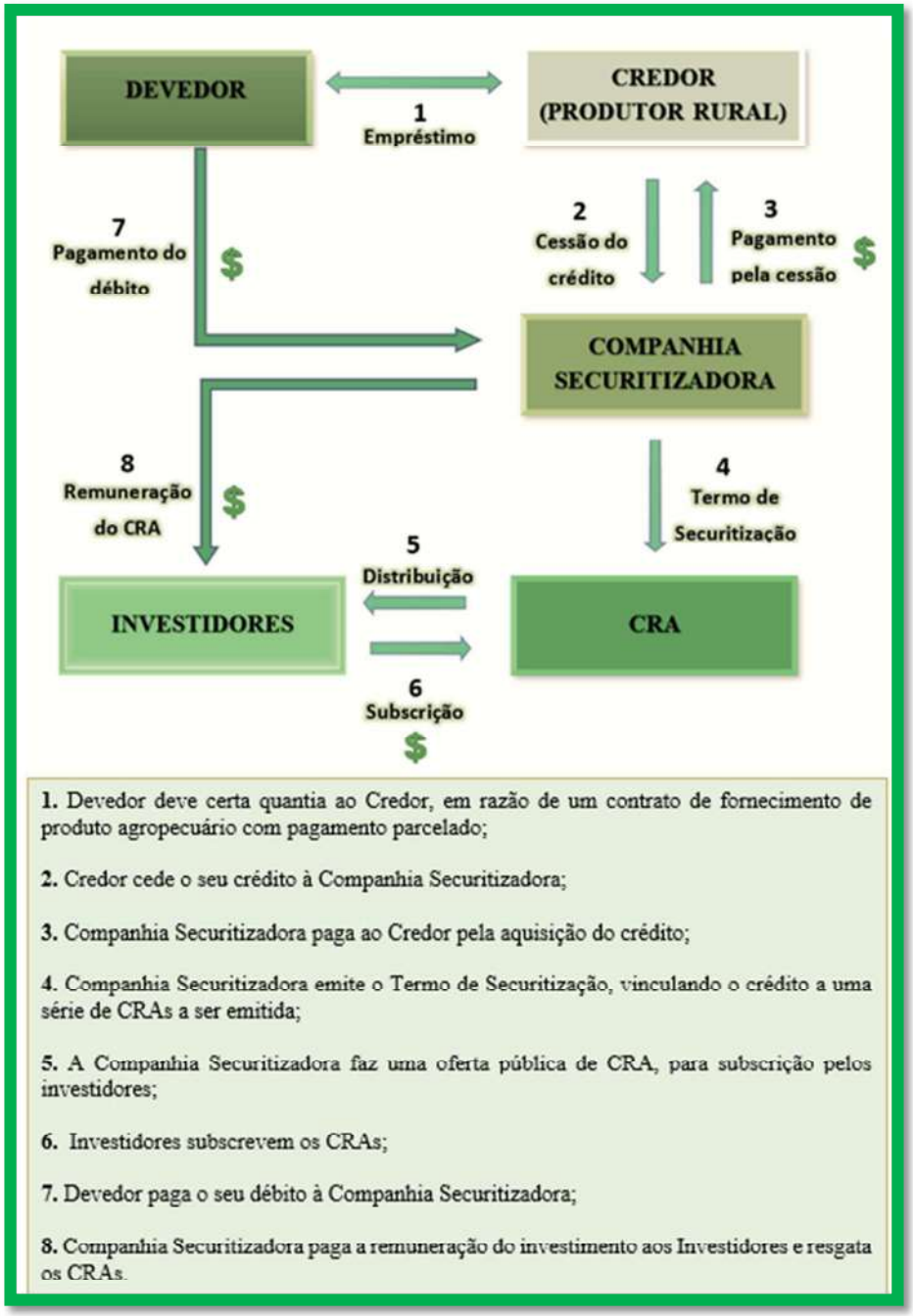
Em linhas gerais, a emissão pública de CRA envolve a prévia aquisição, por uma companhia securitizadora, de direitos creditórios do agronegócio de um terceiro, a fim de que essa companhia possa convertê-los em lastro para o CRA, mediante emissão de Termo de Securitização de Direitos Creditórios.

Em seguida, é emitido e ofertado o CRA aos investidores, no mercado de valores mobiliários. Referida emissão representa um mecanismo de securitização de direitos creditórios do agronegócio, em que estes passam a se vincular a valores mobiliários, isto é, aos CRAs.

Para melhor compreensão de como se estrutura, na prática, uma emissão pública de CRA, a figura abaixo ilustra uma hipotética emissão do título no mercado de valores mobiliários:

[24] Art. 19 da Lei nº 6.385/1976: "Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. § 1º - São atos de distribuição, sujeitos à norma deste artigo, a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, quando os pratiquem a companhia emissora, seus fundadores ou as pessoas a ela equiparadas. [...] § 3º - Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação".

Figura 3: Exemplo de emissão pública de CRAs.



Fonte*:* autoria própria.

Com base na figura acima, é possível notar que a emissão de CRA no mercado de valores mobiliários conta com a participação de diversos agentes, tais como a companhia securitizadora, o credor primitivo, o devedor, investidores[25]. Contudo, a emissão de uma série

[25] A depender do direito creditório do agronegócio que servirá de lastro aos CRAs, é possível que haja a figura de outros participantes na operação.

de CRAs costuma envolver mais alguns agentes que, embora não ilustrados na figura acima, estão por trás de toda a operação, desempenhando importantes papeis para a sua estruturação. É o que se explicará adiante.

1.2.1 Principais agentes envolvidos na emissão de CRA

A emissão pública de uma série de CRAs no mercado de valores mobiliários costuma envolver a participação, *dentre outros*, dos seguintes agentes: (i) companhia securitizadora; credor primitivo originador do crédito; e devedor; (ii) instituição custodiante contratada pela companhia securitizadora; (iii) agência de classificação de risco; (iv) escrituradora; (v) depositária central; (vi) custodiante do investidor; (vii) agente fiduciário; (viii) formador de mercado; (ix) coordenador-líder; e (x) investidores, conforme exposto a seguir.

(i) A *companhia securitizadora* é aquela que tem a competência de emitir o CRA no mercado de valores mobiliários e, além de ser a emissora, administra e controla toda a emissão de CRA durante o seu prazo de vigência.

A companhia securitizadora, num primeiro momento, adquirirá o direito creditório do agronegócio de um terceiro (*credor primitivo*), para que referido direito sirva de lastro ao CRA a ser emitido. Uma vez adquirido esse crédito, a companhia securitizadora passa a ser a credora da relação, devendo o *devedor* efetuar, diretamente a ela, o pagamento de sua dívida.

Na *Figura 3*, acima, por exemplo, o direito creditório do agronegócio estaria consubstanciado no contrato de fornecimento de produto agropecuário, celebrado entre o *devedor* e o *produtor rural (credor originário)*. A companhia securitizadora, por sua vez, adquire o crédito junto ao credor, através de um instrumento de cessão do crédito, e torna-se a nova credora da relação, para quem o devedor deverá passar a fazer os pagamentos. Para tanto, o devedor precisa ser notificado, pois a cessão de crédito somente é eficaz em relação ao devedor que fora notificado – sendo também considerado notificado o devedor que, em escrito particular ou público, declarou-se ciente da cessão realizada (art. 290 do Código Civil).

Os documentos comprobatórios da emissão do CRA, quais sejam, o Termo de Securitização de direitos creditórios do agronegócio e os documentos referentes aos direitos creditórios que servem de lastro ao CRA (como, por exemplo, as vias originais do contrato de fornecimento referido na *Figura 3*, acima), ficarão custodiados numa instituição custodiante contratada pela companhia securitizadora.

(ii) A *instituição custodiante contratada pela companhia securitizadora*, que deve ter registro na CVM, será a responsável por receber e guardar as vias físicas originais do Termo de

Securitização e dos documentos que comprovem a existência dos direitos creditórios do agronegócio vinculados à emissão do CRA, nos termos do art. 28 da Instrução CVM nº 541/2013 (doravante "IN 541") c/c art. 14, I, e art. 15 da Instrução CVM nº 600/2018 (doravante "IN 600").

(iii) A *agência de classificação de risco,* caso contratada, fará a atividade de classificação dos riscos envoltos à aquisição do CRA pelos potenciais interessados, que serão apresentados ao mercado, de modo que eles possam ter conhecimento desses riscos. Essa atividade é regrada pela Instrução CVM nº 521/2012, que determina que agência de classificação de risco de crédito é a "pessoa jurídica registrada ou reconhecida pela CVM que exerce profissionalmente a atividade de classificação de risco de crédito no mercado de valores mobiliários" (art. 1º, I). A classificação de risco de crédito é a "atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários" (art. 1º, II, da Instrução CVM nº 521/2012).

(iv) O CRA, sendo um título de crédito nominativo (art. 36 da Lei nº 11.076/2004), deve ter o nome do seu beneficiário expressamente no registro da companhia securitizadora emitente (art. 921 do Código Civil), registro esse realizado pela própria securitizadora ou pela instituição contratada pela securitizadora para ser a escrituradora do título. Neste último caso, será a *escrituradora* com registro na CVM (art. 14 da IN 600) a responsável pelos serviços de escrituração dos CRAs, serviços esses regulados pela Instrução CVM nº 543/2013 (doravante "IN 543").

A escrituradora fará a abertura e a manutenção de livros de registro contendo as informações relativas à titularidade dos CRAs, aos eventuais direitos reais de fruição ou de garantia e aos gravames incidentes sobre os títulos. A escrituradora fará, também, o tratamento das instruções de movimentação recebidas dos titulares dos CRAs (art. 1º, § 1º, da IN 543).

As informações relativas à titularidade dos CRAs serão inseridas em contas de valores mobiliários individualizadas em nome de cada titular de CRA, na qual constarão: (a) a identificação completa do titular; (b) a natureza, espécie e classe dos CRAs; (c) o registro das movimentações e dos eventos incidentes sobre os títulos; (d) a quantidade de CRAs de titularidade dos investidores; (e) o registro dos pagamentos e recebimentos de recursos financeiros decorrentes dos eventos incidentes sobre os CRAs; (f) constituição de gravames e ônus sobre os CRAs; (g) obrigações assumidas pelo titular do CRA perante terceiros, dentre outras (art. 13 c/c art. 15 da IN 543).

A escrituradora é responsável, ainda, pela implementação dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação do regime de depósito centralizado aos CRAs (art. 1º, § 1º, IV, da IN 543). Esse regime sempre será aplicável quando houver a distribuição pública de CRAs ou a negociação desses títulos em mercados organizados de valores mobiliários (isto é, mercado de bolsa de valores e mercado de balcão organizado), nos termos do art. 3º, da IN 541, caso em que se fará necessária a presença da figura da depositária central.

(v) A *depositária central*, que atualmente é a B3 – Brasil, Bolsa, Balcão (doravante "B3")[26], fará o depósito centralizado dos CRAs, isto é, a guarda centralizada dos CRAs, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos (art. 23 da Lei nº 12.810/2013). A figura da depositária central tem por principal finalidade trazer maior segurança ao mercado de valores mobiliários, pois assegura que o valor mobiliário realmente existe, está sob a guarda de uma entidade (depositária central) e que somente poderá ser negociado no ambiente da depositária, evitando-se que se negocie determinado título em duplicidade[27].

É importante destacar que embora o art. 35 da Lei nº 11.076/2004[28], ao tratar da emissão escritural dos CRAs, determine que tais títulos deverão ser *registrados ou depositados* em entidade autorizada a praticar a atividade de registro ou de depósito centralizado de valores mobiliários e de ativos financeiros, isso não significa que a escolha entre o registro ou o depósito seja uma faculdade.

O registro e o depósito centralizado são figuras distintas. O registro a que se refere o art. 35, da Lei nº 11.076/2004, é aplicável aos CRAs que não são distribuídos publicamente e nem negociados em mercados organizados de valores mobiliários, já que, para essas espécies de CRA, aplica-se o depósito centralizado. Esse registro não se confunde com o registro escritural do CRA nos livros da emissora (ou, conforme o caso, da escrituradora), e nem com os registros do CRA no sistema da depositária central. Tratam-se de registros diversos.

---

[26] Anteriormente à B3, a entidade depositária central autorizada a funcionar pelo Bacen e pela CVM era a Cetip - Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos, sociedade anônima de capital aberto. Em 22 de março de 2017, a CVM e o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) autorizaram a fusão da Cetip com a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa), o que deu origem à atual B3, que passou a assumir o sistema de depositário central, o qual, até então, era conduzido pela Cetip. Em se tratando de CRAs, a atividade de depósito centralizado conduzida pela B3 se dá no âmbito do Segmento Cetip UTVM, o qual possui um Subsistema de Depósito Centralizado (destinado ao registro eletrônico dos CRAs objeto de distribuição pública que se encontram depositados na B3, bem como, quando for o caso, ao cálculo e processamento dos eventos e das demais obrigações pecuniárias relativas aos CRAs depositados).

[27] Por esta razão é que se costuma afirmar, coloquialmente, que a depositária central promove a "imobilização" do valor mobiliário, pois ela impede que os CRAs sejam negociados em ambiente exterior ao da depositária (art. 23 da Lei nº 12.810/2013).

[28] Art. 35 da Lei nº 11.076/2004: "O CDCA e a LCA [e também o CRA, por força do art. 37, § 1º da Lei nº 11.076/2004] poderão ser emitidos sob a forma escritural, hipótese em que tais títulos deverão ser registrados ou depositados em entidade autorizada a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários".

O registro do CRA mencionado no art. 35, da Lei nº 11.076/2004, é aquele realizado por uma *entidade registradora* autorizada a exercer o serviço de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários[29], a qual atualmente também é a B3[30]. Referido registro compreende o armazenamento e a publicidade de informações relativas a transações financeiras envolvendo os CRAs, respeitados os sigilos legais (art. 28, parágrafo único, da Lei nº 12.810/2013).

O registro (em entidade registradora) do CRAs e/ou das negociações deste título têm lugar quando o CRA não está listado para negociação em bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado. Assim, o registro do CRA serve apenas para lhe conferir publicidade, o que visa trazer maior confiabilidade e solidez ao título, que, embora não esteja sob a guarda da depositária central, terá visibilidade no mercado por força do registro, o que facilita a fiscalização da CVM e, consequentemente, proporciona maior proteção ao investidor. O registro das negociações envolvendo os CRAs, da mesma forma que o registro do próprio título, também tem por finalidade a publicidade, haja vista que as informações relativas às transações financeiras envolvendo os CRAs, respeitados os sigilos legais, constarão nos registros da entidade registradora.

Assim, o registro (em entidade registradora) dos CRAs e das operações envolvendo estes títulos ocorre quando o CRA é negociado entre particulares, fora dos sistemas das entidades de mercado de valores mobiliários organizado. A negociação envolvendo determinado CRA é registrada, somente em momento posterior, na entidade registradora – a qual, na realidade, é uma entidade de balcão organizado atuante como registradora (isto é, a B3, no exercício da atividade de registro no Segmento Cetip UTVM). Essa entidade deverá manter sistema ou ambiente para o registro das operações realizadas previamente[31] com os CRAs que já estejam nela registrados, ou com aqueles que somente venham a ser registrados posteriormente, na ocasião de sua negociação (art. 5º, I, da Instrução CVM nº 461/2007).

Ou seja, o registro tem aplicabilidade quando a companhia securitizadora optar por não listar os CRAs para negociação em bolsa ou em mercado de balcão organizado. Como mencionado anteriormente, o registro, que pode ser do CRA em si e/ou de operações realizadas

---

[29] Compete ao Bacen e à CVM autorizar e supervisionar o exercício da atividade de registro de ativos financeiros e de valores mobiliários, de acordo com as suas respectivas competências (art. 28, I, da Lei nº 12.810/2013).

[30] A B3, quando atuante como entidade registradora, conduz a atividade de registro no âmbito do Segmento Cetip UTVM, na qualidade de entidade de mercado de balcão organizado. Assim, o Segmento Cetip UTVM, além do Subsistema de Depósito Centralizado, possui também um Subsistema de Registro, destinado ao registro de ativos e de operações realizadas previamente.

[31] Esse registro de operações previamente realizadas é feito por meio de sistemas ou procedimentos que propiciem adequada informação acerca dos preços das transações realizadas, inclusive quanto a sua eventual discrepância em relação a negócios similares, sendo cabível a recusa, por parte da entidade registradora, de registro de negócios discrepantes (art. 99 da Instrução CVM nº 461/2007).

com o título, visa conferir maior transparência e segurança às partes envolvidas nas negociações, pois haverá a publicidade das informações relativas ao título e às operações com ele realizadas, facilitando ainda a fiscalização pela CVM.

Em que pese o art. 35 da Lei nº 11.076/2004 determinar que os CRAs deverão ser *registrados ou depositados* em entidade autorizada a praticar a atividade de registro ou de depósito centralizado de valores mobiliários, tendo em vista que a presente dissertação se junge somente ao CRA objeto de distribuição pública e negociado em mercado organizado de valores mobiliários, sempre se fará necessário o depósito do título na entidade qualificada como depositária central (e não o registro em entidade autorizada pela CVM a praticar a atividade de registro de valores mobiliários).

Dessa forma, os CRAs distribuídos publicamente, ou listados para negociação em mercado de bolsa de valores ou em mercado de balcão organizado, inobstante o fato de existirem apenas em meio eletrônico, são transferidos à depositária central[32] pela companhia securitizadora (ou pela escrituradora, conforme o caso), para que sejam mantidos sob a guarda centralizada e sob o regime de titularidade fiduciária.

Essa transferência da titularidade fiduciária do CRA para a depositária central se dá mediante o registro nos livros eletrônicos da companhia securitizadora (ou da escrituradora, conforme o caso), seguido do registro da propriedade fiduciária do CRA nos sistemas[33] mantidos pela própria depositária central (art. 27, da IN 541). Os CRAs depositados não se comunicam com o patrimônio geral ou com outros patrimônios especiais da depositária central, que não poderá dispor dos CRAs recebidos em titularidade fiduciária (art. 24, §3º, da Lei nº 12.810/2013).

A partir do depósito centralizado dos CRAs, a depositária central torna-se responsável por todos os atos atinentes aos referidos títulos, devendo: (i) fazer a guarda deles; (ii) controlar a titularidade dos CRAs, que são mantidos em contas de depósito individualizadas em nome de cada investidor; (iii) impedir que os CRAs sejam negociados em ambiente exterior ao da depositária; (iv) fazer o tratamento das instruções de movimentação e dos eventos que incidam

---

[32] Embora haja juristas que critiquem o uso da terminologia "depósito" quando se está diante de títulos escriturais, haja vista não haver, nestes casos, a existência física e corpórea dos bens a serem depositados (TEIXEIRA; GUERREIRO, 1979, p. 218; CARVALHOSA, 1997, p. 179-180), entende-se que inexiste impropriedade em se admitir o depósito de um título escritural, até porque, conforme defende Arnoldo Wald, os bens incorpóreos podem ser objeto de depósito (WALD, 1987, p. 23). Além disso, a própria Lei nº 12.810/2013 esclarece que o depósito centralizado se aplica tanto para valores mobiliários em forma física quanto aos em formato eletrônico: "Para fins do depósito centralizado, os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central" (art. 24 da Lei nº 12.810/2013).

[33] Para fins do depósito centralizado, a depositária central se responsabiliza pela integridade dos sistemas por ela mantidos e dos registros correspondentes aos CRAs sob sua guarda centralizada (art. 23, parágrafo único, e art. 24 da Lei nº 12.810/2013).

sobre os CRAs depositados, com o registro de tais atos nas contas de depósitos (art. 23 da Lei nº 12.810/2013).

Portanto, no livro de registro eletrônico controlado pela emissora (ou pela escrituradora, conforme o caso), a depositária central será aquela que detém a titularidade fiduciária da totalidade dos CRAs negociados no mercado organizado de valores mobiliários por determinada companhia securitizadora. Será a partir das informações fornecidas pela depositária central que a emissora (ou a escrituradora dos CRAs, conforme o caso) fará os controles para identificar os respectivos investidores que detém a real titularidade dos CRAs, visto que a negociação destes títulos e a consequente transferência de sua titularidade ocorrem nos sistemas da depositária central. Assim, a emissora (ou a escrituradora, conforme o caso) deverá adotar mecanismos para assegurar a conciliação diária das posições registradas nas contas de valores mobiliários por ela mantidas (nas quais constam as informações sobre os CRAs e seus titulares) com os registros que são mantidos e informados pela depositária central (art. 18, da IN 543). Os registros nos sistemas da emissora (ou da escrituradora dos CRAs) devem, portanto, refletir fielmente os controles de titularidade dos CRAs mantidos pela depositária central (art. 24, §2º, da Lei nº 12.810/2013) e referidos registros, que são operados pelo lançamento efetuado pela emissora (ou, conforme o caso, pela escrituradora), provêm da instrução dada pela depositária central (art. 16, IV, da IN 543).

Os CRAs são mantidos pela depositária central em contas de depósito individualizadas por investidor e movimentáveis a partir de crédito ou débito, até que sejam resgatados. Essas contas são abertas em nome de cada investidor, pelo custodiante por ele contratado. Isso porque os investidores não têm atuação direta junto à depositária central, razão pela qual dependem da figura desse intermediário, denominado *custodiante do investidor,* que normalmente é a própria sociedade corretora ou distribuidora de títulos e de valores mobiliários contratada pelo investidor.

O custodiante do investidor não se confunde com aquela figura mencionada no item "ii", acima, qual seja, a instituição custodiante contratada pela companhia securitizadora para fazer a guarda do Termo de Securitização e dos documentos comprobatórios da emissão dos CRAs. Os custodiantes que prestam serviços aos investidores têm a função de identificá-los perante a depositária central e de representá-los na realização de atos junto à referida entidade (art. 32, da IN 541), conforme se verifica abaixo.

(vi) O *custodiante do investidor* se incumbe da abertura das contas de depósito em nome do investidor que lhe contratou, as quais são abertas junto à depositária central, tendo o custodiante o poder de dar ordens para a movimentação dos CRAs de seus clientes que se

encontram sob a guarda do depósito centralizado. A movimentação dos CRAs deve decorrer, portanto, de comandos ou de autorizações emanados dos investidores, que são comunicados à depositária central por meio de instrução emitida pelos respectivos custodiantes (art. 34, da IN 541). É o custodiante do investidor que representa este último perante a depositária central.

(vii) O *agente fiduciário* deve ser uma instituição financeira previamente autorizada pelo Bacen, ou outra entidade autorizada para esse fim pelo Bacen, que tenha por objeto social a custódia ou a administração de bens de terceiros (art. 9º da Lei nº 9.514/1997 c/c Instrução CVM nº 583/2016). O agente fiduciário somente poderá ser dispensado quando os CRAs forem distribuídos exclusivamente para investidores profissionais (art. 11, §2º, I, da IN 600). Nos demais casos de oferta pública dos referidos títulos, a participação do agente fiduciário é imperativa.

Conforme já abordado anteriormente, a instituição do regime fiduciário sobre créditos oriundos do agronegócio é uma medida instituída pela securitizadora, em favor dos titulares de CRA (art. 39 da Lei nº 11.076/2004), visando diminuir o risco destes frente a eventuais problemas financeiros da securitizadora, já que os recebíveis que lastreiam a emissão do título serão considerados um patrimônio separado, que não se confundirá com o patrimônio da securitizadora, ficando reservado para o pagamento dos titulares daquele CRA específico.

O agente fiduciário, nos termos dos art. 12 a 16, da Lei nº 9.514/1997, dentre outras atribuições que lhe sejam atribuídas no Termo de Securitização, fará a representação dos beneficiários do regime fiduciário perante a companhia securitizadora e zelará pelos interesses deles, acompanhando também a administração do patrimônio separado pela referida companhia.

(viii) O *formador de mercado*, pessoa jurídica cadastrada junto às bolsas de valores e às entidades de mercado de balcão organizado, pode ser contratado pela securitizadora para fomentar a liquidez dos CRAs com registro para negociação. O formador de mercado fará a inclusão de ordens firmes de compra e de venda dos CRAs, nas plataformas em que são negociados, conforme a Instrução CVM nº 384/2003.

(ix) O(s) *coordenador(es)*, sendo um deles eleito como coordenador-líder, podem ser contratados pela securitizadora para que seja organizada e realizada a distribuição dos CRAs junto ao público alvo, após a concessão do registro da oferta pela CVM.

A negociação do CRA pode se dar no mercado primário – que compreende a emissão inicial de tais títulos ao mercado[34] – e no secundário[35], onde os CRAs são comercializados entre os seus titulares e os investidores interessados em sua aquisição.

A B3[36] é um local para a negociação de operações com bens, serviços, mercadorias e títulos, no mercado primário e no secundário. A B3 une compradores a vendedores, viabiliza o mercado secundário de títulos, por meio de transferência eletrônica desses papeis, visando à liquidez desse mercado.

(x) Por fim, haverá a figura do *investidor*, que será aquele interessado em aplicar seus recursos, adquirindo os CRAs da emissora (quando realizada a subscrição dos títulos em oferta pública primária), ou de outros titulares (quando os títulos forem negociados no mercado secundário).

Dessa maneira, pode-se afirmar que o CRA é um título adquirido por investidores interessados em aplicar seus recursos, com a expectativa de auferir um benefício econômico futuro. Tendo em vista tratar-se de um mecanismo de investimento, faz-se relevante abordar quais seriam as finalidades do título e as vantagens econômicas de nele se investir.

1.2.2 Finalidades do CRA e vantagens econômicas para o investidor

O CRA tem por finalidade primordial o *fomento do agronegócio*, sendo um mecanismo de *financiamento* do setor através da atuação *privada*, haja vista que a securitizadora proporcionará a destinação de recursos ao produtor rural, através do lançamento, no mercado de capitais, de valores mobiliários (CRAs) a serem subscritos por investidores.

Em termos de vantagens econômicas de se investir no título, é possível citar o fato de o CRA ser um título de *renda fixa*[37], ou seja, trata-se de uma modalidade de investimento cuja

---

[34] Após a concessão do registro de oferta pública dos CRAs pela CVM, na prática, eles têm sido depositados para distribuição no mercado primário por meio do Módulo de Distribuição de Ativos (MDA), administrado pela B3 (no segmento Cetip UTVM), e por meio do segmento de Distribuição de Ativos (DDA), administrado e operacionalizado pela B3, sendo a liquidação financeira realizada por meio do sistema de compensação e liquidação da B3.

[35] Na prática, os CRAs têm sido depositados para distribuição no mercado secundário, nas plataformas eletrônicas de negociação de ativos administradas e operacionalizadas pela B3, especialmente o sistema Cetip21 (Segmento Cetip UTVM) em mercado de balcão organizado, sendo a liquidação financeira dos pagamentos e a custódia eletrônica dos CRAs realizadas por meio do sistema de compensação e liquidação da B3. Assim, os interessados na compra e venda de CRAs necessitarão contratar os serviços das corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários que tenham acesso direto aos referidos sistemas, que emitirão as ordens de compra/venda.

[36] Convém-se frisar que a B3 é a única bolsa de valores em efetivo funcionamento no Brasil.

[37] Assim como o CRA, a LCA e o CDCA são também títulos de renda fixa. Há também, embora não adstritos ao agronegócio, outras espécies de investimentos de renda fixa, tais como a LCI (letra de crédito imobiliário), o CRI (certificado de recebíveis imobiliário), RDB (recibo de depósito bancário), CDB (certificado de depósito bancário),

rentabilidade é previsível, podendo ser pré-fixada ou seguir algum índice, como, por exemplo, o Certificado de Depósito Interbancário (CDI), a taxa Selic, entre outros. Os investimentos de renda fixa trazem, em regra, maior segurança aos investidores, se comparados aos investimentos de renda variável, que se sujeitam à maior volatilidade de preços do mercado[38].

Outra grande vantagem econômica que o investimento em CRA proporciona está ligada à existência de *benefícios fiscais* em favor do investidor. Tais benefícios fazem com que o CRA seja uma oportunidade atrativa de investimento, o que, em última análise, traz proveitos ao próprio agronegócio, que se beneficiará com um maior número de interessados dispostos a investir no título em busca de vantagens tributárias.

Os benefícios fiscais acima referidos correspondem à isenção do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro ou relativas a Títulos ou Valores Mobiliários (IOF), para pessoas físicas e jurídicas que investem no título[39], assim como à isenção, para as pessoas físicas residentes ou não no país, do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual, sobre a remuneração produzida pelo CRA[40], inclusive em relação ao ganho de capital auferido na alienação ou cessão dos CRA[41].

A isenção de IOF, contudo, não é exclusiva do CRA, estendendo-se, também, aos investimentos em LCA e CDCA. Da mesma forma, a isenção de imposto de renda para pessoas físicas também se aplica à remuneração produzida pela LCA, CDCA, WA e pelo CDA.

LC (letra de crédito), LF (letra financeira), DPGE (depósito a prazo com garantia especial), debêntures, títulos públicos federais por meio do Tesouro Direto, FIDC (fundo de investimento em direitos creditórios).

[38] Mesmo não se sujeitando à volatilidade de preços do mercado, o investimento de renda fixa não está isento de riscos. O principal deles seria o risco de inadimplência do emissor do título, que, no caso dos CRAs, seriam as companhias securitizadoras, no caso das LCAs, as instituições financeiras, e, em se tratando do CDCA, seriam, basicamente, as cooperativas de produtores rurais.

[39] Art. 32, § 2º do Decreto nº 6.306 de 2007: "Ficam sujeitas à alíquota zero as operações [...]: V - com Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA, com Letra de Crédito do Agronegócio - LCA, e com Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA, criados pelo art. 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004".

[40] Art. 3º da Lei nº 11.033/2004: "Ficam isentos do imposto de renda: IV - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário - CDA, Warrant Agropecuário - WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio - LCA e Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA, instituídos pelos arts. 1º e 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004".

[41] Art. 55 da Instrução Normativa RFB nº 1585/2015: "São isentos do imposto sobre a renda ou tributados à alíquota 0 (zero), na fonte e na declaração de ajuste anual, quando auferidos por pessoa física: [...] III - a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), instituídos pelos arts. 1º e 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004; Parágrafo único. O disposto neste artigo aplica-se, inclusive, ao ganho de capital auferido na alienação ou cessão dos ativos a que se referem os incisos II a IV do caput". Art. 85. § 4º da Instrução Normativa RFB nº 1585/2015: "A isenção prevista no art. 40 e nos incisos I a IV do caput do art. 55, alcança as operações realizadas por pessoas físicas residentes no exterior, inclusive em país com tributação favorecida nos termos do art. 24 da Lei nº 9.430, de 1996".

Tendo em vista que os incentivos fiscais acima mencionados não seriam exclusivos do CRA, alcançando também outros títulos do agronegócio, e, ainda, que os investimentos em CRA, diferentemente da LCA, não contam com a cobertura do Fundo Garantidor de Créditos (FGC)[42], há de se questionar o porquê de se investir em CRA, e não em outros títulos do agronegócio.

O motivo de se investir em CRA deve-se, normalmente, ao fato de este título possuir algumas particularidades que, somadas, o tornam, muitas vezes, mais atrativo do que a LCA, CDCA, WA e o CDA. Dentre essas particularidades, pode-se citar as seguintes:

(i) diferentes formas de se remunerar o investidor: há diversas maneiras de se remunerar o titular do CRA, como, por exemplo, com base no IPCA, no IGP-M, em uma porcentagem do CDI, mediante uma combinação dessas formas de remuneração, dentre outras[43]. Assim, o investidor, antes de adquirir o título, tem a oportunidade de escolher aquele cuja remuneração melhor atenda aos seus interesses. Da mesma forma, há CRAs que conferem aos seus titulares juros em periodicidade mensal, outros anual, semestral, trimestral etc., podendo o investidor adquirir o CRA cuja periodicidade de remuneração e cujo prazo de vencimento melhor lhe aprouver;

---

[42] O FGC é uma associação civil de direito privado, cuja finalidade é a administração de meios voltados à proteção de titulares de crédito frente às instituições financeiras associadas ao FGC, prevenção de crise bancária sistêmica e manutenção do Sistema Financeiro Nacional. O FGC garante, no caso de inadimplência da instituição financeira, a devolução do principal investido e dos rendimentos, no valor de até R$250.000,00 por instituição, com o limite de R$1.000.000,00 por CPF ou CNPJ, conforme o caso. Fazem parte da garantia ordinária proporcionada pelo FGC, dentre outras, as letras de crédito do agronegócio (LCA) (FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS. Disponível em: https://www.fgc.org.br/ garantia-fgc/sobre-a-garantia-fgc. Acesso em: 18 jul. 2019).

[43] Cita-se, como exemplos: (i) a oferta pública de distribuição das 9ª, 10ª e 11ª séries da 1ª emissão de CRAs da Cibrasec – Companhia Brasileira de Securitização, lastreados em créditos do agronegócio devidos pela Petrobras Distribuidora S.A, cujo CRA da 9ª série faz jus a juros remuneratórios equivalentes a 98% do CDI, e o da 10ª série a 100% do CDI, ambos não sujeitos a correção monetária, fazendo jus o CRA da 11ª série à atualização monetária pela variação acumulada do IPCA, mais juros anuais equivalente à taxa interna de retorno do tesouro IPCA (conforme prospecto preliminar de distribuição pública das 9ª, 10ª e da 11ª séries da 1ª emissão de CRAs da CIBRASEC – Companhia Brasileira De Securitização lastreados em créditos do agronegócio devidos pela Petrobrás Distribuidora S.A. Disponível em: https://www.bradescobbi.com.br/SI_opa/upload/CRA-BR-Prospecto-Preliminar-Maio18.pdf. Acesso em 09 jun. 2019); (ii) oferta pública de distribuição da 68ª série da 1ª emissão de CRAs da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A lastreados em direitos creditórios do agronegócio oriundos de Nota de Crédito à Exportação de emissão da Suzano Papel e Celulose S.A, cujo CRA faz jus a juros remuneratórios correspondentes a 101% da variação acumulada do CDI (conforme prospecto definitivo de distribuição pública da 68ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Ecoagro – Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A lastreados em direitos creditórios do agronegócio oriundos de Nota de Crédito à Exportação de emissão da Suzano Papel e Celulose S.A. Disponível em: https://ww69.itau.com.br/fileserver/relatorios/CRA_Suzano__Prospecto_Definitivo_68_serie_da_1_emissao_da_Eco_Securitizad.pdf. Acesso em 09 jun. 2019); (iii) a oferta pública de distribuição da 1ª série da 4ª emissão de CRAs da VERT Companhia Securitizadora, lastreados em CPR Financeira emitida pela Guarani SA, fazendo jus os CRAs a juros remuneratórios de 105% do CDI (conforme prospecto definitivo de distribuição pública da 1ª série da 4ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Vert Companhia Securitizadora lastreados em cédula de produto rural financeira emitida pela Guarani SA. Disponível em: https://downloads.xpi.com.br/BO/20170522_PROSPECTO_DEFINITIVO_CRA_ GUARANI.pdf. Acesso em 09 jun. 2019.).

(ii) liquidez no mercado secundário: os CRAs, em geral, vêm ganhando cada vez mais liquidez no mercado secundário, onde são realizadas negociações dos títulos já emitidos no mercado primário pela securitizadora. Dessa forma, o titular do CRA, caso não queira aguardar o prazo de vencimento do título, terá, muitas vezes, a oportunidade de negociá-lo no mercado secundário, sendo possível que receba, até mesmo, um valor superior àquele que despendeu quando da aquisição do título no mercado primário;

(iii) sólida análise de riscos: as emissões de CRA, normalmente, são precedidas por uma profunda avaliação de riscos, a cargo de agências especializadas de *rating*, que determinam o grau do risco envolvido na operação, de modo que o investidor poderá fazer uma escolha de investimento mais consciente acerca dos riscos que estaria assumindo;

(iv) alta rentabilidade[44]: em razão de os CRAs não estarem cobertos pelo FGC e apresentarem um grau de risco de liquidez e de crédito que costuma ser superior aos dos títulos conservadores de renda fixa – como, por exemplo, a LCA, CDB e a poupança –, a remuneração que o CRA proporciona tende a ser superior à remuneração desses outros títulos, que, com exceção da LCA, estão ainda sujeitos à tributação do imposto de renda para pessoas físicas;

(v) direitos creditórios com valores superiores ao valor da oferta: o valor dos direitos creditórios do agronegócio, que servem de lastro aos CRAs, deve ser superior ao valor da oferta de CRA no mercado primário, o que serve como uma garantia ao investidor, que ficará menos vulnerável em havendo inadimplemento por parte do devedor do crédito que serve de lastro ao CRA;

(vi) garantias: a companhia securitizadora, muitas vezes, oferece garantias em favor dos adquirentes de CRA, acobertando-os na hipótese de seu inadimplemento. Há diversas modalidades de se garantir o pagamento dos CRAs, tais como aval ou fiança por parte do credor que cedeu o seu crédito à companhia securitizadora; penhor; hipoteca; anticrese; cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio (art. 41 da Lei nº 11.076/2004)[45];

---

[44] Sobre a alta rentabilidade que os CRAs costumam apresentar, convém citar os resultados obtidos por Mario Sérgio Pugliese Balthazar, Paulo Henrique Hemoto Morgado e Otávio Gomes Cabello, que realizaram uma pesquisa tendo por objetivo comparar os rendimentos obtidos com diversas opções de renda fixa no mercado financeiro brasileiro. Para chegar aos resultados, foram simulados investimentos de igual valor em CRA, LCA, CRI, poupança, CDB, debêntures, tesouro pré-fixado e fundo de investimento, no período de 2007 a 2016, com a intermediação de um banco de investimento e de um banco de varejo. Segundo os pesquisadores: "a partir dos resultados, descontando a inflação do período analisado em um banco de investimento, os investimentos mais rentáveis foram: CRI, seguido do CRA, LCA, Tesouro Prefixado, CDB, Fundos de Investimentos, Debêntures e Poupança. Já no banco de varejo, os melhores rendimentos reais no período foram: CRI, seguidos da CRA, Tesouro prefixado, Fundos de Investimentos, LCA, Debêntures, Poupança e CDB" (BALTHAZAR; CABELLO; MORGADO, 2018, p. 54).

[45] A cessão fiduciária em garantia é formalizada através de um contrato de cessão fiduciária em garantia, que operacionaliza a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até que haja o pagamento da dívida garantida. Fábio Ulhoa Coelho explica que "a cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios, assim,

garantia flutuante, que assegura aos titulares do CRA privilégio geral sobre o ativo da securitizadora, os quais terão preferência sobre os credores quirografários da companhia em caso de liquidação (art. 37, §2º, da Lei nº 11.076/2004); garantia subordinada, assegurando aos titulares do CRA privilégio sobre o ativo da securitizadora, os quais terão preferência sobre os acionistas da companhia em caso de liquidação;

(vii) regime fiduciário: o regime fiduciário[46] sobre créditos oriundos do agronegócio é uma medida que pode ser instituída pela securitizadora, em favor dos titulares de CRA (art. 39 da Lei nº 11.076/2004), visando diminuir o risco destes frente a eventuais problemas financeiros da securitizadora. Os recebíveis que lastreiam a emissão do título serão considerados um patrimônio separado, que não se confundirá com o patrimônio da securitizadora, ficando reservado para o pagamento dos titulares daquele CRA específico. O regime fiduciário é regido, no que couber, pelos art. 9º a 16 da Lei nº 9.514/1997, que regula os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Pela importância do *regime fiduciário*, cabe ressaltar algumas de suas principais características. Referido regime é instituído por uma declaração unilateral da securitizadora no Termo de Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio. Os direitos creditórios manter-se-ão apartados até que haja a liquidação de todos os CRAs a que estiverem afetados, com o correspondente resgate destes.

Esses direitos creditórios ficarão afetados como lastro de uma determinada emissão de CRA, não serão passíveis de ação, execução, constituição de garantias ou de excussão pelos demais credores da securitizadora, e só responderão pelas obrigações referentes aos CRAs a

---

é o negócio jurídico em que uma das partes (cedente fiduciante) cede à outra (cessionária fiduciária) seus direitos de crédito perante terceiros (`Recebíveis´) em garantia do cumprimento de obrigações, geralmente as de mutuário. O cessionário fiduciário titula a propriedade (ou `titularidade´) fiduciária dos `Recebíveis´, de modo que o inadimplemento da obrigação garantida importa a consolidação deles em seu patrimônio. Na cessão fiduciária de títulos de crédito, o cessionário fiduciário tem, também, as posses direta e indireta do documento representativo dos `Recebíveis´ (duplicata, nota promissória, cheque etc.). [...] O direito ao crédito cedido passa, em outros termos, a integrar o patrimônio da instituição financeira, como objeto de propriedade resolúvel. Se ocorrer o adimplemento da obrigação garantida pela cessão fiduciária, essa propriedade se resolve e o direito objeto da cessão fiduciária deixa de integrar o patrimônio da instituição financeira para retornar ao do antigo mutuário. Mas, se não ocorre o adimplemento da obrigação, a propriedade se consolida e o mesmo direito que integrava condicionalmente o patrimônio da instituição financeira passa a integrá-lo incondicionalmente (isto é, consolida-se a propriedade sobre ele)" (COELHO, 2004, p.14-27).

[46] A título de exemplo, convém citar um título que está obrigatoriamente sujeito ao regime fiduciário, qual seja, a Letra Imobiliária Garantida (LIG), título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, que consiste em promessa de pagamento em dinheiro, emitida por instituições financeiras exclusivamente sob a forma escritural, mediante registro em depositário central autorizado pelo Bacen, *e que deve necessariamente estar garantida por carteira de ativos submetida ao regime fiduciário* (art. 63 c/c art. 64 da Lei nº 13.097/2015). O agente fiduciário deve ser instituição financeira ou entidade autorizada para esse fim pelo Bacen e os beneficiários serão os titulares das LIG por ela garantidas (art. 68 da Lei nº 13.097/2015).

que estejam vinculados. A falência da securitizadora não afetará os patrimônios separados constituídos[47].

Uma vez instituído o regime fiduciário, a securitizadora deverá administrar cada um dos patrimônios separados, mantendo contabilidades distintas em relação a cada um deles. Será nomeado um agente fiduciário, que deve ser uma instituição financeira ou uma companhia autorizada para esse fim pelo Bacen (art. 9º da Lei nº 9.514/1997), que tenha por objeto social a custódia ou a administração de bens de terceiros (Instrução CVM nº 583/2016).

Ao agente fiduciário, nos termos dos art. 12 a 16, da Lei nº 9.514/1997, dentre outras atribuições que lhe sejam atribuídas no Termo de Securitização, caberá:

(i) representar os beneficiários do regime fiduciário e zelar pelos interesses deles, detendo poderes de receber e dar quitação;

(ii) acompanhar a administração do patrimônio separado pela securitizadora e adotar as medidas necessárias à defesa dos direitos dos beneficiários e à realização dos direitos creditórios afetados, na hipótese de a securitizadora não o fazer;

(iii) administrar o patrimônio separado em caso de falência da securitizadora;

(iv) efetuar a liquidação do patrimônio separado;

(v) convocar assembleia geral dos titulares de CRA para deliberar sobre a administração ou liquidação do patrimônio separado, em caso de insuficiência dos bens deste patrimônio;

(vi) assumir a custódia e administração dos direitos creditórios do agronegócio integrantes do patrimônio separado e convocar assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre a administração, em caso de falência da securitizadora; e

(vii) fornecer à securitizadora termo de quitação, quando satisfeitos os créditos dos titulares e houver a consequente extinção do regime fiduciário, sendo que os direitos creditórios que sobejarem serão reintegrados ao patrimônio da securitizadora.

---

[47] Faz-se ressalva ao disposto na Medida Provisória nº 2.158-35/2001, que, em seu art. 76, determina que "as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos". O parágrafo único deste mesmo artigo estabelece que "desta forma permanecem respondendo pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação". Nesse sentido, há a possibilidade de o patrimônio separado, instituído pelo regime fiduciário sobre os créditos de CRAs, ser desconsiderado frente a débitos fiscais, previdenciários ou trabalhistas da companhia securitizadora. Nesse caso, os credores fiscais, previdenciários e trabalhistas da companhia securitizadora concorrerão, de maneira privilegiada, com os titulares dos CRAs, de modo que é possível que os créditos do patrimônio separado não sejam suficientes para atender aos titulares de CRAs, haja vista que serão destinados, primeiramente, ao cumprimento das obrigações da emissora para com os credores que gozam do privilégio estabelecido pela Medida Provisória nº 2.158-35/2001.

Em síntese, os principais fatores representativos das vantagens econômicas de se investir em CRAs são: (i) o regime fiduciário e demais formas de garantias; (ii) a necessidade de os direitos creditórios que servem de lastro ao CRA terem valores superiores ao valor da oferta; (iii) os benefícios fiscais; (iv) os diferentes prazos de pagamento e as diversas formas de remuneração ao investidor; (v) a crescente liquidez desses títulos no mercado secundário; (vi) as análises, por agências de *rating*, dos riscos de se investir nos títulos; e (vii) a alta rentabilidade que os CRAs costumam apresentar, se comparados a títulos de renda fixa mais conservadores.

Fernando Antonio Perrone Pinheiro e Uinie Caminha enumeram, ainda, os seguintes benefícios que as operações de securitização, em geral, conferem ao investidor: (i) diversidade de investimentos, até mesmo em setores da economia antes de difícil acesso, como, por exemplo, o agronegócio; (ii) simplificação da avaliação de riscos dos produtos de investimento; (iii) boa relação entre o risco envolvido e o retorno proporcionado, se comparado aos outros tipos de investimento; e (iv) benefícios fiscais importantes, se comparados a outros tipos de investimentos, especialmente para as pessoas físicas em relação a operações envolvendo recebíveis do agronegócio (CAMINHA, 2004; PINHEIRO, 2008).

Uma vez apresentadas as vantagens econômicas de se investir em CRA, sob o prisma do investidor, passa-se a discorrer acerca da natureza jurídica de tal título.

1.2.3 Da natureza jurídica do CRA

A Lei nº 11.076/2004 atribui ao CRA a natureza jurídica de título de crédito (art. 36) e, em assim sendo, sujeita-o à disciplina da própria lei que o instituiu, bem como, no que forem cabíveis, das normas de direito cambial.

A mesma lei determina que, quando "distribuídos publicamente e negociados em Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários", os CRAs sujeitar-se-ão à disciplina da Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários (art. 43 da Lei nº 11.076/2004). Dessa forma, o CRA, quando negociado publicamente no mercado[48], possuirá também a natureza jurídica de valor mobiliário.

[48] Os CRAs somente terão a natureza de valores mobiliários quando ofertados publicamente. A negociação desses títulos de maneira privada não se sujeita à registro na CVM. José Eduardo Queiroz explica que "não há que se falar em aplicação das disposições da Lei 6.385/76 ou de qualquer outra regulamentação do mercado de capitais sobre valores mobiliários que sejam negociados privadamente, não sendo objeto de oferta pública" (QUEIROZ, 2008, p. 123).

Assim, *um mesmo CRA poderá assumir a natureza tanto de título de crédito, quanto de valor mobiliário*. Nesse sentido, Ary Oswaldo Mattos Filho explica que:

> nada impede que exista um mesmo título que possa se comportar como título de crédito ou como valor mobiliário – claro está que não ao mesmo tempo ou ao sabor da conveniência do emitente ou do credor. Se o papel for emitido somente enquanto documentação de dívida, se não for objeto de oferta pública por parte do emitente aos tomadores, pertencerá ao mundo dos títulos de crédito. Entretanto, se a ele se agregar a expectativa de lucro, transformando-se por tal em um contrato de investimento, então estaremos no domínio da legislação concernente aos valores mobiliários (MATTOS FILHO, 2015, p. 44-45).

Acerca da distinção entre título de crédito e valor mobiliário, Modesto Carvalhosa esclarece que:

> [...] a função econômica dos valores mobiliários não se confunde com a dos títulos de crédito pessoais, na medida em que se prestam aqueles à mobilização de capitais da parte do emitente e sua dispersão junto ao público investidor; ao passo que os títulos de crédito emitidos de forma particular têm como função mobilizar capitais e concentrar créditos por parte de tomador singular (CARVALHOSA, 2013, p. 208).

Uma vez categorizado o CRA objeto de oferta pública como valor mobiliário, deduz-se que as principais regras que regerão o instituto serão aquelas próprias do direito do mercado de valores mobiliários, especialmente da Lei nº 6.385/76, estando o instituto sujeito às regras da CVM e seus atos normativos.

Da mesma forma, uma vez reconhecida a sua natureza de título de crédito, sabe-se que título encontrar-se-á sujeito às regras próprias do direito cambial.

1.2.4 O CRA como título de crédito

Conforme clássica definição de Cesare Vivante, "título de crédito é o documento necessário para exercitar o direito literal e autônomo nele mencionado" (VIVANTE, 1919, p. 63, tradução nossa)[49]. Nesse mesmo sentido, o Código Civil brasileiro define *título de crédito* como sendo "o documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, [que] somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei" (art. 887 do Código Civil). Desses conceitos se depreendem os três atributos dos títulos de crédito mencionados por Cesare Vivante, quais sejam, cartularidade, literalidade e autonomia, acrescido do formalismo ou rigor cambiário. Quanto a esse último atributo, remeta-se o leitor ao item 1.2.4.2, *infra*.

[49] Original em italiano: "Il titolo di credito è un documento necessario per esercitare il diritto letterale ed autônomo che vi è mencionato" (VIVANTE, 1919, v. 3, p. 63).

O CRA é um título de crédito, pois a Lei nº 11.076/2004 assim o considera: "o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial" (art. 36 da Lei nº 11.076/2004).

O CRA, embora seja um título de crédito emitido eletronicamente, não perde os atributos cambiários, embora para alguns deles faça-se necessária certa adaptação. Acerca dos atributos aplicáveis aos títulos emitidos eletronicamente, Alexandre Ferreira de Assumpção Alves e Lívia Sant'Anna esclarecem que:

> autonomia, literalidade, incorporação e cartularidade continuam sendo requisitos fundamentais para a caracterização do título de crédito e deste modo não há que se falar em qualquer alteração quanto às conseqüências jurídicas advindas da emissão eletrônica. Logicamente, o que passa a ser modificado é o meio da emissão, que utiliza o meio magnético e não a cártula (ALVES; SANT'ANNA, 2008, p. 314).

O Projeto de Lei do Senado nº 487/2013, que se propõe a reformar o Código Comercial, embora ainda esteja em tramitação no Congresso Nacional, merece ser aqui citado, haja vista trazer importantes disposições acerca dos suportes dos títulos de crédito, admitindo tanto o suporte cartular quanto o eletrônico, e prevendo, também, a intercambialidade entre títulos de crédito eletrônicos e em papel:

> Seção II – Dos suportes
> Art. 569. O título de crédito pode ter suporte cartular ou eletrônico.
> Art. 570. O título de crédito emitido em um suporte pode ser transposto para o outro.
> § 1º. Enquanto circular no suporte para o qual foi transposto, o suporte originário ficará sob a custódia de pessoa identificada e serão ineficazes eventuais declarações nele registradas após a transposição.
> § 2º. O título de crédito pode retornar ao suporte originário, cessando a eficácia daquele para o qual havia sido transposto.
> § 3º. Em caso de negociação em mercado de balcão organizado, a transposição de suportes e o retorno ao suporte originário obedecem [sic] o respectivo regulamento.
> Art. 571. Desde que certificadas as assinaturas no âmbito da Infraestrutura de Chaves Públicas brasileira (ICP-Brasil), nenhum título de crédito pode ter sua validade, eficácia ou executividade recusada em juízo tão somente por ter sido elaborado e mantido em meio eletrônico[50].

Tendo em vista a admissibilidade do suporte eletrônico para títulos de crédito, o atributo da cartularidade, que significa que o direito de crédito se materializa numa cártula, ou seja, num papel ou documento, mereceria releitura quando se está diante de títulos emitidos em referido

[50] Projeto de Lei do Senado nº 487, de 2013. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento?dm=4713964&ts=1570206910067&disposition=inline. Acesso em: 16 out. 2019.

suporte, já que o papel cede espaço ao documento eletrônico. Segundo Leonardo Netto Parentoni:

> [...] é possível afirmar que tanto do ponto de vista tecnológico quanto jurídico existem bases suficientes para flexibilizar a conceituação clássica do princípio da cartularidade, passando a admitir-se que também sejam considerados no conceito de cártula os documentos com suporte eletrônico. E mais do que isto, as necessidades do sistema financeiro fazem com que o recurso a este tipo de suporte material seja uma tendência irrefreável (PARENTONI, 2014, p. 454).

A cartularidade, portanto, não deixa de estar presente nos CRAs; a diferença é que o seu substrato não será o papel, mas sim um documento eletrônico[51].

Também presente no CRA está a literalidade, que significa que somente importa o que consta literalmente no título para fins de verificação de sua existência, seu conteúdo e dos direitos que confere ao seu titular. Segundo Fábio Ulhoa Coelho:

> o princípio da literalidade, por sua vez, preceitua que apenas geram efeitos cambiais os atos expressamente lançados na cártula. [...] Pode-se, contudo, falar num princípio da literalidade adaptado ao meio eletrônico: o que não está no arquivo eletrônico, não está no mundo (COELHO, 2010, p. 396).

A literalidade passa por uma pequena adequação no que se refere aos títulos eletrônicos, já que será demonstrada através dos registros eletrônicos ou por meio de certidão expedida pela entidade registradora autorizada, que mantém o registro da cadeia de negócios realizados enquanto os títulos estiveram registrados em seu sistema, ou, caso o título de crédito esteja depositado em depositário central, por meio de certidão expedida pelo depositário central[52].

A autonomia, por sua vez, é aplicável aos CRAs sem maiores ressalvas, e significa que "*Cada obrigação que deriva do título é autônoma em relação às demais*" (REQUIÃO, 2007, p. 372). Desta forma, a obrigação do avalista do CRA é autônoma em relação a do emitente, por exemplo.

Em suma, pode-se afirmar que sendo o CRA um título de crédito, estará ele representando o documento necessário ao exercício do direito de crédito nele mencionado, sujeitando-se, destarte, às regras do direito cambiário.

---

[51] Acerca do conceito de documento eletrônico, convém destacar a clara definição traçada por Leonardo Netto Parentoni: "pode-se definir documento eletrônico como o texto escrito que representa um fato e tem como suporte material uma mídia eletrônica" (PARENTONI, 2007, p. 23).

[52] Nesse mesmo sentido, vide FERNANDES, 2012, p. 39.

1.2.4.1 Direito cambiário aplicável ao CRA

A Lei nº 11.076/2004, além de atribuir expressamente ao CRA a natureza de título de crédito (art. 36), ainda determina que lhe serão aplicáveis, no que forem cabíveis, as normas de direito cambial. Entende-se a expressão "direito cambial", ou "direito cambiário", como derivada de letra de câmbio, portanto, as normas de regência desse título (Lei Uniforme de Genebra – Decreto nº 57.663/66 e Lei Saraiva – Decreto nº 2.044/1908) seriam as disposições gerais aplicáveis aos títulos de crédito, salvo disposição diversa contida na legislação de outro título. Tal raciocínio se justificava pela inexistência de normas gerais sobre os títulos de crédito no Código Comercial ou no Código Civil de 1916, bem como pela revogação expressa do Título XVI pelo art. 57 do Decreto nº 2.044/1908. Ademais, leis posteriores à Lei Saraiva, determinavam a aplicação supletiva das disposições referentes às letras de câmbio para disciplinar outros títulos de crédito (v.g. art. 15 do Decreto nº 2.591/1912 e art. 25 da Lei nº 5.474/68).

Acerca do referido direito cambial, ou direito cambiário, Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda explica que:

> o direito cambiário é, por sua origem e por seus elementos hodiernos, diferenciação interna do direito comercial - portanto parte especial dêsse. O fato de pertencer a tal ramo do direito interno, ainda que objeto de leis especiais, quiçá regidas com outros propósitos que os propósitos da legislação comum, pede certa importância para se saber quais os princípios gerais há que de se recorrer para se lhe preencherem as lacunas e qual a ordem das fontes, se as leis cambiárias não trataram disso (MIRANDA, 1954, p. 41).

Com o advento do Código Civil de 2002, as normas de direito cambial no Brasil passaram a se sujeitar a uma dualidade de regimes: (i) os títulos de crédito típicos ou nominados, já regulados por leis especiais (a exemplo da letra de câmbio, nota promissória, cheque, etc.), continuaram sendo por estas leis regulados; (ii) os títulos atípicos ou inominados ficaram sujeitos às normas do Código Civil (art. 887 a 926)[53], assim como os títulos nominados criados após a entrada em vigor do *Codex*, *se a lei especial que os disciplinar não lhes houver conferido outro tipo de regramento*.

Sendo o CRA um título de crédito nominado, criado já na vigência do atual Código Civil, a lei que o instituiu não fez expressa menção a um regramento específico[54]. Destarte,

[53] Nesse mesmo sentido, vide: ROSA JÚNIOR, 2007, p. 35.
[54] A Lei nº 11.076/2004 apenas determina que aos CRAs aplicam-se as "normas de direito cambial" (art. 44).

poder-se-ia imaginar, numa análise precipitada, que tal título seria regido pelo referido diploma civilista.

Embora a Lei nº 11.076/2004 não disponha expressamente quais seriam as normas de direito cambial aplicáveis ao CRA, ela deixa implícito que tais normas seriam, na realidade, a LUG, e não o Código Civil, que somente seria aplicado de maneira subsidiária.

Isso porque, quando o art. 44 da Lei nº 11.076/2004 determina "aplicam-se ao [...] CRA, no que forem cabíveis, as normas de direito cambial, com as seguintes modificações: [...] II - é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas", a referida lei está fazendo uma clara remissão à LUG, haja vista que somente esta prevê o protesto necessário do título (art. 44, 1ª alínea).

Nada mencionando o Código Civil sobre protesto necessário, por que estaria a Lei nº 11.076/2004 fazendo essa ressalva? A resposta mais lógica é a de que a referida lei reservou ao CRA a *disciplina da LUG* (e não a do Código Civil), com duas exceções: (i) o endosso deve ser sempre em preto (ou completo); e (ii) o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas é dispensável.

Nesse mesmo sentido, cita-se decisão monocrática do Ministro do Superior Tribunal de Justiça (STJ) Luis Felipe Salomão:

> [...] Assim, penso que as normas das leis especiais que regem os títulos de crédito nominados, v.g., letra de câmbio, nota promissória, cheque e duplicata, continuam vigentes e se aplicam quando dispuserem diversamente do CCB de 2002, por força do art. 903 do Diploma civilista. [...] Destarte, o regramento oferecido pelo legislador civilista restringe-se aos títulos inominados e aos que forem criados após a entrada em vigor do Código Civil, se outro não lhes for determinado pela lei especial que os disciplinar. [...] cumpre ressaltar que, quanto aos únicos [sic] títulos (nominados) criados após o CC/2002 – Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, Warrant Agropecuário – WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e *Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA* -, a Lei n. 11.076/2004, *em clara remissão à LUG (já que o CC não prevê o protesto necessário),* estabeleceu, nos arts. 2º e 44, *in verbis*: Art. 2º Aplicam-se ao CDA e ao WA as normas de direito cambial no que forem cabíveis e o seguinte: I – os endossos devem ser completos; II – os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão-somente, pela existência da obrigação; III – é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas. Art. 44. Aplicam-se ao CDCA, à LCA e ao CRA, no que forem cabíveis, as normas de direito cambial, com as seguintes modificações: I – os endossos devem ser completos; II – é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas (grifo nosso)[55].

[55] Recurso Especial nº 1.453.930 - SP (2012/0175355-7). Disponível em: https://scon.stj.jus.br/SCON/decisoes/toc.jsp?livre=%28%22LUIS+FELIPE+SALOM%C3O%22%29.MIN.&processo1453930.NUM.&data=%4DTPB+%3E%3D+20161207+E+%40DTPB+%3C%3D+20161207&b=DTXT&thesaurus=JURIDICO&p=true. Acesso em: 13 out. 2019.

Os argumentos apresentados são procedentes e merecem acolhimento. Não obstante registra-se que, em 2016, ano em que foi proferida a decisão monocrática, citada, não eram apenas os títulos do agronegócio os únicos nominados criados após o Código Civil. Entre 2003 e 2016 foram instituídos vários novos títulos, tais como a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI) e a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) pelos artigos 12 e 18 da Lei nº 10.931/2004, tendo em ambos a possibilidade de circulação por endosso, a Letra de Arrendamento Mercantil – LAM, expressamente considerada como título de crédito pelo art. 2º, § 1º, da Lei nº 11.882/2008 e a Letra Financeira, criada pelo art. 37 da Lei nº 12.249/2010.

Dessa forma, *defende-se que as normas cambiárias aplicáveis ao CRA, assim como aos demais títulos de crédito previstos na Lei nº 11.076/2004 (CDCA, LCA, CDA e WA), são aquelas presentes na própria lei que os instituiu (Lei nº 11.076/2004) e, no que forem cabíveis, na LUG, aplicando-se o Código Civil de maneira subsidiária, apenas quando as referidas leis não dispuserem de forma diversa do diploma civilista*[56].

Verificada a aplicação das normas cambiárias contidas na LUG, no que couber, CRA, passa-se a analisar a possibilidade de se lhe aplicar os atos cambiários do saque (ou emissão), aceite, endosso e aval.

O saque, ou emissão, é o ato cambiário por meio do qual se emite o título, criando-o. O ato corresponde à declaração cambial que confere uma ordem de pagamento pelo sacador (ou emitente) ao sacado[57]. Em termos técnicos, o saque tem aplicação aos títulos cuja estrutura da relação cambiária corresponde a uma ordem de pagamento. Logo, o sacador ao criar o título nele encerra uma ordem ao sacado para efetuar o pagamento ao beneficiário ou à sua ordem, se assim for. Por outro lado, em se tratando de estrutura correspondente a uma promessa de pagamento, utilizam-se os termos "subscritor" ou "emitente", caso do CRA, em que a companhia securitizadora promete efetuar o pagamento do título aos subscritores ou eventuais adquirentes.

A emissão do CRA se dá de forma eletrônica, haja vista ser este um título de crédito escritural. Referida emissão será escriturada pela própria companhia securitizadora ou por uma

---

[56] Art. 903 do Código Civil: "Salvo disposição diversa em lei especial, regem-se os títulos de crédito pelo disposto neste Código".

[57] Há quem alegue haver diferença entre "criação" do título e "emissão", sendo a criação correspondente ao momento em que o sacador insere sua assinatura no título, dando a ele forma escrita, ao passo em que a emissão seria o ato de colocar o título, já criado, em circulação. Da mesma forma, há quem alegue referir-se o saque somente aos títulos que conferem uma ordem de pagamento, como, por exemplo, a letra de câmbio e o cheque, enquanto a emissão diria respeito aos títulos que não contém uma ordem de pagamento, a exemplo da nota promissória, que não seria sacada, mas sim emitida (MARTINS, 2016, p. 73). Nessa dissertação, entende-se que saque e emissão seriam sinônimos, conforme defende Fran Martins: "De qualquer modo, se bem que, no fundo, haja sensível diferença entre emissão, criação e saque, na prática são geralmente empregados os termos emissão ou saque para indicar a feitura e o ato de pôr a letra em circulação" (Ibid., p. 73)

entidade por ela contratada para a prestação dos serviços de escrituração. Esta entidade escrituradora, que deverá ser autorizada pela CVM a praticar a atividade de escrituração, fará o lançamento da emissão do CRA em sistema eletrônico de escrituração (art. 35-A da Lei nº 11.076/2004, incluído pela Lei nº 13.986/2020). Segue-se aqui, por exemplo, a mesma lógica da Duplicata Escritural, título de crédito emitido mediante lançamento em sistema eletrônico de escrituração gerado pelas entidades que praticam a atividade de escrituração dessa espécie de título (art. 3º da Lei nº 13.775/2018).

O *endosso*, ato cambiário consistente na transferência do título de um credor para outro, está previsto, no que se refere ao CRA, na própria Lei nº 11.076/2004, que estabelece que ele deve ser completo (art. 44, I, da Lei nº 11.076/2004), ou seja, em preto, nomeando-se o endossatário e transferindo-se o título e todos os direitos nele mencionados (COSTA, 2003, p. 179). Embora o CRA acolha a LUG, essa ressalva em relação ao endosso a ela se sobreporá, haja vista a Lei nº 11.076/2004 ser uma lei especial que prevalecerá naqueles casos em que a LUG com ela for incompatível.

Além disso, destaca-se que o ordenamento jurídico nacional não admite o endosso parcial, que é considerado nulo tanto pelo Código Civil (art. 912, parágrafo único), quanto pela LUG (art. 12). Essa vedação se justifica pelo fato de o título de crédito ser algo não divisível, sendo-lhe, portanto, incompatível uma transferência parcial, em razão da unidade do crédito nele materializado.

Acerca da responsabilidade do endossante, tendo em vista que a LUG se aplica ao CRA no que for compatível com a Lei nº 11.076/2004, o endossante, salvo cláusula em contrário, é responsável pelo pagamento do título, sendo o endosso, nesse caso, necessariamente com garantia (art. 15 da LUG)[58], podendo o endossante ser demandado mesmo sem protesto, haja vista esse ser facultativo por força do art. 44, II da Lei nº 11.076/2004.

A Lei nº 11.076/2004, em decorrência da conversão da MP 897 na Lei nº 13.986/2020, passou a conter mais uma previsão acerca do endosso do CRA, qual seja, aquela que determina que o sistema responsável pela escrituração dos CRAs fará constar o endosso e a cadeia de endossos, se houver, dos referidos títulos (art. 35-D c/c art. 35-A e art. 37, § 1º, da Lei nº 11.076/2004).

[58] Diverso é o disposto no Código Civil, que prevê que "ressalvada cláusula expressa em contrário, constante do endosso, não responde o endossante pelo cumprimento da prestação constante do título" (art. 914 do Código Civil). Considerando, contudo, que ao CRA se aplica, no que for cabível, a LUG, as regras desta última se sobressairão àquelas do Código Civil, de modo que o endossante do CRA, portanto, salvo cláusula expressa em contrário, será garante do cumprimento da obrigação constante do título.

A figura do endosso poderia ser questionada quando se está diante de títulos escriturais, já que a transferência destes se daria apenas através da alteração dos seus registros pela companhia securitizadora emissora ou, conforme o caso, pela entidade escrituradora e pelo depositário central. Contudo, não parece que o legislador teria cometido tamanho equívoco, atrelando ao CRA um instituto [endosso] que não seria aplicável a títulos de crédito escriturais[59].

Dessa forma, mais razoável seria que se equiparassem ao endosso as anotações nos registros da companhia securitizadora emitente ou, se for o caso, nos registros da entidade escrituradora por esta contratada para fazer a escrituração do CRA, assim como no sistema da entidade depositária central onde o CRA estiver depositado[60]. O endosso, portanto, ocorrerá por meio da transferência de titularidade do CRA nos registros da cadeia de negócios efetuados com esses títulos registrados no sistema eletrônico da depositária central, transferência essa que será reproduzida na escrituração da emissora ou, conforme o caso, da escrituradora por ela contratada.

O *aval*, "ato cambiário acessório, formal, literal, facultativo e unilateral pelo qual um terceiro se obriga a garantir o pagamento de um título de crédito" (ALVES, 2015, p. 59), também é aplicável ao CRA, haja vista a Lei nº 11.076/2004 a ele fazer expressa menção, ao dispor que é dispensado o protesto cambial para fazer valer o direito de regresso contra *avalistas* (art. 44 da Lei nº 11.076/2004). O aval deve constar no próprio CRA e indicar a pessoa por quem se dá, sendo que, na falta de indicação, entender-se-á ser pelo emitente do título (art. 31 da LUG). O avalista responde da mesma maneira que o avalizado. Esse, realizando o pagamento, fica sub-rogado nos direitos emergentes do CRA contra a pessoa a favor de quem

---

[59] O ordenamento jurídico pátrio não impede que haja títulos que sejam, ao mesmo tempo, escriturais e endossáveis, a exemplo da letra de arrendamento mercantil (LAM), que é um título de crédito emitido sob a forma escritural, mediante registro em sistema de registro e liquidação financeira de ativos autorizada pelo Bacen (art. 3º da Lei nº 11.882/2008), e que é endossável (art. 2º, § 1º da Lei nº 11.882/2008). Convém ainda lembrar que, até 1990, ano em que a Lei nº 8.021/1990 revogou os art. 32 e 33 da Lei nº 6.404/1976 (Lei das S/A), existiam ações endossáveis que poderiam ser escriturais, ou seja, a Lei das S/A permitia expressamente a existência de um título escritural transmissível por endosso (art. 32 a 35 da Lei das S/A). Da mesma forma, a MP 897 e, finalmente, a Lei nº 13.986/2020, passaram a prever que o CDA, o WA, o CDCA e o próprio CRA podem ser emitidos sob a forma escritural, através do lançamento em sistema eletrônico de escrituração gerido por entidade autorizada pelo Bacen a exercer esse tipo de atividade de escrituração, entidade essa que registrará, em seu sistema, o endosso ocorrido com os referidos títulos (art. 3º-C, II, art. 35-D, II, e art. 35-D, da Lei nº 11.076/2004). Desses exemplos é possível concluir que a figura do endosso é plenamente compatível com títulos escriturais.

[60] No mesmo sentido, Rubens Requião se expressa no sentido de que a "solução para a dúvida poderá ser encontrada se se entender que o registro da operação de transferência [...] seja uma espécie de endosso, de natureza virtual" (REQUIÃO, Rubens Edmundo. Os novos títulos de crédito derivados do agronegócio. Disponível em: http://requiao.adv.br/artigo11.htm. Acesso em: 10 ago. 2019). Jean Carlos Fernandes entende que, nos títulos de crédito escriturais, as transferências "operadas junto à instituição registradora [ou junto à depositária central, conforme o caso], têm os mesmos efeitos jurídicos do endosso, ou seja, responsabilidade solidária do endossante, salvo exclusão legal ou aposta no título e incidência do princípio da inoponibilidade das exceções pessoais" (FERNANDES, 2012, p. 43).

foi dado o aval, assim como contra os obrigados para com esta pessoa em virtude do título (art. 32 da LUG).

Considerando que o CRA é um título escritural, não há que se falar em assinatura do avalista no próprio título. Portanto, a disposição do art. 31 da LUG, segundo a qual "o aval considera-se como resultante da simples assinatura do dador", deve ser lida com ressalvas. Em se tratando de CRA, seguir-se-á o mesmo raciocínio da Lei nº 13.775/2018, que dispõe sobre a emissão de duplicata sob a forma escritural, de modo que, nos termos do art. 4º e seu § 4º, o aval dar-se-á por meio de sua escrituração no sistema eletrônico de escrituração em que o título foi lançado, e os avalistas indicados como garantidores do cumprimento da obrigação constarão como tal dos extratos emitidos pela entidade administradora do referido sistema eletrônico.

Da mesma maneira, o aval no CRA é formalizado mediante uma ordem de escrituração desse ato cambial dirigida, conforme o caso, à entidade escrituradora autorizada pela CVM a exercer a atividade de escrituração de CRA, bem como à depositária central autorizada pela CVM a exercer a atividade de depósito centralizado de CRA. A própria Lei nº 11.076/2004, em decorrência da conversão da MP 897 na Lei nº 13.986/2020, esclareceu que, no sistema eletrônico de escrituração em que o CRA estiver lançado, constará a inclusão de notificações, de cláusulas contratuais e de outras informações, donde se depreende que o aval também deverá ser informado no referido sistema.

O *aceite*, por sua vez, é o "ato cambiário acessório, formal, literal, unilateral e facultativo pelo qual o sacado (a pessoa indicada para acatar a ordem de pagamento) se obriga a efetuar o pagamento nas condições estabelecidas no título à data do vencimento, tornando-se obrigado principal e direto" (ALVES, 2015, p. 54).

O aceite, que é posto no próprio título, somente faz sentido naqueles títulos de crédito em que o sacador emite uma ordem de pagamento a prazo, a ser cumprida por um terceiro (sacado)[61]. Este terceiro manifesta a sua concordância através do aceite, comprometendo-se, então, a cumprir a obrigação perante o credor. O aceite é aplicável, por exemplo, na letra de câmbio, em que o sacador do título dá uma ordem de pagamento em favor do tomador, que deverá ser cumprida pelo sacado, ou seja, por aquele que se responsabilizará, mediante o aceite, a cumpri-la. Nesse sentido, segundo João Eunápio Borges:

> Não se confunda, pois, é a declaração principal, a declaração originária que é a única necessária e indispensável para a criação da cambial, com a obrigação principal e direta. Na nota promissória, há coincidência entre as duas, porque a declaração

[61] A título de esclarecimento, cumpre destacar que, embora seja um título de crédito que representa uma ordem de pagamento, o cheque não admite a figura do aceite, haja vista se tratar de ordem de pagamento à vista (art. 6º da Lei nº 7.357/85).

> originária – do emitente – dá lugar à obrigação principal, direta, do emitente, isto é, do criador do título. Na letra de câmbio, ao contrário, enquanto originária, principal e indispensável – para dar nascimento ao título – é a declaração do sacador, é este um obrigado de regresso, sendo principal e direta a obrigação do aceitante (BORGES, 1971, p. 49).

No CRA, a declaração principal, originária, necessária e indispensável para a criação do título é aquela feita pela securitizadora emissora do título, a qual ficará também responsável diretamente pelo cumprimento da obrigação[62]. Dessa sorte, *não há que se falar em aceite em sede de CRA*, já que esse título é criado e cumprido pela sua própria emissora (promessa de pagamento), dispensando a aceitação de um terceiro.

Uma vez definidas as normas de direito cambial aplicáveis ao CRA, mister se faz lembrar que referidas normas impõem o princípio do formalismo ou rigor cambiário, o que leva à regra de que o título de crédito "somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei" (art. 887 do Código Civil). Daí a importância de se conhecer os requisitos essenciais do CRA, o que será exposto a seguir.

1.2.4.2 Dos requisitos essenciais do CRA e do formalismo dos títulos de crédito

Em atenção ao princípio do formalismo, a emissão do CRA deve se estruturar atendendo-se aos requisitos essenciais expressos na Lei nº 11.076/2004, sob pena deste título perder a sua natureza de título de crédito. Uma eventual perda de sua natureza cambiária não faz, contudo, que o CRA seja considerado juridicamente inexistente, haja vista que "a omissão de qualquer requisito legal, que tire ao escrito a sua validade como título de crédito, não implica a invalidade do negócio jurídico que lhe deu origem" (art. 888 do Código Civil). Nesse mesmo sentido, esclarece Rubens Requião que:

> o fato de o título [de crédito] perder seu caráter cambiário não importa dizer que seja um título ou obrigação inexistente, ou juridicamente ineficaz. Não. O documento continua valendo como quirógrafo, como prova de uma obrigação comum, escrita, destituída apenas de rigor cambiário. Estará fora do direito cambiário, mas tutelado pelo direito comum. Não poderia, como já se disse, servir de fundamento a uma ação cambiária, nem ser transmissível por endosso, ou garantido por aval, fazendo-se a sua circulação pela cessão de crédito (REQUIÃO, 2007, p. 413).

Assim, uma vez respeitados os requisitos da lei, o CRA manterá a sua natureza de título de crédito, isto é, de "*documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele*

[62] A estrutura cambiária do CRA é de promessa de pagamento em dinheiro, tal qual a da nota promissória e a do Warrant Agropecuário, por exemplo.

mencionado" (VIVANTE, 1919, p. 63). Por ser um título de crédito, no que for cabível, acolhem-se as normas do direito cambial, em respeito ao formalismo cambiário. Nesse sentido, a lei exige que constem, no contexto escritural do CRA, as seguintes informações: (i) requisitos essenciais do título; (ii) o endosso e a cadeia de endossos, se houver; (iii) os aditamentos, as ratificações e a retificações; (iv) a inclusão de notificações, cláusulas contratuais e de outras informações; e (v) a inclusão de gravames e ônus, caso constituídos (art. 35-D c/c art. 35-A e art. 37, § 1º da Lei nº 11.076/2004, incluídos pela Lei nº 13.986/2020). O comprovante de titularidade do CRA é feito por extrato emitido pela entidade escrituradora ou pela depositária central.

Como exemplo prático deste extrato, cita-se aquele emitido pela B3, na qualidade de depositária central dos CRAs distribuídos publicamente por certa companhia securitizadora e negociados em mercado organizado de valores mobiliários. Tal extrato reflete a titularidade, pela autora da presente dissertação, de 1 (um) CRA da referida emissão, adquirido no mercado secundário em 30 de abril de 2020 por intermédio de sociedade corretora de valores, e contém as seguintes informações[63]: (i) identificação da titular do CRA, incluindo seu nome, número de sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas (CPF), e a instituição custodiante que lhe representa perante a B3; (ii) indicação da companhia securitizadora emitente; (iii) denominação ("CRA"); (iv) código de negociação do título no mercado secundário; (v) data da emissão do título; (vi) data de seu vencimento; (vii) valor unitário do título; (viii) data da emissão do extrato; (ix) quantidade de CRAs detidos pelo titular; (x) garantia; (xi) ônus e gravames; (xii) tipo de movimentação/evento (compra/venda); e (xiii) data do evento (compra/venda). É o que se reproduz adiante:

[63] O número do CPF da titular do CRA, a denominação da instituição custodiante que lhe representa perante a B3, a denominação da companhia securitizadora e o código de negociação do CRA no mercado secundário foram tarjados de preto pela autora dessa dissertação, por se tratarem de informações cuja divulgação em nada acrescentaria à presente dissertação.

Figura 4: Extrato de CRA emitido pela B3, na qualidade de depositária central do título.



BRASIL BOLSA BALCÃO

Extrato | Segmento Cetip UTVM

Emitido em 02/05/2020

B3 S.A. - BRASIL, BOLSA, BALCÃO
Nome ou Razão Social: MARCELA ZANETTI MASCARENHAS
CPF/CNPJ: [redacted]
Cliente da Instituição: [redacted]

VALORES MOBILIÁRIOS | POSIÇÃO

						QUANTIDADE				GARANTIA			ÔNUS E GRAVAMES			
EM	INSTRUMENTO FINANCEIRO	CÓDIGO	EMISSOR	DATA DE EMISSÃO	DATA DE VENCIMENTO	DISPONÍVEL	INDISPONÍVEL	RESERVA TÉCNICA	BLOQUEADA	RECEBIDA	FORNECIDA	OBS.	RECEBIDA	FORNECIDA	CONTRAPARTE	OBS.
30/04/2020	CRA	[redacted]	[redacted]	20/03/2019	15/04/2026	1	0	0	0	0	0		0	0		

VALORES MOBILIÁRIOS/DERIVATIVOS | MOVIMENTAÇÕES

DATA	TIPO MOVIMENTAÇÃO / EVENTO	TIPO INSTRUMENTO FINANCEIRO	CÓDIGO	QUANTIDADE	VALOR UNITÁRIO (R$)	VALOR FINANCEIRO DO EVENTO (R$)	DÉBITO / CRÉDITO
23/04/2020	COMPRA/VENDA	CRA	[redacted]	1	R$ 892,13708700	R$ -892,13	

B3: O RESULTADO DA COMBINAÇÃO ENTRE BM&FBOVESPA E A CETIP

A B3 foi criada em março de 2017 como fruto da combinação entre a BM&FBOVESPA e a Cetip, dando origem a uma companhia de infraestrutura de mercado financeiro de classe mundial e consolidando a atuação da BM&FBOVESPA na negociação e pós-negociação de produtos listados e da Cetip no registro e depósito de operações de balcão e na transmissão de dados referentes aos registros de contratos de financiamento. Todos os dados aqui contidos refletem única e exclusivamente informações relacionadas ao Segmento Cetip UTVM.

Os valores de movimentações/eventos apresentados são brutos. Os cálculos para fins de retenção e recolhimento de imposto são de responsabilidade do emissor/registrador. Informações com a indicação (*) são baseadas em valores/quantidades disponíveis até o momento da emissão deste extrato, sujeitas a confirmação e passíveis de alteração sem aviso prévio.

Fonte: Canal Eletrônico do Investidor – B3. Disponível em: https://cei.b3.com.br/CEI_Responsivo/. Acesso em: 04 mai. 2020.

As informações obrigatórias, previstas no art. 35-D c/c art. 35-A e art. 37, § 1º da Lei nº 11.076/2004, incluídos pela Lei nº 13.986/2020, são formalidades que o CRA deve respeitar. De forma mais específica, pode-se afirmar que a maior evidência do formalismo a que se sujeita o CRA estaria no art. 40 da Lei nº 11.076/2004, que, inobstante o fato de o CRA ser emitido eletronicamente, condiciona sua emissão à prévia emissão do Termo de Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio, documento cartular.

1.2.4.3 Termo de Securitização de direitos creditórios do agronegócio

O Termo de Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio é um documento escrito, emitido pela companhia securitizadora, no qual devem expressamente constar: (i) o devedor, o valor nominal e o vencimento de cada direito creditório que servirá de lastro aos CRAs; (ii) identificação dos CRAs a serem emitidos; e (iii) indicação, quando constituídas, das garantias de resgate dos CRAs da série a ser emitida (art. 40 da Lei nº 11.076/2004).

O CRA tem como documento necessário e a ele vinculado o *Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem* (art. 40 da Lei nº 11.076/2004), sendo um título de crédito causal e dependente[64], já que sem o Termo de Securitização não há que se falar em emissão de CRA. O Termo de Securitização é importante não apenas por ser o documento que dá origem ao CRA, mas também por prever quais são os direitos creditórios do agronegócio que lhe servem de lastro e, se existentes, quais são as garantias de resgate do título.

Nesse sentido, uma vez devidamente formalizado o Termo de Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio, poderão ser emitidos os CRAs, obviamente desde que obtida a aprovação pela CVM para registro da emissão, conforme previsto no art. 11 da IN 600. Os CRAs, ressalvados os casos de dispensa de registro previstos em regulamentação própria, somente podem ser ofertados aos investidores após o registro da oferta pública junto à CVM, devendo ser anexada ao pedido de registro de oferta pública de distribuição de CRAs uma cópia do Termo de Securitização.

Ao se tratar do Termo de Securitização, mister se faz esclarecer o que se entende por "securitização de direitos creditórios do agronegócio". É o que se verá a seguir.

---

[64] Sobre a vinculação do CRA ao Termo de Securitização, pode-se fazer uma analogia à duplicata, que, por ser também um título causal e dependente, deve estar vinculada à fatura, assim como o CRA vincula-se ao Termo de Securitização.

1.2.4.3.1 Da securitização de direitos creditórios do agronegócio através da emissão de CRA

A operação de securitização originou-se no mercado imobiliário dos Estados Unidos da América (EUA) na década de 1970[65]. Trata-se de palavra derivada do mercado de capitais estadunidense, onde se utiliza a expressão "*securitization*", que está ligada ao próprio conceito de "*securities*", o qual, numa tradução literal para o português, significa "valores mobiliários". Trata-se de uma substituição das formas tradicionais de financiamento bancário pelo financiamento através do mercado de capitais (CAMINHA, 2007); (YAZBEK, 2007, p. 132-133).

Isso porque a securitização representa uma conversão de créditos em títulos negociáveis no mercado de capitais, através da atuação das companhias securitizadoras (CANÇADO; GARCIA, 2007); (CHALHUB, 2000, p. 367). Ela corresponde à emissão de valores mobiliários cujos fluxos de pagamento estão lastreados em determinado(s) ativo(s) (VEDROSSI, 2002).

Joah Deacon traz uma boa definição para securitização:

> Securitização é o processo de conversão de fluxos de caixa decorrentes de ativos subjacentes ou dívidas (recebíveis) devido ao originador (a entidade que criou os recebíveis) em um fluxo de pagamento gradual, permitindo assim ao originador aumentar o financiamento lastreado em ativos através de um empréstimo ou emissão de valores mobiliários, genericamente conhecidos como títulos lastreados em ativos ou ABS. [...] Os negócios são normalmente estruturados por uma transferência de recebíveis do originador para uma empresa recém-criada, conhecida como um veículo para fins especiais [SPV], de forma a separar os recebíveis do risco de insolvência do originador. [...] Em seguida, a SPV emite o ABS e transfere os proventos para o originador por meio do preço de compra dos recebíveis. O produto da compra é normalmente menor que o valor nominal dos recebíveis, com algum risco residual nos recebíveis sendo retido pelo originador como uma forma de reforço de crédito para a emissão de ABS (por exemplo, por meio de uma participação de notas subordinadas emitidas pela SPV) (DEACON, 2004, p. 1, tradução nossa)[66].

---

[65] BHATTACHARYA; FABOZZI, 1996, p.3; CAOUETTE *et al*., 1998, p.358; HILL, 1996, p.1113; STONE; ZISSU, 2005, p.4. Embora a primeira operação de securitização tenha ocorrido na Itália, em no século XII, costuma-se atribuir aos Estados Unidos a origem da securitização, haja vista que foi neste país que se desenvolveu o instituto, da forma como se conhece atualmente.

[66] Original em inglês: "Securitization is the process of converting cash flows arising from underlying assets or debts (receivables) due to the originator (the entity which created the receivables) into a smoothed repayment stream, thus enabling the originator to raise asset-backed finance through a loan or an issue of debt securities generically known as asset-backed securities or ABS. […] Deals are normally structured by a transfer of receivables from the originator to a newly established company known as a special purpose vehicle (or SPV), in a way designed to separate the receivables from the insolvency risk of the originator […]. The SPV then issues ABS and transfers the proceeds to the originator by way of purchase price for the receivables. The purchase proceeds are normally less than the face value of the receivables, with some residual risk on the receivables being retained by the originator as a form of credit enhancement for the ABS issue (e.g. by way of a holding of subordinated notes issued by the SPV)" (DEACON, 2004, p.1).

Antes da emissão dos valores mobiliários, haverá a cessão à securitizadora dos ativos que servirão de lastro aos títulos por ela emitidos. Uma vez estando sob a titularidade desses ativos, a securitizadora emitirá os valores mobiliários, a serem ofertados publicamente no mercado para subscrição pelos investidores interessados. Com o recebimento dos valores advindos dessa subscrição, a securitizadora poderá pagar àquele que lhe transferiu os ativos (originador do crédito) pela cessão havida. O devedor do crédito pagará, então, não mais ao originador do crédito, antigo credor, mas sim à securitizadora (cessionária).

O originador do crédito recebe, da securitizadora, o valor que teria a receber do devedor, obviamente com um desconto no preço (*spread*) em favor da companhia securitizadora adquirente do crédito. Nesse sentido, as operações de securitização podem ter por objeto a cessão de créditos: (i) que vencerão futuramente (não performados); (ii) já performados (cuja exigibilidade não depende do cumprimento de qualquer prestação pelo cedente); e/ou (iii) créditos já vencidos e não pagos pelo devedor, que se encontra inadimplente[67].

Acerca do *spread*, isto é, do deságio incidente sob o valor do crédito adquirido pela companhia securitizadora, em favor desta, Fernando Schwarz Gaggini faz uma pertinente observação:

> Tal deságio é condição *sine qua non* para a operacionalização da securitização, uma vez que é deste desconto que os titulares dos valores mobiliários obterão seus rendimentos. Se não existisse o deságio, igualmente não existiria interesse por parte dos investidores em adquirir os títulos e valores mobiliários lastreados pelos recebíveis. O percentual de deságio dependerá de diversos fatores, tais como: o prazo de vencimento dos títulos, a classificação de risco dos recebíveis e dos títulos e valores mobiliários lançados, as taxas de juros vigentes no mercado, entre outros (GAGGINI, 2003, p. 31).

A securitização seria, destarte, a conversão do direito creditório do agronegócio em CRA, isto é, a conversão de um ativo (crédito do agronegócio) em valores mobiliários (CRA). A securitização permite a destinação de recursos ao produtor rural, seja diretamente, através da aquisição, pela securitizadora, de um crédito de que o cedente seja titular (como, por exemplo, debêntures), seja indiretamente, através do repasse de valores obtidos com a securitização para o adimplemento de negócios firmados entre terceiros, junto ao produtor rural.

---

[67] A título de exemplificação, a Instrução CVM nº 444/2006, que trata do funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados, admite expressamente a cessão de créditos inadimplidos, nos termos do art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 444/2006: "Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo [...]".

É o Termo de Securitização que possibilita a securitização dos direitos creditórios do agronegócio, já que ele vincula expressamente esses direitos à emissão de uma série de CRAs.

Nesse diapasão, uma vez devidamente formalizado o Termo de Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio, passa-se à emissão pública dos CRAs, que se dará sob forma escritural, conforme se verá adiante.

1.2.4.4 Título de crédito escritural

O CRA caracteriza-se como um título escritural (art. 37, §1º, da Lei nº 11.076/2004), pois é "*emitido a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e que constem da escrituração do emitente*" (art. 889, § 3º do Código Civil), sendo um título não cartular[68], existente exclusivamente sob a forma eletrônica.

A emissão do CRA é ato cambiário praticado privativamente pela companhia securitizadora. O emissor é aquele que cria o título, o põe em circulação e se responsabiliza pelo pagamento ao seu titular (ALVES, 2015, p. 49).

O CRA, por ser um título de crédito nominativo (art. 36 da Lei nº 11.076/2004), terá o nome do seu beneficiário constando expressamente no registro da companhia securitizadora emitente (art. 921 do Código Civil), ou, conforme o caso, no registro da entidade escrituradora contratada pela emissora para a abertura e manutenção dos livros eletrônicos de registro dos titulares dos CRAs.

O título, quando distribuído publicamente ou negociado em mercado organizado de valores mobiliários é depositado em entidade autorizada a exercer a atividade de depósito centralizado de ativos e de valores mobiliários (art. 35 da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

Como já tratado anteriormente neste capítulo, a entidade autorizada, pela CVM ou pelo Bacen, no âmbito de suas competências, a exercer a atividade de depósito centralizado de ativos e de valores mobiliários é denominada "*depositário central*" (art. 4º, IV, da Lei nº 11.076/2004,

[68] Importante esclarecer que, embora seja não cartular no sentido estrito da palavra [entendendo-se aqui por cartular o título não documentado em um papel], o CRA não deixa de ser materializado. Todo título de crédito precisa de um suporte material, inclusive aqueles existentes exclusivamente sob a forma eletrônica. O suporte material é a própria essência do conceito de documento, mesmo dos documentos eletrônicos, cujo suporte material é uma mídia eletrônica (PARENTONI, 2007, p. 23). Leonardo Netto Parentoni esclarece a questão do suporte material: "esse suporte material não precisa ser, necessariamente, o papel, admitindo-se também a mídia digital, caso em que se terá um documento eletrônico" (Ibid., p. 21). "Conclui-se, portanto, que do ponto de vista teórico nada impede que um arquivo de computador seja considerado como documento em sentido técnico-jurídico" (Ibid., p. 21).

incluído pela Lei nº 13.986/2020). A atividade de depósito centralizado compreenderá a guarda centralizada do CRA, bem como o controle de sua titularidade e o tratamento de seus eventos.

Os CRAs, em forma eletrônica, para fins do depósito centralizado, são transferidos para a depositária central, sob o regime de titularidade fiduciária, e a depositária central se responsabiliza pela integridade dos sistemas por ela mantidos e dos registros correspondentes aos CRAs sob sua guarda centralizada (art. 23 e art. 24 da Lei nº 12.810/2013).

Conforme art. 24 e parágrafos e art. 25, da Lei nº 12.810/2013, a constituição e extinção da titularidade fiduciária que a depositária central mantém sobre os CRAs são realizadas exclusivamente mediante a inclusão e a baixa desses títulos nos controles de titularidade da depositária central. Os CRAs permanecerão nas contas de depósito centralizado em nome do seu respectivo titular efetivo até que sejam resgatados, retirados de circulação ou restituídos aos seus titulares.

A titularidade efetiva dos CRAs objeto de depósito centralizado se presume pelos controles de titularidade mantidos pela depositária central e a transferência de titularidade dos CRAs dá-se exclusivamente em conformidade com instruções recebidas. Os registros da companhia securitizadora emissora ou da escrituradora do CRA devem refletir fielmente os controles de titularidade da depositária central.

Dessa forma, em havendo negociação do CRA, com a transferência da titularidade do título, é preciso que o negócio seja anotado eletronicamente: (i) no sistema eletrônico mantido pela depositária central, caso os CRAs estejam depositados junto a uma depositária central; e (ii) no sistema eletrônico mantido pela companhia securitizadora emissora ou pela entidade escrituradora do CRA, conforme o caso.

A circulação do título opera-se, portanto, de forma eletrônica, sendo mantido um registro em nome de cada beneficiário final do CRA, semelhante a uma conta corrente, onde os CRAs são lançados a crédito ou a débito, não havendo movimentação física de documentos.

Certo é que, para cada emissão faz-se necessária a formalização de um termo de securitização distinto, devendo as séries distintas de uma mesma emissão estarem vinculadas a um termo de securitização único (art. 8º, § 3º da IN 600). O termo de securitização, por sua vez, é cartular, assinado pela companhia securitizadora e, caso existente, pelo agente fiduciário.

Outra questão que chama a atenção quando se está diante de títulos escriturais é a própria executividade destes títulos. O CRA, por ser um título sem suporte documental físico, está sujeito a certas regras diferenciadas para a sua execução, isto é, para que o credor busque a satisfação do seu direito em face do inadimplemento da securitizadora.

O CRA é um título executivo extrajudicial, haja vista que a Lei nº 11.076/2004 lhe atribui essa natureza (art. 36 da Lei nº 11.076/2004) e o Código de Processo Civil determina que constituem títulos executivos extrajudiciais todos os demais títulos a que a lei atribuir força executiva (art. 784, XII, do Código de Processo Civil).

Sendo título executivo extrajudicial, ante ao inadimplemento pela companhia securitizadora da obrigação de remunerar o titular, possibilitar-se-á a este, na qualidade de credor, o ajuizamento de ação de execução por quantia certa, pela qual se realizará a expropriação dos bens da companhia securitizadora executada (art. 824 do Código de Processo Civil), consistindo essa expropriação em adjudicação, alienação ou apropriação de frutos e rendimentos da empresa ou de estabelecimentos e de outros bens (art. 825 do Código de Processo Civil).

O CRA, por ser um título de crédito escritural, precisa seguir algumas formalidades especiais para a operacionalização da ação de execução. A principal delas é a necessidade de se extrair uma certidão indicando os CRAs escriturais que se encontram registrados eletronicamente nos sistemas da escrituradora contratada pela companhia securitizadora para a escrituração dos CRAs e, quando for o caso, nos sistemas da depositária central.

Assim, para que o CRA seja executado, de acordo com o art. 35-B, § 2º, c/c art. 37, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, ambos com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020, será necessária uma *certidão de inteiro teor* do CRA escritural. Referida certidão, na prática, corresponderá ao: (i) extrato da posição de depósito, emitido pela B3 na qualidade de administradora do sistema de depósito central dos CRAs, em nome do titular do CRA, conforme ilustrado na Figura 4, acima; e/ou (ii) extrato, emitido pela entidade escrituradora, em nome do titular do CRA, com base nas informações prestadas de acordo com a posição constante do sistema de depósito centralizado da B3. Quaisquer desses extratos representarão os CRAs escriturais que se encontram depositados nos sistemas da B3 e possibilitarão a execução do título[69].

Deverão constar do extrato expedido[70], nos termos do art. 35-D da Lei nº 11.076/2004, incluído pela Lei nº 13.986/2020: (i) os requisitos essenciais do título; (ii) o endosso e a cadeia

[69] O extrato do CRA servirá não apenas para o ajuizamento do processo de execução de título executivo extrajudicial, mas também para o titular do CRA ilustrar pedido de falência da companhia securitizadora devedora que, sem relevante razão de direito, deixar de pagar, no vencimento, a obrigação líquida que se encontra materializada no CRA, cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários mínimos na data do requerimento de falência (art. 94, I, da Lei nº 11.101/2005).

[70] Esses requisitos se assemelham àqueles aplicáveis às Duplicatas Escriturais, nos termos do art. 6º, § 1º da Lei nº 13.775/2018, bem como aos CDAs e WAs, conforme disposto no art. 3º-C, da Lei nº 11.076/2004, incluído pela Lei nº 13.986/2020.

de endossos, se houver; (iii) os aditamentos, ratificações e as retificações; (iv) a inclusão de notificações, cláusulas contratuais e outras informações;; e (v) a inclusão de gravames e ônus.

Segue-se, aqui, a mesma lógica da execução da Letra Financeira, da Duplicata Escritural, do WA, CDA e do CDCA.

A Letra Financeira é "título executivo extrajudicial, que pode ser executado independentemente de protesto, com base em *certidão de inteiro teor dos dados informados no registro,* emitida pela entidade administradora do sistema" (art. 38, § 1º da Lei nº 12.249/2010, grifo nosso).

A Duplicata Escritural, nos termos da Lei nº 13.775/2018, é emitida mediante lançamento em sistema eletrônico de escrituração gerenciado pelas entidades que praticam a atividade de escrituração de duplicatas escriturais (art. 3º), e pode ser cobrada judicialmente, de acordo com o processo aplicável à cobrança dos títulos executivos extrajudiciais (art. 7º), *com base no extrato do registro eletrônico da duplicata* (art. 6º).

O WA e o CDA, quando escriturais, poderão ser executados judicialmente com base em certidão de inteiro teor do título emitida pela entidade responsável pela escrituração dos mesmos (art. 3º-A, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

O CDCA, quando escritural, também poderá ser executado judicialmente com base em certidão de inteiro teor do título emitida pela entidade responsável pela sua escrituração (art. 35-B, § 2º, da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020).

Tanto o emitente quanto os coobrigados (endossantes e seus avalistas) poderão ser demandados sem necessidade prévia de protesto do CRA por falta de pagamento (art. 44, II, da Lei nº 11.076/2004). A condição de garantidor, tanto no que se refere ao endossante quanto ao avalista, constará do extrato do CRA, que indicará todos os atos sujeitos a escrituração, tais como a transferência da titularidade do CRA e a prática de atos cambiais sob a forma escritural, como, por exemplo, endosso e aval.

Embora facultativo, o protesto serve, principalmente, para coagir aqueles que se encontram inadimplentes a cumprir com a obrigação, sendo solicitado ao tabelião de protesto de títulos (art. 3º da Lei nº 9.492/97). Trata-se de "ato formal e solene pelo qual se prova a inadimplência e o descumprimento de obrigação originada em títulos e outros documentos de dívida" (art. 1º da Lei nº 9.492/1997); contudo, pode alternativamente ser lavrado por falta de aceite ou de devolução, como prevê o art. 21, *caput*, da Lei nº 9.492/1997.

Para fins de ilustrar pedido de falência da companhia securitizadora devedora, o titular do CRA necessita, por sua vez, proceder ao protesto do título para fim falimentar (art. 94, § 3º,

da Lei nº 11.101/2005). O CRA é recepcionado para protesto por extrato, devendo o emitente desse extrato atestar que as informações conferem com o que consta na origem[71].

A petição inicial da ação de execução, nos termos do art. 798 do Código de Processo Civil, deverá ser instruída com o demonstrativo do débito atualizado e com o título executivo extrajudicial, que será representado pelo extrato emitido pela B3, indicando os CRAs que se encontram registrados eletronicamente nos sistemas de depósito centralizado da B3, ou pelo extrato emitido pela entidade responsável pela escrituração desses CRAs

A companhia securitizadora executada terá o prazo de 3 (três) dias para pagar a dívida, contado de sua citação (art. 829 do Código de Processo Civil). A ação para a execução de CRA, no que se refere aos prazos prescricionais, seguirá a regra prevista no art. 70 da LUG. Assim, prescreverá em 3 (três) anos a pretensão para haver o pagamento do CRA, a contar do vencimento do título.

1.2.4.5 O CRA como título de crédito causal e dependente

O CRA é título de crédito sujeito ao princípio da autonomia, que significa que o titular exerce um direito próprio, sendo cada obrigação derivada do título autônoma em relação às demais. Desde a emissão do CRA, o seu titular passa a exercer um direito próprio, que não é desconstituído em razão das relações existentes anteriormente entre o devedor e anteriores titulares.

Sem prejuízo de sua autonomia, pode-se afirmar que o CRA é um título de crédito causal, faltando-lhe a abstração, ou seja, sua *causa debendi* é determinada por lei e não pode ser afastada no ato de emissão. Segundo Alexandre Ferreira de Assumpção Alves:

> nos títulos abstratos quanto à *causa debendi*, o sacador/subscritor não está adstrito ao contrato ao qual o título se vincula (*v.g*, nota promissória, letra de câmbio ou cheque). Nos títulos causais é necessário para a validade do documento como título de crédito que o saque esteja associado à celebração ou execução do contrato (*v.g*., a emissão do conhecimento de transporte se dá com o recebimento da carga; o saque de uma duplicata de prestação de serviços com a realização do serviço pelo tomador) (ALVES, 2011, p. 49-50).

[71] Art. 8º, § 2º, da Lei nº 9.492/1997: "Os títulos e documentos de dívida mantidos sob a forma escritural nos sistemas eletrônicos de escrituração ou nos depósitos centralizados de que trata a Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013, poderão ser recepcionados para protesto por extrato, desde que atestado por seu emitente, sob as penas da lei, que as informações conferem com o que consta na origem".

Pode-se afirmar que o CRA é um título de crédito causal e dependente, pois permanece vinculado ao negócio jurídico que lhe deu origem, isto é, ao Termo de Securitização, sendo deste dependente.

Da mesma forma que a duplicata deve estar vinculada à fatura de prestação de serviços ou de venda mercantil e, o conhecimento de transporte ao recebimento da carga, o CRA é vinculado ao Termo de Securitização que lhe tenha dado origem. Sem que haja o Termo de Securitização, não há que se falar em CRA. Tanto é que este título somente pode ser emitido após a formalização do Termo de Securitização, sendo deste dependente.

Uma vez analisado o CRA sob o enfoque dos títulos de crédito, passa-se a analisá-lo sob o viés dos valores mobiliários.

1.2.5 O CRA como valor mobiliário

Sabe-se que os CRAs, quando ofertados publicamente[72] e admitidos à negociação em Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela CVM, assumirão a natureza jurídica de valor mobiliário, sujeitos às regras da Lei nº 6.385/1976 (art. 43 da Lei nº 11.076/2004).

Não há, no Brasil, uma definição legal do que seria valor mobiliário. A Lei nº 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, não define o termo, mas apenas elenca os títulos que poderiam ser considerados valores mobiliários[73].

---

[72] Art. 19. § 3º, da Lei nº 6.385/1976: "Caracterizam a emissão pública: I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II - a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação".

[73] Art. 2º da Lei nº 6.385/1976: "São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;
II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;
III - os certificados de depósito de valores mobiliários;
IV - as cédulas de debêntures;
V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
VI - as notas comerciais;
VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e
IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.
§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:
I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures".

A legislação norte-americana sobre valores mobiliários, por sua vez, conhecida como *Securities Act of 1933*, em sua Seção 2, define "*security*" (do inglês, "valor mobiliário") da seguinte forma:

> o termo "valor mobiliário" significa qualquer nota, ação, ação em tesouraria, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado que confere direito ou participação em qualquer acordo de divisão de lucros, certificado de depósito em garantia, parte de fundador, boletim de subscrição, ações transferíveis, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de valores mobiliários, copropriedade de direitos sobre petróleo, gás ou outros minerais, qualquer opção de venda, opção de compra ou direito de preferência em relação a qualquer valor mobiliário, certificado de depósito de qualquer valor mobiliário ou índice de valores mobiliários (incluindo quaisquer juros ou direitos sobre eles baseados no seus valores), ou qualquer opção de compra, opção de venda, direito de preferência negociado em bolsa de valores com relação a moeda estrangeira, ou, em geral, qualquer interesse ou instrumento comumente conhecido como valor mobiliário, ou qualquer certificado de interesse ou participação, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito de subscrição ou de compra, referentes aos títulos e valores mencionados anteriormente (*Securities Act of 1993,* tradução nossa)[74].

Inspirada na legislação norte-americana, reconhecida por trazer um abrangente conceito para valores mobiliários, a Lei nº 10.303/2001 incluiu conceitos abertos na Lei nº 6.385/1976, em especial os seguintes: "outros derivativos" (art. 2º, VII), "outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes" (art. 2º, VIII), "quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo" (art. 2º, IX).

Nesse sentido, a Lei nº 6.385/1976, em razão dos acréscimos trazidos pela Lei nº 10.303/2001, passou a considerar como valores mobiliários sujeitos ao seu regime quaisquer títulos de investimento coletivo que gerem direito de remuneração (art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976).

O colegiado da CVM, expressando-se sobre o assunto, e com base em jurisprudência da Suprema Corte norte-americana, conhecida como "*howey test*"[75], definiu que, para se enquadrar

---

[74] Original em inglês: "[…] the term 'security' means any note, stock, treasury stock, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit sharing agreement, collateral trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, noting trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege or any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a security, or any certificate of interest or participation in temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the fore-going" (*Securities Act of 1993*. Disponível em: http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of %201933.pdf. Acesso em: 01 ago. 2019).

[75] A jurisprudência da Suprema Corte norte-americana, em 1946, no caso *S.E.C. v. Howey Co*., trouxe uma definição para "contrato de investimento" ("*investment contratc*"), que se mostra aplicável, na prática, para a própria conceituação do termo "valor mobiliário". Segundo essa decisão, para ser um contrato de investimento (e, consequentemente, um valor mobiliário), é preciso que se esteja diante de uma transação por meio da qual: (i) uma

no conceito previsto no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, um título deve obedecer aos seguintes requisitos:

> i. deve haver um investimento; ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato; iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio; iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de remuneração; v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor; e vi. os títulos ou contratos devem ser objeto de oferta pública[76]

Dessa forma, entende-se que o CRA objeto de oferta pública estaria enquadrado nessa categoria prevista no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, isto é, na categoria de "quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração", quando ofertados publicamente.

Isso porque o CRA é um título objeto de oferta pública, voltado a uma coletividade de investidores e que gera direito de remuneração ao seu titular, remuneração essa originada dos esforços da companhia securitizadora ou de terceiros, que não o investidor[77].

A classificação do CRA como espécie de valor mobiliário não serve apenas para melhor entender a sua natureza jurídica, mas, principalmente, para se ter ciência da *regulação* estatal a qual estará sujeito. Sendo valor mobiliário, o CRA objeto de oferta pública sujeitar-se-á às regras da lei que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM (Lei nº 6.385/1976), bem como às normas regulatórias, sancionadoras e fiscalizadoras da CVM, na qualidade de agência reguladora do mercado de valores mobiliários [78].

---

pessoa investe seu dinheiro; (ii) num empreendimento coletivo; (iii) com a expectativa de receber lucros; (iv) lucros esses que advenham dos esforços daqueles que emitiram o título, ou de terceiros, mas não dos esforços daquele que investiu no título. "For purposes of the Securities Act, an investment contract (undefined by the Act) means a contract, transaction or scheme whereby a person invests his money in a common enterprise and is led to expect profits solely from the efforts of the promoter or a third party […]" (U.S. Reports: S.E.C. v. Howey Co. Juiz: Murphy, F. Autor: Suprema Corte dos Estados Unidos. *In: Library of Congress*, 1946, v. 328, p. 293. Disponível em: https://www.loc.gov/item/usrep328293/. Acesso em: 01 ago. 2019).

[76] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Sessão de julgamento do processo administrativo sancionador CVM nº RJ 2007/13207. Ementa: Emissão pública de títulos, valores mobiliários ou contratos de investimento coletivo realizada sem prévio registro na CVM. Multa. Rio de Janeiro, 02 set. 2008. Diretor-Relator: Marcos Barbosa Pinto. Presidente da Sessão de Julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana (Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080902PASRJ200713207.pdf. Acesso em: 01 ago. 2019).

[77] O CMN, em 29 de junho de 1998, através da Resolução nº 2517, tornou público que o CRI – título bem próximo do CRA, porém adstrito ao ramo imobiliário – é considerado valor mobiliário enquadrado na categoria "outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional", categoria essa prevista na redação original do art. 2º, III, da Lei nº 6.385/1976, antes das alterações promovidas pela Lei nº 10.303/2001. Como, em 1998, ainda não havia sido incluída a categoria de valores mobiliários consistente em títulos de investimento coletivo que gerem direito de remuneração (atualmente prevista no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976), vez que somente fora incluída em 2001, com a Lei nº 10.303/2001, a saída conferida pelo CMN foi a de enquadrar o CRI na categoria de "outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas".

[78] Nesse mesmo sentido, Modesto Carvalhosa explica que, quando a um título é atribuída a natureza jurídica de valor mobiliário, "[..] aplicam-se as normas legais, regulatórias, fiscalizadoras e sancionatórias a cargo da agência

1.2.5.1 Da sujeição do CRA às normas da CVM

O CMN, órgão integrante do Sistema Financeiro Nacional (SNF), instituído pela Lei nº 4.595/1964, é o responsável por expedir diretrizes gerais para o adequado funcionamento do SFN, sendo o órgão normativo por excelência em matéria de moeda, crédito, capitais e câmbio.

Embora tenha se reservado à disciplina de alguns assuntos específicos relativos ao CRA – como, por exemplo, a modalidade de CRA emitida com cláusula de correção pela variação cambial (art. 37, § 4º da Lei nº 11.076/2004, com a redação dada pela Lei nº 13.986/2020); o estabelecimento de prazos mínimos e outras condições para a emissão e o resgate do CRA, distinguindo tais condições conforme o tipo de indexador previsto contratualmente (art. 49 da Lei nº 11.076/2004) –, o CMN deixou a cargo da CVM a disciplina de todas as demais matérias referentes aos CRAs ofertados publicamente e admitidos à negociação em mercados organizados autorizados a funcionar pela CVM.

O CMN fixa a orientação geral a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições, ficando a cargo desta autarquia a supervisão efetiva do mercado de valores mobiliários. Dessa forma, é a CVM que, em matéria de CRA, teria a competência reguladora, fiscalizadora e sancionadora, no exercício de sua função de supervisão do mercado de valores mobiliários.

Nesse sentido, serão disciplinadas e fiscalizadas pela CVM as atividades de emissão, distribuição, negociação e intermediação de CRAs no mercado de valores mobiliários (art. 1º, I e II, da Lei nº 6.385/1976), sendo que nenhuma emissão pública de CRA poderá ser distribuída no mercado sem o registro prévio na CVM (art. 19 da Lei nº 6.385/1976).

Sendo os CRAs caracterizados como valores mobiliários, os seus emissores (companhias securitizadoras) também estarão sujeitos à disciplina prevista na Lei nº 6.385/1976 (art. 2º, § 2º). Assim, a CVM poderá expedir normas estabelecendo padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos CRAs destinados à negociação em bolsa ou balcão e recusar a admissão ao mercado de determinada emissão que não satisfaça a esses padrões (art. 2º, § 3º, IV).

---

regulatória do mercado de valores mobiliários, a Comissão de Valores Mobiliários, visando à tutela e à proteção do público investidor. Caso contrário, não havendo captação de recursos junto ao público, mediante a emissão de ações, direitos ou títulos ou negociação de contratos, no mercado presente ou de futuros, não há valores mobiliários, não se aplicando a jurisdição administrativa da Comissão de Valores Mobiliários" (CARVALHOSA, 2013. p. 208). Ary Oswaldo Mattos Filho esclarece que "caso não existisse a Comissão de Valores Mobiliário e o Banco Central, ou qualquer outro órgão governamental que regulasse o acesso ao mercado de capitais, seria indiferente a existência ou não do conceito [de valores mobiliários]" (MATTOS FILHO, 1985, p. 39).

Tendo em vista que o instituto do CRA objeto de emissão pública está sujeito às normas da CVM, passa-se a discorrer, no capítulo seguinte, sobre a regulação do CRA pela CVM.

2 A REGULAÇÃO DO CRA PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM)

Conforme as atribuições que lhe foram conferidas pela Lei nº 6.385/1976 (arts. 2º, IX; 8º, I; 19, § 5º; 20; 21 e 22)[79], a CVM regulou o CRA objeto de oferta pública de distribuição, fazendo-o por meio da Instrução CVM nº 600/2018, publicada em 1º de agosto de 2018, doravante "IN 600", sendo considerada a primeira norma voltada *exclusivamente* ao CRA.

Na elaboração do normativo foram adotadas as seguintes premissas:

(i) o CRA é um valor mobiliário sujeito ao regime da Lei nº 6.385/1976, por ser considerado um título de investimento coletivo que confere direito de remuneração, cujos rendimentos são provenientes do esforço do empreendedor ou de terceiros (art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976);

(ii) compete à CVM regulamentar, em atenção à política definida pelo CMN, as matérias previstas na Lei nº 6.385/1976 (art. 8º da Lei nº 6.385/1976);

(iii) nenhuma emissão pública de CRA poderá ser distribuída no mercado sem o registro prévio na CVM (art. 19 da Lei nº 6.385/1976);

(iv) cabe à CVM expedir normas referentes ao registro de emissão pública de CRA, podendo: (a) definir situações que se caracterizam como emissão pública para fins de registro; (b) fixar o procedimento a ser seguido para tal registro e especificar as informações que devam acompanhá-lo (tais como dados sobre a companhia emissora; características da emissão e como serão aplicados os recursos dela provenientes; dados sobre os participantes na distribuição e a sua relação com a companhia emissora ou, se for o caso, com o vendedor); (c) definir as situações em que o registro pode ser dispensado (art. 19, § 5º da Lei nº 6.385/1976);

(v) a CVM mantém, além do registro para emissão pública de CRA, o registro para negociação em bolsa de valores e em mercado de balcão, organizado ou não, somente podendo ser negociados nesses mercados os CRAs emitidos por companhia registrada (art. 21 da Lei nº 6.385/1976);

(vi) cabe à CVM especificar os procedimentos sobre a obtenção dos registros para negociação em bolsa de valores e em mercado de balcão, bem como sobre as informações que devam instruí-los e os casos em que referidos registros possam ser dispensados, recusados,

[79] Tais atribuições correspondem aos dispositivos legais citados no preâmbulo da Instrução CVM nº 600/2018: "O Presidente da Comissão de Valores Mobiliários - CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em 4 de julho de 2018, tendo em vista o disposto na Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, na Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, e nos *arts. 2º, IX, 8º, I, 19, § 5º, 20, 21 e 22 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976*, aprovou a seguinte Instrução [...]" (grifo nosso).

suspensos ou cancelados, assim como os casos em que os CRAs possam ser negociados de forma simultânea nos mercados de bolsa e de balcão (art. 21, § 6º da Lei nº 6.385/1976); e

(vii) cabe à CVM expedir normas a serem aplicadas às companhias abertas (dentre elas a companhia securitizadora emissora do CRA), especialmente no que se referem às informações que elas devam prestar ao mercado e à periodicidade de sua apresentação (art. 21-A e art. 22 da Lei nº 6.385/1976).

Dessa forma, partindo-se das supramencionadas premissas legais, verifica-se que o CRA, por estar sujeito à disciplina da lei do mercado de valores mobiliários (Lei nº 6.385/1976), está também sujeito à disciplina da própria CVM, autarquia com atribuição para regular as matérias previstas na referida lei.

Antes da entrada em vigor da IN 600, havia apenas a Instrução CVM nº 414/2004, que regula o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) objeto de oferta pública de distribuição.

Embora o CRA e o CRI sejam títulos emitidos tendo como causa operação de securitização de crédito, existem distinções básicas entre eles. O CRI é um título de crédito criado pela Lei nº 9.514/1997, sendo, da mesma maneira que o CRA, um título nominativo, de livre negociação, de emissão exclusiva de companhias securitizadoras e que constitui promessa de pagamento em dinheiro (art. 6º e parágrafo único da Lei nº 9.514/1997). O CRI tem por lastro créditos *imobiliários* (art. 6º da Lei nº 9.514/1997), ao passo em que o CRA é lastreado em direitos creditórios do *agronegócio*. Ambos são considerados valores mobiliários quando objeto de oferta pública de distribuição, estando nesse caso sujeitos, portanto, às regras da CVM.

Diferentemente do CRI, que recebeu uma regulação própria da CVM em 2004, o CRA somente a recebeu 14 anos após a sua criação e após ter sido baixada a Instrução CVM nº 414/2004, voltada ao CRI.

Tendo em vista o considerável lapso temporal entre a criação do CRA e a edição da IN 600, é de se questionar como era regulado o CRA objeto de oferta pública antes da edição da IN 600. Estaria ele sujeito à Instrução CVM nº 414/2004, voltada ao CRI?

A resposta a essa indagação encontra-se no próximo item.

2.1 Aplicação das normas dos CRIs aos CRAs entre 2008 a 2018

Como mencionado acima, não havia, até o ano de 2018, uma Instrução Normativa específica da CVM regulando o CRA, a despeito de este título ter sido criado em 2004.

O primeiro pronunciamento oficial da CVM sobre a regulamentação do CRA ocorreu em 21 de novembro de 2008, quando a autarquia comunicou publicamente que passaria a utilizar, na análise de pedido de registro de companhia securitizadora emissora de CRA, bem como de pedido de registro de ofertas públicas de distribuição de CRA, a regulamentação aplicável ao registro de emissores e de ofertas de CRI, notadamente a Instrução CVM nº 414/2004 (IN 414)[80].

Quando do referido pronunciamento, as ofertas públicas de CRAs ainda eram uma novidade[81], o que levou a CVM a postergar, para um segundo momento, a criação de uma regulação específica sobre o assunto. Assim, de 21 de novembro de 2008 (data do supracitado pronunciamento da CVM) a 31 de outubro de 2018 (data em que entrou em vigor a IN 600), a CVM valeu-se dos comandos da IN 414 para regular os CRAs, fazendo os ajustes necessários para acomodar as eventuais incompatibilidades entre os aspectos próprios do CRI e os do CRA.

Tais incompatibilidades não eram incomuns. Sendo o CRI um título voltado ao setor imobiliário e o CRA ao agronegócio, é claro que haveria diferenças que dificultariam um regramento único para ambos os títulos, especialmente no que tangem às características dos seus lastros. Enquanto a emissão de CRA é lastreada por direitos creditórios do *agronegócio*, a emissão de CRI é lastreada por créditos *imobiliários*[82].

Exemplo de tais incompatibilidades estaria na previsão de que a oferta pública de distribuição de CRI, quando voltada a investidores não qualificados, somente pode ser admitida quando os títulos estiverem lastreados em créditos sobre os quais houver sido instituído o regime fiduciário, originados de imóveis com "*habite-se*" (art. 6º, I, da IN 414). Outro exemplo estaria na previsão de que o pedido de registro de oferta pública de distribuição de CRI deve estar acompanhado do Termo de Securitização de Créditos, que deverá estar registrado no *cartório de registro de imóveis* competente (art. 7º, I, da IN 414).

Ora, na emissão de CRA, por óbvio não se cogita de "habite-se" e nem de registro em cartório de registro de imóveis.

---

[80] É o que se verifica no comunicado da CVM intitulado "Comunicado CRA", disponível no seguinte endereço: http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081121-1.html. Acesso em: 28 jul. 2019.

[81] Para se ter uma ideia, no ambiente da CETIP, a primeira emissão pública de CRAs se deu em 23 de dezembro de 2008 (CETIP. *Séries históricas*: CRA - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - volume negociado. Disponível em: http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v04_10_03_consulta.asp. Acesso em: 14 nov. 2019).

[82] Diferentemente da Lei nº 11.076/2004, que conceitua o que seriam "direitos creditórios do agronegócio" em seu art. 23, §1º, a Lei nº 9.514/1997 não traz essa definição, apenas prevendo que: "o Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro" (art. 6º da Lei nº 9.514/1997).

Outra incompatibilidade estaria na dificuldade de, com base na Instrução CVM nº 414/2008, a companhia securitizadora adquirir novos créditos como lastro para o CRA, empregando, nessa aquisição, recursos arrecadados com o pagamento, pelo(s) devedor(es), dos créditos que lastrearam inicialmente a emissão do título, o que se denomina "revolvência".

Sobre a revolvência, Otavio Yazbek explica que:

> simplificadamente, a expressão "revolvência" designa o processo pelo qual se substituem os lastros de um determinado instrumento durante a sua vigência. Esse tipo de prática se impõe em alguns modelos de securitização, dada a discrepância entre os prazos dos lastros e o prazo dos instrumentos emitidos – há demanda por instrumentos com vencimentos mais longos, que, muitas vezes, pode esbarrar em recebíveis de prazos mais curtos[83].

A dificuldade de se empregar a revolvência em matéria de CRA devia-se ao fato de que este título se valia das regras do CRI, para o qual a CVM havia *negado* essa prática, sob a justificativa de que tal título se refere a crédito *imobiliário* já *constituído*, exigível num prazo compatível com o prazo de vencimento do próprio CRI, não cabendo a sua substituição futura.

Ocorre que o CRA se refere não a "créditos", mas sim a "direitos creditórios", expressão que abarcaria tanto créditos já constituídos, quanto direitos à aquisição de créditos *futuros*, conforme se deduz do voto do relator Eri Loria, em processo administrativo perante a CVM:

> [...] depreende-se da regulamentação editada pela CVM que a diferença entre direito creditório e o crédito está em que o primeiro abrange, além de créditos constituídos, direitos que têm por objeto créditos constituídos ou não, sabendo-se que o crédito, por sua vez, tem comumente duas acepções, uma econômica, pelo que tem estreita relação com a confiança que um agente deposita no comportamento esperado de outrem; e outra jurídica, que se refere ao direito de alguém de exigir, para a satisfação de seu próprio interesse, o cumprimento da prestação assumida por outra pessoa. Os créditos referem-se, assim, estritamente às obrigações já constituídas, ainda que sua exigibilidade esteja sujeita a ocorrência de termo. São, portanto, direitos adquiridos. Os direitos creditórios abrangem, por sua vez, direitos à aquisição de créditos ainda não constituídos e, assim, não exigíveis, vez que subordinados ao adimplemento de condição futura e incerta. São, portanto, direitos expectativos (ou eventuais) cujos direitos expectados são créditos[84].

Partindo do entendimento exarado pelo relator Eri Loria, entende-se que o CRA seria compatível com a revolvência, já que este título poderia ter como lastro, além de créditos já

---

[83] Processo CVM nº RJ 2013/8860 (Reg. Col. nº 8782/2013). Pedido de Registro de Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio da 10ª Série da 1ª Emissão da Octante Securitizadora S.A. Diretor Relator: Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 26 nov. 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8782-1.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

[84] Processo Administrativo CVM nº RJ2009/9811. Assunto: Recurso contra entendimento da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN. Recorrente: ASK Renda Certa Gestora de Recursos SA. Diretor-Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, 19 out. 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/anexos/0007/7212-0.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

constituídos, aqueles ainda a constituir, isto é, créditos a serem posteriormente adquiridos pela securitizadora, em substituição àqueles originariamente vinculados à emissão do título.

A questão da renovação dos recebíveis vinculados à emissão do CRA é de extrema relevância, visto que, no segmento do agronegócio, os recebíveis costumam ter prazos de vencimento mais curtos que aqueles encontrados no setor imobiliário, notadamente em razão dos curtos períodos das safras e, especialmente, das "safrinhas"[85], os quais se mostram incompatíveis com emissões de CRA que visam fazer frente a dívidas de longo prazo.

Nesse sentido, os empecilhos para a utilização da revolvência em sede de CRI *não* se mostram compatíveis com as particularidades do CRA, entre outras razões, porque os negócios jurídicos celebrados no segmento do agronegócio são formalizados com prazos mais curtos do que no ramo imobiliário, haja vista o prazo de vencimento de seu lastro (bens agrícolas) ser, em regra, muito inferior ao dos imóveis.

Não obstante, estando ambos regidos pela mesma instrução normativa, a área técnica da CVM havia se manifestado sobre a impossibilidade de aplicação da revolvência ao CRA, por analogia com as regras do CRI:

> [...] concluímos que o Colegiado da CVM já firmou entendimento claro quanto aos seguintes pontos: (i) "distinção entre os conceitos de créditos e de direitos creditórios"; e (ii) impossibilidade, à luz do art. 8º da Lei 9.514, de emissão e distribuição de CRI (e por analogia, de CRA) por parte de companhias securitizadoras, visando ao aporte de recursos para posterior procura por créditos imobiliários (ou por direitos creditórios do agronegócio, no caso dos CRA) a serem constituídos e formalizados futuramente, a fim de que venham a servir de lastro para as emissões de tais títulos, pois, nas palavras de sua decisão: "(...) é preciso que o crédito esteja constituído, e seu valor seja determinado, para que se possa proceder à emissão de CRI com base nele, porque o CRI é um título de crédito criado por lei, cujas características não podem ser alteradas pela CVM[86].

Dessa forma, considerando que, até 31 de outubro de 2018, foram aplicadas ao CRA as regras do CRI, *não* havia uma disposição normativa que permitisse a revolvência em sede de CRA.

---

[85] O período compreendido entre o fim da colheita até o início do novo plantio é denominado de "entressafra". Nesse período, as atividades agrícolas do solo costumam ser pausadas, até que novas condições climáticas propícias ao desenvolvimento de uma determinada cultura principal sejam restabelecidas. Agricultores, interessados em obter rendimentos nessa época de baixa produção agrícola, acabam cultivando outras culturas secundárias, de ciclos mais reduzidos e compatíveis com aquelas condições climáticas que, no momento, são desfavoráveis à cultura principal. A safra proveniente dessa cultura desenvolvida no período de entressafra é conhecida como "safrinha".

[86] BRASIL. CVM. Memorando da Gerência de Registros-1 nº MEMO/SRE/GER-1/nº 56/20, destinado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE). Rio de Janeiro, 25 out. 2013, p.14. Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 10ª série de CRA da 1ª emissão de Octante Securitizadora S.A. Processo CVM nº RJ-2013-8860. Gerente de Registros -1: Ricardo Maia da Silva. Superintendente de Registro de Valores Mobiliários: Reginaldo Pereira de Oliveira. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8782-2.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

Ocorre que a impossibilidade de, por analogia às regras do CRI, utilizar a revolvência nas emissões de CRA demonstra um evidente descompasso entre as particularidades de cada um desses títulos, pois, enquanto um deles (CRI) não é fortemente afetado pela inadmissibilidade da revolvência, haja vista possuir lastros com prazos mais extensos, o outro (CRA) é bastante penalizado, haja vista possuir lastros de curto prazo, o que prejudica as operações de CRA que se destinam a cobrir dívidas de longo prazo.

Todas essas incompatibilidades exemplificadas acima, dentre outras existentes entre o CRI e o CRA, vinham demandando uma atuação cautelosa por parte da CVM, na tentativa de acomodar dois institutos distintos num regramento comum, pensado especificamente para um deles (o CRI).

Aspectos dúbios, que não poderiam ser acolhidos facilmente e/ou harmoniosamente pelas normas relativas aos CRIs, eram constantemente levados à análise da CVM por parte das companhias securitizadoras que objetivavam o registro de suas ofertas públicas de distribuição de CRAs.

Nesse sentido, Renato Buranello e Eduardo P. O. Campos explicam que:

> Embora as estruturas fossem de fato parecidas, os setores imobiliários e agroindustrial possuem características bastante diferentes, o que gerou ao longo dos anos, especialmente entre 2010 e 2018 grandes discussões sobre temas que acabavam por desaguar no colegiado da CVM e regulados por decisões da referida colenda. Entre esses temas, destacam-se (i) a possibilidade de revolvência (renovação dos recebíveis vinculados à operação) [...] (BURANELLO; CAMPOS, 2019, p. 168).

Assim, a CVM, seja através do Colegiado[87], seja por sua Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE)[88], ocupou-se por debater acerca dos aspectos controversos envolvendo as emissões de CRAs, traçando, caso a caso, como deveria ser estruturada cada oferta pública do título, haja vista que a regulação do CRI não era capaz de dar todas as respostas que as emissões de CRA requeriam.

---

[87] O Colegiado da CVM é composto pelo presidente da CVM e por quatro diretores, que se reúnem, semanalmente, com o intuito de analisar as matérias que são de competência da CVM, incluindo as matérias decididas pelas áreas executivas da autarquia, atuando como o órgão de deliberação máximo. O Colegiado também aprecia processos administrativos não sancionadores (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Reuniões do Colegiado*. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/index.html. Acesso em: 14 nov. 2019).

[88] A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) tem a competência de: (i) coordenar, fiscalizar e supervisionar o registro de distribuição pública de valores mobiliários; (ii) propor e fiscalizar o cumprimento das normas referentes às atividades relativas aos registros de distribuição de valores mobiliários; (iii) coordenar, fiscalizar e supervisionar os registros dos emissores que não estão sob o campo de competência das demais Superintendências, assim como a sua atualização, nos termos do regimento interno (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Superintendência de Registro de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/sre.html. Acesso em: 14 nov. 2019).

Nesse contexto, finalmente, em 31 de outubro de 2018, a IN 600 entrou em vigor, passando a ser a norma *específica* voltada aos CRAs objeto de oferta pública, afastando-se, assim, a incidência da Instrução CVM nº 414/2004.

Dessa forma, o CRA, atualmente, somente se vale de regras do CRI em casos *excepcionais*, e de maneira *subsidiária*, especialmente no que se refere à disciplina do regime fiduciário e da cessão fiduciária em garantia, conforme determina a Lei nº 11.076/2004, ao indicar a aplicação da Lei nº 9.514/1997 à matéria.

Nesse sentido, a Lei nº 11.076/2004 prevê que: (i) as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio estão autorizadas a instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios originados do agronegócio, sendo aplicáveis as regras dos arts. 9º a 16 da Lei nº 9.514/1997, no que forem cabíveis (art. 39 da Lei nº 11.076/2004); (ii) serão aplicáveis, no que couber, os arts. 18 a 20 da Lei nº 9.514/1997 à hipótese de cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio em favor dos adquirentes de CRA (art. 41 da Lei nº 11.076/2004).

Nesse diapasão, ressalvadas as regras sobre o regime fiduciário e sobre a cessão fiduciária em garantia, é possível afirmar que ao CRA objeto de oferta pública *não* são mais aplicáveis, como referência, as normas próprias do CRI, haja vista ter aquele instituto recebido, em 2018, uma instrução normativa própria: a tão esperada IN 600.

2.2 O cenário que antecedeu a elaboração da Instrução CVM nº 600/2018

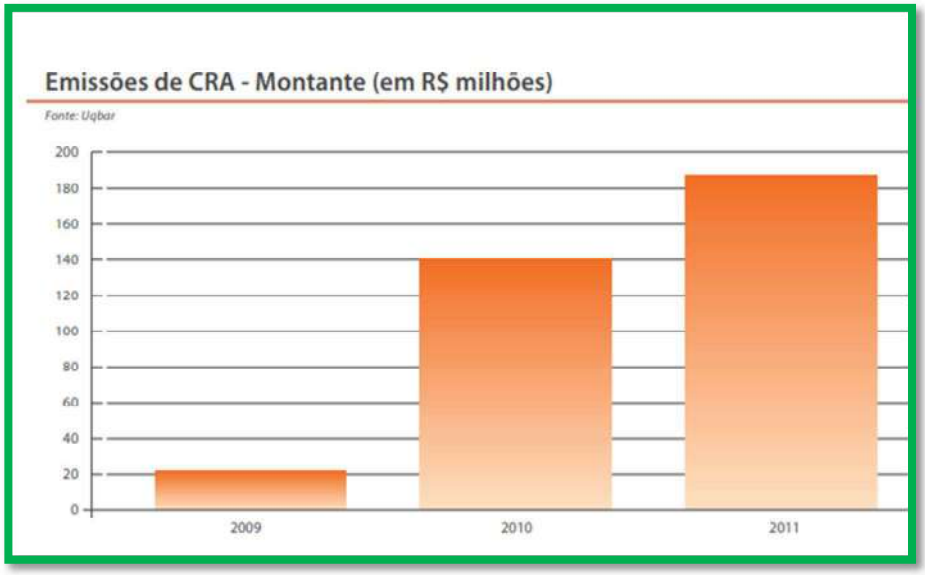
A CVM justificou a ausência de uma regulação da oferta pública de CRAs no fato de que, até 2008, quando determinou a aplicação das normas do CRI ao CRA, havia poucas ofertas públicas, que somente se intensificaram a partir de 2014[89].

Em que pese tal justificativa, não se pode negar que as incipientes ofertas públicas de CRA em 2008 tornaram-se significativas logo no ano seguinte e não somente a partir de 2014, como mencionado.

É o que se observa na figura abaixo, que ilustra o aumento das emissões de CRAs nos três anos seguintes àquele em ocorrera a primeira emissão do título no mercado:

[89] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17*. Minuta de Instrução sobre o regime dos certificados de recebíveis do agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. Rio de Janeiro: CVM, 15 mai. 2017. Disponível em: http: //www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117edital_e_minuta.pdf. Acesso em: 20 jul. 2017.

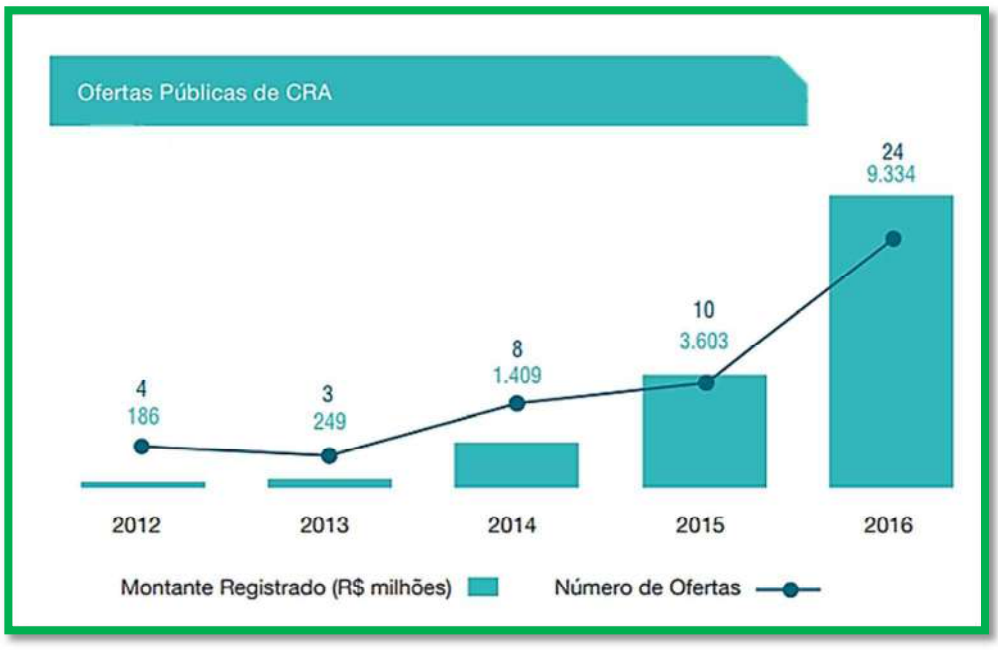
Figura 5: Registros de ofertas públicas de CRA de 2009 a 2011.



Fonte: Anuário Uqbar: Finanças Estruturadas, 2012, p. 67. Disponível em: http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuarioFE12.jsp#anuario. Acesso em: 14 nov. 2019.

Não foi apenas no período de 2009 a 2011 que se verificou crescimento na emissão pública de CRAs. De 2012 a 2016 houve, também, forte aumento no registro de ofertas públicas, sendo o ano de 2016 o de maior expressividade, conforme se verifica na figura abaixo:

Figura 6: Registros de ofertas públicas de CRA de 2012 a 2016.



Fonte: Anuário Uqbar: Finanças Estruturadas, 2017, p. 114. Disponível em: http:// www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFE2017.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

Com base nas *Figuras 5* e *6*, acima, verifica-se que já no ano seguinte àquele em que se deu a primeira emissão pública de CRA, houve acréscimo de ofertas, tendência que se manteve nos demais anos, sendo o de 2016 o de maior expressividade.

Dessa forma, entende-se que uma regulamentação específica para o CRA poderia ter sido aprovada pela CVM *muito antes* de 2018, vez que a utilização desse instrumento pelas companhias securitizadoras já estava sedimentada no país há 10 anos.

Interessante destacar que, curiosamente, nos anos de 2017 e de 2018, o número de emissões de CRAs até sofreu declínio, se comparado com 2016, conforme se verifica nas figuras abaixo:

Figura 7: Registros de ofertas públicas de CRA em 2017.



Fonte: Anuário Uqbar: CRA, 2019, p. 25. Disponível em: http://www.uqbar.com.br /download/UqbarAnuarioCRA2019.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

Figura 8: Registros de ofertas públicas de CRA em 2018.



Fonte: Anuário Uqbar: CRA, 2018, p. 29. Disponível em: http://www.uqbar.com.br/ download/UqbarAnuarioCRA2018. pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

Não está no escopo dessa dissertação perquirir o porquê de as ofertas públicas de CRA terem diminuído nos anos de 2017 e 2018. Sugere-se, contudo, para aqueles dispostos a estudar o fenômeno que levem em consideração, além de outros fatores que possam impactar os investimentos em geral[90], uma possível relação entre esse declínio e a insegurança jurídica causada pela: (i) ausência de uma instrução normativa própria para o instituto do CRA; (ii) inadequação das normas do CRI às particularidades do CRA, como explicado no item 2.1, acima; (iii) ausência de uniformidade nos posicionamentos exarados por profissionais integrantes do corpo da CVM, quando da apreciação de casos concretos envolvendo a oferta pública de CRA colocados sob seu apreço, a exemplo da discussão sobre o instituto da revolvência, como será detalhado no item 2.3.

Embora essa insegurança jurídica estivesse presente no mercado desde a primeira emissão pública de CRA, visto que a ausência de um regramento próprio para o título remonta a esta época, é possível que ela tenha se tornado mais evidente em 2016, época de notável crescimento na utilização de CRAs, tanto no que se refere ao volume de recursos envolvidos, quanto na quantidade de emissões.

É possível que essa insegurança jurídica reinante em 2016 tenha levado o mercado a frear a emissão de CRAs nos anos seguintes, até que fosse editado um regramento específico para o título. Sabe-se que os atos preparatórios de uma oferta pública de CRA envolvem muitos custos, tais como aqueles para a preparação dos prospectos, aquisição dos direitos creditórios

---

[90] Qualquer estudo que se propuser a analisar as causas para a redução das ofertas públicas de CRA nos anos de 2017 e 2018 não pode deixar de levar em consideração, por exemplo, o cenário de crise político-econômica existente no Brasil na referida época. Em 2016, o país vivenciou o afastamento da então presidente da República Dilma Rousseff do seu cargo, em razão de processo de *impeachment*. O vice-presidente Michel Temer assumiu a presidência da República e também foi alvo de pedidos de *impeachment*. Autoridades públicas estavam sendo investigadas por supostas práticas de corrupção, tema em voga no país desde o início da "Operação Lava-Jato", operação da Polícia Federal voltada precipuamente a investigar práticas de corrupção envolvendo a Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobrás), a qual desencadeou grande comoção da população pelo combate à corrupção – em votação popular promovida pela organização não governamental denominada Transparência Internacional, o esquema de corrupção instalado na estatal petrolífera brasileira foi eleito o segundo maior caso de corrupção no mundo (MACEDO; YONEYA, 2016). Em 2018, ocorreram eleições presidenciais no Brasil, onde se observou uma nítida polarização política da população brasileira. Ileso aos pedidos de *impeachment,* Michel Temer permaneceu na presidência da República até janeiro de 2019, quando Jair Messias Bolsonaro assumiu o cargo. Todo esse cenário de instabilidade institucional – com eleições presidenciais, pedidos de *impeachment*, escândalos envolvendo práticas de corrupção, polarização política – certamente é capaz de afetar a economia, levando à redução de investimentos privados no país. John Maynard Keynes já defendia que investimentos futuros dependem de uma atmosfera político-social favorável ao empresário: "[...] a prosperidade econômica é excessivamente dependente de uma atmosfera política e social que seja satisfatória para o empresário comum. [...] Ao estimar as perspectivas de investimentos, é preciso levar em consideração, portanto, os nervos e a histeria e até mesmo as digestões e reações ao clima daqueles [investidores] de cuja atividade espontânea o investimento depende em grande parte" (KEYNES, 1973, p. 162, tradução nossa). Original em inglês: "[…] economic prosperity is excessively dependent on a political and social atmosphere which is congenial to the average businessman. […] In estimating the prospects of investment, we must have regard, therefore, to the nerves and hysteria and even the digestions and reactions to the weather of those [investors] upon whose spontaneous activity it largely depends" (Ibid., p. 162).

do agronegócio, contratação dos agentes que participarão da emissão, dentre outros. Tendo em vista esses custos, bem como o cenário de incertezas em matéria de registro de oferta pública de CRAs, é possível que companhias securitizadoras tenham decidido abster-se, por um momento, de apresentar esses pedidos de registro, até que uma regra própria para o título fosse criada.

Embora o direito brasileiro seja de origem romano-germânica (sistema da *Civil Law*)[91], a CVM valeu-se, de 2008 a 2018, na apreciação de ofertas públicas de CRA, de características próprias da *Common Law* (do inglês, "direito comum"), de origem anglo-saxônica. Segundo René David:

> Uma segunda família de direito é a da common law, comportando o direito da Inglaterra e os direitos que se modelaram sobre o direito inglês. As características tradicionais da common law são muito diferentes das da família de direito romano-germânica. A common law foi formada pelos juízes, que tinham de resolver litígios particulares, e hoje ainda é portadora, de forma inequívoca, da marca desta origem. A regra de direito da common law, menos abstrata que a regra de direito da família romano-germânica, é uma regra que visa dar solução a um processo, e não formular uma regra geral de conduta para o futuro [...], sendo sua preocupação imediata a de restabelecer a ordem perturbada, e não a de lançar as bases da sociedade (DAVID, 2002, p. 24-25).

Diferentemente da família de direito romano-germânica, que está sedimentada na lei escrita e, muitas vezes, em códigos[92], a *Common Law* vale-se de casos concretos como fonte do direito. Nesse sistema, as decisões proferidas pelos tribunais em casos pretéritos servem como precedentes para a análise e decisão de casos futuros, com vistas à aplicação do direito ao caso concreto. Essa noção de precedentes com força vinculante é chamada de *stare decisis*, termo originado da expressão latina: "*stare decisis et non quieta movere*", que, numa tradução literal, significa "mantenha-se a decisão já proferida e não mexa naquilo que já foi estabelecido".

---

[91] Conforme ensina René David, a família romano-germânica "agrupa os países nos quais a ciência do direito se formou sobre a base do direito romano. [...] A partir do século XIX, um papel importante foi atribuído, na família romano-germânica, à lei; os diversos países pertencentes a esta família dotaram-se de "códigos". Uma outra característica dos direitos da família romano-germânica reside no fato de esses direitos terem sido elaborados, antes de tudo, por razões históricas, visando regular as relações entre os cidadãos; [...] A família de direito romano-germânica tem o seu berço na Europa. Formou-se graças aos esforços das universidades europeias, que elaboraram e desenvolveram a partir do século XII, com base em compilações do imperador Justiniano, uma ciência jurídica comum a todos, apropriada às condições do mundo moderno. A denominação romano-germânica foi escolhida para homenagear estes esforços comuns, desenvolvidos ao mesmo tempo nas universidades dos países latinos e dos países germânicos" (DAVID, 2002, p. 23-24).

[92] No Brasil, por exemplo, cujo direito é de origem romano-germânica, dá-se à codificação um relevante destaque, havendo um Código Civil, Código de Processo Civil, Código Penal, Código de Processo Penal, dentre outros.

Nas palavras de Michael Zander:

> A doutrina do precedente vinculativo é chamada stare decisis (mais precisamente stare rationibus decidendis, mantenha as decisões de casos passados). [...] O stare decisis é uma doutrina que afeta não as partes, mas todos os demais – ela diz respeito ao impacto da decisão para o futuro de outras pessoas da comunidade e, especialmente, de tribunais posteriores (ZANDER, 2004, p. 215-216, tradução nossa)[93].

Desta feita, o *stare decisis* é prática própria da *Common Law* que tem espaço sempre quando se está diante de casos semelhantes, de modo que o juiz deve levar em consideração a premissa de que todas as demandas iguais devem ter igual desfecho, uma vez que o novo caso vincular-se-á ao precedente.

Isso procura trazer segurança jurídica, uma vez que as partes de um caso concreto não serão surpreendidas com decisões distintas daquelas proferidas em casos idênticos pretéritos[94]. Quando não há um precedente, os juízes detêm o poder de criar o direito, fixando um novo precedente que, por sua vez, vinculará as decisões futuras.

Em relação ao direito brasileiro, sabe-se que a CVM *possui competência para autorizar o registro* de emissão pública de valores mobiliários, podendo definir situações que se caracterizam como emissão pública para fins de registro e, ainda, *fixar o procedimento* a ser seguido para tal registro (art. 19, § 5º, da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 4º, II, do Regimento Interno da CVM, aprovado pela Portaria nº 327/1977).

Por ter poder de autorizar o registro de emissão pública de valores mobiliários e de definir as situações que se caracterizam como emissão pública, a CVM acaba exercendo certo

---

[93] Original em inglês: "The doctrine of binding precedent is called stare decisis (more precisely stare rationibus decidendis, keep to the decisions of past cases). […] Stare decisis is a doctrine that affects not the parties but everyone else – it concerns the impact of the decision for the future on others in the community and especially on later courts" (ZANDER, 2004, p. 215-216).

[94] Michael Zander explica que o sistema de precedentes próprio da *Common Law* surgiu como forma de se trazer solidez à justiça, haja vista que, diferentemente da *Civil Law*, o direito inglês não se vale da certeza própria do direito codificado: "O juiz continental [da *Civil Law*], sem dúvida, sempre quis que a lei tivesse tanta certeza quanto o juiz inglês [da *Common Law*], mas essa necessidade foi sentida de uma forma menos intensa por causa do pano de fundo das regras fornecidas primeiro pelo direito romano e pelos costumes codificados, e mais tarde, pelos códigos da era napoleônica. Isso resultou numa grande medida de certeza para o direito europeu. O direito romano nunca foi 'recebido' na Inglaterra e nunca tivemos um código no sentido de uma declaração escrita de toda a lei. 'A justiça inglesa, para não ficar fluida e instável, exigia um cimento forte'. Isso foi encontrado na doutrina da common-law do precedente, com sua ênfase essencial e peculiar à rigidez e à certeza" (Ibid., p. 257, tradução nossa). Original em inglês: "The continental judge has no doubt always wanted the law to be certain as much as the English judge, but he has felt the need less keenly because of the background of rules provided first by Roman law and codified custom, and later by the codes of the Napoleonic era. These resulted in a large measure of certainty in European law. Roman law was never 'received' in England, and we have never had a code in the sense of a written statement of the entirety of the law. 'English justice, if it were not to remain fluid and unstable, required a strong cement'. This was found in the common-law doctrine of precedent with its essential and peculiar emphasis on rigidity and certainty" (Ibid., p. 257).

poder de "julgar" os pedidos de registro de oferta pública de CRA, deferindo-os ou indeferindo-os.

Embora detenha esse poder de decisão, não se pode olvidar que a CVM está ligada ao Poder Executivo (e não ao Poder Judiciário), fazendo parte da administração federal indireta, juntamente com as demais autarquias, empresas públicas, sociedades de economia mista e fundações públicas (art. 4º, II, do Decreto-Lei nº 200/1967). Trata-se de uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, dotada de personalidade jurídica e patrimônio próprios, autoridade administrativa independente e ausência de subordinação hierárquica (art. 5º da Lei nº 10.411/2002 c/c art. 4º do Decreto-Lei nº 200/1967), competindo-lhe o exercício da atividade típica da Administração Pública de regular e fiscalizar o mercado de valores mobiliário.

As decisões acerca de pedido de registro de oferta pública de CRA são proferidas por julgadores administrativos da CVM, e não por juízes. Não se está afirmando nessa dissertação que a CVM faz *efetivamente* uso do sistema do *stare decisis*, prática própria do Poder Judiciário[95] dos países de *Common Law*, mas sim que se verificam traços desse sistema no modo como a autarquia veio se portando de 2008 a 2018, quando da ausência de uma regulação própria para o CRA. Da mesma forma, não se quer adentrar no mérito da aplicação ou não do sistema do *stare decisis* no âmbito do Poder Administrativo, seja no Brasil, seja em países da *Common Law*[96].

---

[95] Frederick Schauer deixa claro que o *stare decisis* tem relação com *juízes* e *tribunais*: "O princípio central da tomada de decisão de acordo com o precedente é que os tribunais devem seguir as decisões anteriores - que eles devem dar as mesmas respostas às questões legais que os tribunais superiores ou anteriores deram no passado. [...] Seguir o precedente obriga os juízes a tomar decisões diferentes daquelas que eles, em seu melhor julgamento, teriam tomado na ausência do precedente [...]" (SCHAUER, 2009, p. 37-41, tradução nossa). Original em inglês: "The core principle of decision-making according to precedent is that courts should follow previous decisions – that they should give the same answers to legal questions that higher or earlier courts have given in the past. […] Following precedent obliges judges to make decisions other than the ones they, in their best judgment, would have made absent the precedent […]" (Ibid., p. 37-41).

[96] Embora não seja a intenção dessa dissertação adentrar-se no estudo da aplicação ou não da *stare decisis* no âmbito do Poder Administrativo, faz-se oportuno ressaltar que, em países de *Common Law*, há quem defenda que os precedentes administrativos são dotados de força vinculante da mesma forma que os judiciais. Conforme Pedro Muniz Lopes: "fazendo um claro apelo aos congêneres precedentes judiciais e ao princípio geral do stare decisis, o precedente administrativo surge como o maior símbolo da padronização decisória formadora, per se, de uma normatividade própria [...]" (LOPES, 2011, p. 328). Nesse mesmo sentido, Michael J. Gerhardt sustenta que o sistema de precedentes não pode limitar-se aos julgamentos do Poder Judiciário, havendo também os precedentes não judiciais: "Defino precedentes não judiciais como quaisquer julgamentos constitucionais passados de atores não judiciais que os tribunais judiciais ou outras autoridades públicas imbuem de autoridade normativa" (GERHARDT, 2008, p. 715, tradução nossa). Original em inglês: "I define non-judicial precedents as any past constitutional judgments of non-judicial actors which courts or other public authorities imbue with normative authority" (Ibid., p. 715). "Presidentes e outras autoridades executivas podem produzir precedentes pelo menos em tantas formas quanto o Congresso produz. Eles podem criar precedentes por meio de ordens executivas, regulamentos federais, opiniões federais e memorandos de consultores legais em todos os departamentos e agências executivas. Presidentes e autoridades executivas também emitem julgamentos constitucionais nas formas de práticas informais, normas e tradições" (Ibid., p. 739, tradução nossa). Original em inglês: "Presidents and other

O que se quer nessa dissertação é ressaltar que a CVM *aparentemente* se valeu de prática semelhante àquela adotada pelos juízes da *Common Law* em suas decisões administrativas sobre os pedidos de registro de emissão pública de CRAs.

Isso porque, a CVM, ao proferir suas decisões sobre os pedidos de registro de emissão pública de CRAs vinha, assim como se verifica na prática do *stare decisis,* baseando a sua tomada de decisão em casos precedentes que já haviam sido decididos pela autarquia, priorizando esse sistema de precedentes e deixando a regulação, através de uma norma escrita, de lado.

A própria CVM confessou a utilização de precedentes em suas decisões, conforme se exemplifica abaixo, tendo até mesmo "apelidado" certos precedentes, a exemplo do "Precedente Burger King":

> Em todos os *precedentes* de distribuições públicas de CRA registrados pela CVM [...] verifica-se que houve, através da monetização de recebíveis ou através de aporte direto de recursos para viabilizar a produção rural, o financiamento ao produtor rural, motivo pelo qual, em nosso entendimento, tais emissões observaram o que preceitua a Lei 11.076. [...] De acordo com o *precedente* da Rede D'Or, a PFE-CVM alegou em seu Parecer que o fluxo de pagamento dos CRA deve estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio (grifo nosso)[97].
>
> Com base em *precedentes* analisados pelo Colegiado da CVM ao longo do tempo, notadamente no âmbito dos processos CVM nºs 19957.000587/2016-51 (decisão do colegiado de 16/8/2016, caso Cyrela) e 19957.001669/2016-13 (decisão do colegiado de 30/8/2016, caso Burger King), passou a ser possível a emissão de CRI e CRA lastreados respectivamente em créditos considerados imobiliários e em direitos creditórios considerados do agronegócio por conta da destinação dos recursos oriundos da emissão de tais títulos. Por sua vez, a recém editada Instrução CVM nº 600/2018 incorporou em seu texto determinados aspectos contidos em tais *precedentes*. Entendemos relevante destacar, tanto dos *precedentes* como da citada Instrução, alguns dos requisitos específicos a serem observados em ofertas com esse tipo de lastro [...] (grifo nosso)[98].
>
> Desse modo, transcrevemos abaixo a Decisão do Colegiado da CVM de 30/08/2016, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 79ª série da 1ª emissão de CRA da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. ("*Precedente* Burger King") [...] (grifo nosso)[99].

---

executive officials may produce precedent in at least as many forms as Congress does. They may create precedents through executive orders, federal regulations, and the official opinions and memoranda of legal counsel in every executive department and agency. Presidents and executive officials also render constitutional judgments in the forms of informal practices, norms, and traditions" (Ibid., p. 739).

[97] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1. Rio de Janeiro, 29 jun. 2016. Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. - Processo CVM nº RJ-19957.001669/2016-13. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291_SRE.pdf, p. 57. Acesso em: 14. nov. 2019.

[98] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários 1 Ofício-Circular CVM/SRE Nº 02/19. Rio de Janeiro, 27 fev. 2019. Assunto: Orientações gerais sobre procedimentos a serem observados pelos emissores e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sre/anexos/ocsre0219.pdf, p. 31. Acesso em: 14 nov. 2019.

[99] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1. Rio de Janeiro, 06 dez. 2017. Assunto: Pedido de Registro de Oferta Pública de Distribuição de CRI da 157ª série da 1ª emissão da RB

Ora, o sistema de *Civil Law* prioriza normas escritas, e não precedentes. Nesse sistema, o Poder Legislativo, bem como os demais entes com atribuições normativas (a exemplo da CVM), devem regulamentar as matérias que sejam de sua competência, ou seja, devem normatizar. Não havia qualquer impedimento para que a CVM regulamentasse as ofertas públicas de CRA, haja vista que a Lei nº 6.385/1973, em seus arts. 8º; 18; e 19, § 5º, lhe confere expressamente poderes normativos.

Data venia, permita-se sustentar que não há razão para a alegação, como o fez a CVM, de que a regulação do CRA não poderia ter sido feita anteriormente em razão das poucas ofertas de CRA existentes antes de 2018 e da necessidade de um maior amadurecimento do mercado, pois: (i) desde 2008 o mercado já praticava a oferta pública de CRA; e (ii) o CRI, cuja oferta pública assemelha-se ao CRA, já se beneficiava de uma regulação própria desde 2004, ou seja, o mercado de securitização de recebíveis já estava bem amadurecido no país.

Percebe-se, na realidade, que a aplicação de traços do sistema do *stare decisis* pela CVM, isto é, a utilização de precedentes como forma de decidir questões caso a caso, apreciando-as conforme elas vinham surgindo e sem a edição de uma regulamentação geral para a matéria, representa certo "*comodismo*" da autarquia. É claro que é mais fácil apreciar um caso baseando-se em precedentes ou, em sua ausência, criando precedentes, do que elaborar um ato normativo para a matéria.

Assim, ao invés de se dar ao trabalho de regular a questão, de convocar pessoas para contribuir com o aperfeiçoamento da norma a ser baixada (art. 8º, § 3º, I, da Lei nº 6.385/1976), de submeter o projeto do ato normativo à audiência pública (art. 8º, § 3º, II, da Lei nº 6.385/1976), a CVM, ao contrário, preferiu postergar a edição do referido normativo, valendo-se por uma década de precedentes. Essa prática *parece* ter estimulado o atraso na regulamentação do CRA.

E, na ausência da IN 600, o mercado, em casos de indeferimento de pedidos de registro de oferta pública de CRA, precisava provocar a CVM para que uma decisão fosse traçada, decisão essa passível ainda de recurso, seja na própria esfera administrativa para o Colegiado da CVM, seja judicialmente, nas hipóteses legais[100]. Todo esse trâmite não é capaz de

---

Capital Companhia de Securitização – Processo CVM nº 19957.010578/2017-50. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171212/0869.pdf, p.19. Acesso em: 30 out. 2019.

[100] Cabe ressaltar que as decisões administrativas no Brasil são passiveis de recurso também na esfera judicial, haja vista que "a lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário lesão ou ameaça a direito" (art. 5º, XXXV, da Constituição Federal). Ainda que a CVM esteja agindo dentro de seu poder regulamentar, suas decisões são passiveis de recurso na esfera judicial. Nos casos envolvendo a aplicação de sanções pela CVM é cabível ainda,

proporcionar a segurança esperada pelo mercado, pois uma regulação traz mais estabilidade que uma decisão administrativa baseada em precedentes, que pode ser ainda alterada, administrativa ou judicialmente.

A IN 600 é, portanto, uma norma publicada com bastante atraso, o que mostra que o mercado sofreu por uma década com a falta de regulação, ficando a mercê do livre arbítrio da autarquia, que poderia mudar o seu entendimento sobre determinada questão a qualquer momento, gerando instabilidade. Trata-se de patente ineficiência na regulação da oferta pública de CRA exatamente em razão de inexistir uma regulamentação, falta essa cometida por uma entidade que tem o poder/dever de regulamentar!

As matérias colocadas sob o apreço da CVM antes da edição da IN 600 envolviam temas que estavam sendo alvo de grandes discussões no mercado, especialmente em razão de inexistir um regramento próprio para o CRA que apaziguasse as discussões. Nesse sentido, Renato Buranello e Eduardo P. O. Campos explicam que:

> Entre esses temas, destacam-se (i) a possibilidade de revolvência (renovação dos recebíveis vinculados à operação); (ii) vinculação de títulos de dívida de emissão de produtores rurais e suas cooperativas à emissão de CRA ou a emissão de dívidas de terceiros cuja destinação de recursos visaria o financiamento do setor agroindustrial; (iii) possibilidade de distribuidores de insumos agrícolas poderem captar recursos com base em seus negócios realizados junto a produtores rurais. Todos esses temas foram debatidos amplamente pelo mercado brasileiro ao longo dos anos e geraram intensos debates com o colegiado da CVM [...] (BURANELLO; CAMPOS, 2019, p. 168).

A IN 600 foi elaborada num momento em que o mercado destinava ao máximo sua atenção ao assunto e urgia por regras claras e precisas referentes ao CRA que tivessem o condão de afastar a insegurança jurídica relativa à matéria. A IN 600 teve, assim, a oportunidade de aproveitar-se de todo um cenário pretérito que envolveu a discussão de inúmeros temas polêmicos em matéria de CRA, de modo que, à época de sua elaboração, tanto a CVM quanto o mercado tinham plenas condições de contribuir para o texto dessa norma.

Segundo Renato Buranello e Eduardo P. O. Campos:

---

na esfera administrativa, recurso ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN), conhecido como "Conselhinho", que é um órgão colegiado de segundo grau, pertencente à estrutura do Ministério da Economia, que tem a atribuição de julgar, em última instância administrativa, os recursos contra as sanções aplicadas pela CVM, notadamente aquelas mencionadas no art. 2º do Decreto nº 9.889/2019. Sobre o assunto, Alexandre Santos de Aragão explica que o "reforço da autonomia orgânica da CVM não foi suficiente para transformá-lá em agência reguladora independente, uma vez que a sua autonomia funcional continua comprometida pelo fato de contra as suas decisões sancionatórias permanecer cabível recurso administrativo externo para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional [...] (art. 11, § 4º, Lei nº 6.385/76) e [...] apenas a conjunção da autonomia orgânica com a funcional caracteriza a independência ou autonomia reforçada própria das agências reguladoras independentes. No caso da CVM, embora tenha autonomia orgânica, sua autonomia funcional é deficiente" (ARAGÃO, 2003, p. 322).

> Dessas decisões proferidas ao longo de uma década, a autarquia acumulou conhecimento o suficiente para análise e comentários do mercado por meio do Edital de Audiência Pública SDM 01/2017. Após quase um ano e meio de discussões sobre os termos do referido edital e da norma proposta, a autarquia editou a Instrução CVM nº 600, responsável por regulamentar as ofertas públicas de CRA no mercado de capitais brasileiro e dando melhores contornos ao seu arcabouço regulatório (BURANELLO; CAMPOS, 2019, p. 168).

A IN 600 veio, portanto, para *remediar* questões já *intensamente conhecidas*, abordadas, discutidas, apreciadas e estudadas pela CVM e pelo mercado. Veio para *apaziguar* o sistema de precedentes às avessas que estava sendo utilizado pela CVM, para definir e unificar, em uma norma escrita, o posicionamento a ser adotado pela autarquia diante da análise de casos concretos envolvendo as matérias nela previstas.

2.3 A Instrução CVM nº 600/2018

A IN 600 é a principal norma da CVM que atualmente regulamenta o CRA objeto de oferta pública de distribuição. Antes contudo de ser aprovada, a CVM, gozando da faculdade que lhe foi concedida pelo art. 8º, § 3º, I, da Lei nº 6.385/76[101], colocou em audiência pública o projeto da instrução que pretendia adotar para a regulamentação, o qual foi denominado "Minuta"[102].

A Minuta publicada em 12 de maio de 2017 foi alvo de diversas sugestões de interessados – dentre eles a B3, a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (Anbima), companhias securitizadoras, escritórios de advocacia, associações voltadas ao agronegócio, entre outros. Muitos interessados destinaram elogios à CVM pela iniciativa de traçar uma regulamentação própria para os CRAs, já que essa iniciativa "traz maior segurança às operações de emissão desse certificado e ao mercado como um todo"[103].

---

[101] Art. 8º. § 3º da Lei nº 6.385/76: "Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá: I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados".

[102] *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17.* Rio de Janeiro: CVM, 15 mai. 2017, p. 1. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117edital.pdf. Acesso em: 20 jul. 2017.

[103] *Relatório de Análise - Audiência Pública SDM nº 01/17.* Objeto: Minuta de Instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. Rio de Janeiro: CVM, 01 ago. 2018, p. 5. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117_Relatorio_de_analise.pdf. Acesso em: 15 nov. 2018.

O objetivo da Minuta seria o de definir as regras e os procedimentos que devem ser adotados quando da oferta pública de CRAs por parte das companhias securitizadoras. A Minuta foi organizada pela CVM levando-se em conta quatro principais aspectos:

> (i) características gerais: definição do título, delimitações do lastro e aspectos relacionados à revolvência, à utilização de derivativos, ao recebimento dos direitos creditórios, às classes de CRA, às informações mínimas do termo de securitização e aos encargos elegíveis ao CRA; (ii) oferta: requisitos mínimos para o registro de oferta pública de distribuição de CRA além daqueles requeridos pela regulamentação específica, incluindo as exigências necessárias para a realização de ofertas destinadas a investidores não qualificados; (iii) prestadores de serviço: deveres e vedações dos principais prestadores de serviços que atuam na emissão, incluindo o custodiante, o agente fiduciário e a companhia securitizadora que, além de emissora, administra e controla toda a emissão durante o seu prazo de vigência; e (iv) assembleia geral: relação mínima de matérias de competência da assembleia, incluindo procedimentos para a convocação, instalação e deliberações[104].

A questão da *delimitação do lastro do CRA*, como se verá no Capítulo 3, foi a que causou maior polêmica em sede da audiência pública, tendo a CVM recebido diversas sugestões e críticas por parte do público que se manifestou sobre a Minuta.

Após a análise das sugestões dos interessados, a autarquia publicou um relatório de audiência pública, onde foram compiladas todas essas sugestões, tendo algumas delas sido acolhidas, conforme motivações expressas no relatório, o qual apresentou ao público a redação final da IN 600.

Sobre a *definição*, o art. 2º da IN 600 define o CRA de maneira praticamente idêntica à contida na Lei nº 11.076/2004[105]: "o CRA é título de crédito nominativo, escritural, de livre negociação e representativo de promessa de pagamento em dinheiro, sendo a sua emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio ('securitizadora' ou 'emissora')".

Acerca dos *direitos creditórios que servem de lastro ao CRA*, a IN 600 também praticamente copiou a definição contida na Lei nº 11.076/2004[106]:

---

[104] *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17.* Rio de Janeiro: CVM, 15 mai. 2017, p. 1. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117edital.pdf. Acesso em: 20 jul. 2017.

[105] Art. 36 da Lei nº 11.076/2004: "O Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial. Parágrafo único. O CRA é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, nos termos do § 1º do art. 23 desta Lei. Art. 37, § 1º da Lei nº 11.076/2004: "O CRA adotará a forma escritural, observado o disposto nos arts. 35, 35-A, 35-B, 35-C e 35-D desta Lei".

[106] Art. 23, § 1º da Lei nº 11.076/2004: "Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária".

> Art. 3º. O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de: I – produtos agropecuários; II – insumos agropecuários; ou III – máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária (Instrução CVM nº 600/2018).

Em se tratando do lastro dos CRAs, o *diferencial* da IN 600 não foi a definição trazida no *caput* de seu art. 3º, haja vista ter ela praticamente o mesmo conteúdo presente na Lei nº 11.076/2004. Dignas de nota são *especificações* contidas nos parágrafos do referido art. 3º, os quais adentraram nas particularidades dos créditos que podem servir de lastro aos CRAs, algo até então não previsto em lei e nem em normas da CVM. Considerando, contudo, que o Capítulo 3 dessa dissertação voltar-se-á ao estudo do lastro dos CRAs, não será abordada, nesse momento, esta questão.

Acerca da *revolvência*, a IN 600 passa a *admiti-la*, afastando, de vez, qualquer questionamento acerca do seu cabimento nas operações de securitização de direitos creditórios do agronegócio.

Apenas a título de esclarecimentos, a revolvência no âmbito de emissão de CRA já havia sido, na realidade, admitida pela CVM em 2013, quando o seu Colegiado decidiu, por unanimidade, acompanhar o voto do diretor Otávio Yazbek e aprovar certo pedido de registro de oferta pública[107]. Nesse sentido, Otávio Yazbek se pronunciou:

> Não vejo maior objeção, portanto, ao procedimento de revolvência, desde que o próprio termo de securitização o preveja expressamente. Ou seja, se houver, na carteira, a até previsível divergência entre os prazos dos recebíveis, o termo de securitização deverá dispor sobre o tratamento que se dará para os recursos financeiros recebidos no período que anteceder os vencimentos dos CRA, podendo inclusive prever, além da eventual amortização dos certificados ou do seu resgate, quando cabível, o seu investimento temporário em outros ativos ou em outros direitos creditórios[108].

---

[107] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Decisão do Colegiado. Pedido de Registro de Oferta Pública – Octante Securitizadora S.A. – Proc. RJ2013/8860. Reg. nº 8782/13. Relator: SRE/GER-1 (Pedido de vista DOZ). Rio de Janeiro, 26 nov. 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20131126_R1.html. Acesso em: 14 nov. 2019.

[108] Cf. BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. Processo CVM nº 2013/8860. Voto do Diretor. Interessados: Octante Securitizadora S.A. e Banco Votorantim S.A. Assunto: Pedido de Registro de Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio da 10ª Série da 1ª Emissão da Octante Securitizadora S.A. Diretor Relator: Otavio Yazbek. Rio de Janeiro, 26 nov. 2013, p.2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8782-1.pdf. Acesso em: 15 nov. 2018.

Antes, porém, de ser aprovada pelo Colegiado, a revolvência havia sido rejeitada pela Procuradoria Federal Especializada da CVM, que, inclusive, manifestou-se no âmbito do mesmo processo acima citado sobre a impossibilidade de aplicação do instituto ao CRA:

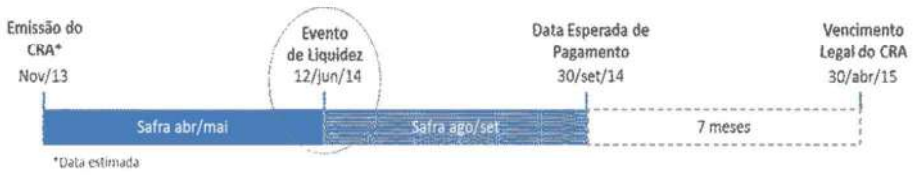
> [...] não vejo possibilidade jurídica de se adotar o procedimento denominado como revolvência, por meio do qual o Termo de Securitização originador do CRA é aditado, com a vinculação de direitos creditórios inexistentes quando da emissão do CRA e da formalização do próprio Termo de Securitização. Parece claro que, ao menos no que diz respeito ao título de crédito específico denominado Certificado de Recebíveis do Agronegócio - 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. [...] Ante o exposto, concluímos não haver possibilidade jurídica de revolvência dos direitos creditórios vinculados aos Certificados de Recebíveis do Agronegócio. [...] O princípio do formalismo dos títulos de crédito, bem como o precedente do Processo CVM n° RJ 2007-0547, 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, § 1°, da Lei n° 11.076/04, aplica-se somente ao CDCA e à LCA, não sendo possível a extensão analógica ao CRA, título de crédito constituído a partir de operação de securitização e com tratamento legal próprio[109].

As contradições entre, de um lado, o voto de Otávio Yazbek e a decisão do Colegiado da CVM e, de outro, a decisão da Procuradoria Federal Especializada da CVM, demonstram a insegurança jurídica que permeava o mercado de securitização de recebíveis do agronegócio no período que antecedeu a edição da IN 600.

Admitida em 2013, num caso específico apreciado pela CVM e, definitivamente, na IN 600, a revolvência justifica-se naqueles casos onde as relações comerciais que deram origem aos direitos creditórios do agronegócio tenham vigência inferior à do próprio CRA. Com a revolvência, os direitos creditórios do agronegócio quitados (pagos antecipadamente ou no respectivo vencimento por seus devedores) poderão ser substituídos por novos direitos creditórios, operacionalizando-se, assim, a renovação do lastro. A CVM, na apreciação de um pedido de registro de oferta pública de CRA, ilustrou como se daria a revolvência no caso em apreço, o qual entende-se por bem citar para melhor entendimento prático do instituto:

> Aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio para renovação do lastro – Revolvência. Em 12 de junho de 2014, após o término da safra abril/maio, a Securitizadora verificará o montante de direitos creditórios do agronegócio quitados

[109] Cf. BRASIL, Comissão de Valores Mobiliários. MEMO/n°86/2013/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU. Para: Colegiado. De: GJU-2. Referência: Processo CVM n° RJ 2013-8860. MEMO/SRE/GER-1/N° 56/2013. Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 10ª série de CRA da 1ª emissão de Octante Securitizadora S.A. Subprocurador-Chefe GJU-2: Celso Luiz Rocha Serra Filho. Procurador-Chefe: José Eduardo Guimarães Barros. 08 nov. 2013, p. 2 e 6. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8782-3.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

> (ou seja, direitos creditórios do agronegócio que tenham sido pagos antecipadamente ou no respectivo vencimento – entre abril e maio - por seus devedores) e sua disponibilidade de caixa, conforme demonstrado no gráfico abaixo:
>
> 
>
>
> O caixa disponível será utilizado para a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio ou para a amortização extraordinária dos CRA[110].

Nesse contexto, para que emissões de CRA com prazos de vencimento mais longos não fossem prejudicadas, a revolvência far-se-ia pertinente, haja vista permitir a substituição dos créditos vencidos por novos, valendo-se, para essa aquisição de novos créditos, dos recursos financeiros arrecadados com o pagamento daqueles créditos inicialmente utilizados como lastro dos CRAs.

Tendo acolhido expressamente o instituto da revolvência, a IN 600 a *define* como sendo "a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão" (art. 7º, §1º da Instrução CVM nº 600/2018). Ela somente é permitida quando "o ciclo da 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" (art. 7º, *caput*, da Instrução CVM nº 600/2018).

O art. 7º da Instrução CVM nº 600/2018 prevê, ainda, que:

(i) o termo de securitização deve indicar o prazo máximo entre o recebimento dos recursos e a aquisição dos novos direitos creditórios pela companhia securitizadora (§ 2º);

(ii) os novos direitos creditórios precisam atender aos critérios de elegibilidade que tenham sido previamente estabelecidos no termo de securitização (§ 3º);

(iii) o total dos direitos creditórios que servem de lastro ao CRA deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão (§ 4º);

---

[110] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Memorando da Gerência de Registros-1 nº MEMO/SRE/GER-1/nº 56/20, destinado à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE). Rio de Janeiro, 25 out. 2013, p.14. Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 10ª série de CRA da 1ª emissão de Octante Securitizadora S.A. Processo CVM nº RJ-2013-8860. Gerente de Registros-1: Ricardo Maia da Silva. Superintendente de Registro de Valores Mobiliários: Reginaldo Pereira de Oliveira. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8782-2.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

(iv) os recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios iniciais, enquanto não utilizados para a aquisição dos novos direitos creditórios, apenas podem ser utilizados para investimento em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais ou em cotas de fundos de investimento classificados como "Renda Fixa – Curto Prazo" ou "Renda Fixa – Simples" (§ 5º);

(v) os recursos que não forem utilizados para adquirir novos direitos creditórios, no prazo máximo indicado, deverão ser empregados na amortização ou no resgate dos CRAs (§ 6º); e

(vi) a companhia securitizadora deve aditar o termo de securitização para que sejam vinculados os novos direitos creditórios adquiridos, em até 45 dias da data dessa aquisição (§ 9º).

Entende-se que a atitude da CVM foi *correta* ao admitir a revolvência em emissões de CRA, pois trata-se de um instituto que traz maior segurança ao investidor. Ora, considerando que o CRA está atrelado a um direito creditório do agronegócio que lhe serve de lastro, caso esse lastro vença anteriormente ao próprio CRA, este título ficaria desprovido de lastro. A revolvência serve, então, para garantir que o CRA tenha sempre um direito creditório do agronegócio lhe servindo de lastro, desde a sua emissão até o seu vencimento.

A positivação da revolvência representa exemplo de uma regulação eficiente pela CVM, capaz de trazer maior segurança aos investidores, pois o crédito que está sendo securitizado poderá ser renovado por outro quando do seu vencimento, o que mitiga o risco de inadimplemento, haja vista que os titulares de CRAs estarão sempre acobertados com títulos providos de lastro.

Sobre a *denominação* [*sic*] do CRA, o art. 6º da IN 600 determina que nela devem constar:

(i) o número de emissão;

(ii) o nome da companhia securitizadora emitente;

(iii) a identificação do devedor, caso o CRA esteja vinculado a um único devedor ou a devedores sob um mesmo controle; e

(iv) a identificação do cedente do crédito do agronegócio, caso: (a) não haja um único devedor ou devedores sob um mesmo controle; (b) o CRA encontre-se vinculado a direitos creditórios que sejam de titularidade de um único cedente, ou de cedentes sob um mesmo controle; ou (c) se houver retenção de risco; ou

(v) a expressão "diversificado", caso não se apliquem as hipóteses previstas nos itens "iii" ou "iv", acima.

Acerca do art. 6º acima abordado, *data venia*, permita-se sustentar a atecnia do termo "denominação do CRA". Isso porque "denominação" seria o próprio nome do título em questão, isto é, "Certificado de Recebíveis do Agronegócio", tratando-se de um *nomen juris*.

O art. 6º da IN 600 não está tratando efetivamente do nome do título, mas sim dos requisitos para a sua emissão escritural. Assim, muito mais apropriado seria valer-se da palavra "requisitos", ao invés de "denominação".

Os CRAs podem ser emitidos em *classes*, podendo ser ofertados em classe única, ou separados em classes sênior e subordinada. O CRA de classe *sênior* seria aquele que não está subordinado às outras classes no que se refere à amortização e resgate. O CRA de classe *subordinada*, por sua vez, é aquele que está subordinado à classe sênior para fins de amortização e resgate (art. 8º da IN 600).

É possível que o CRA de classe subordinada esteja dividido em *subclasses*, com distintos níveis de subordinação entre elas, sendo a subclasse intitulada "subordinada júnior" aquela que se encontra subordinada às demais classes, chamadas de "subordinada mezanino".

Os CRAs de classes seniores, por sua vez, não podem se dividir em subclasses, somente sendo admitida a sua divisão em séries, para fins exclusivos de se estabelecer, para cada uma das séries, uma remuneração distinta e prazos diferenciados de amortização (art. 8º, § 1º e § 2º, da IN 600).

Cada emissão de CRA contará com um termo de securitização distinto e deverá ser numerada sequencialmente. As séries distintas de uma mesma emissão, que também contarão com uma numeração sequencial, devem ficar vinculadas a esse mesmo termo de securitização. Os CRAs de uma mesma série deverão ter as mesmas características e atribuir a seus titulares idênticos direitos e obrigações, conforme dispuser o termo de securitização (art. 8º, § 3º, § 4º e § 5º, da IN 600).

No que se refere ao *Termo de Securitização*, devem constar, de acordo com o art. 9º e seus incisos da IN 600, dentre outras, as seguintes informações:

(i) características dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao título, incluindo o seu valor nominal, o seu vencimento e a indicação do devedor;

(ii) identificação dos CRAs emitidos;

(iii) identificação e detalhamento, quando constituídas, de outras garantias de resgate dos CRAs da série emitida, tais como sobrecolaterização[111] ou coobrigação;

---

[111] Sobrecolaterização é uma espécie de garantia mediante reforço de crédito, em que o valor dos recebíveis que lastreiam a emissão supera o valor total da própria emissão. A sobrecolaterização se dá, portanto, por meio da aquisição pela companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio em volume financeiro superior

(iv) possibilidade e requisitos para a substituição dos direitos creditórios que servem de lastro ao título, a qual somente poderá ocorrer nas hipóteses de existência de vícios na cessão que possam afetar a cobrança dos direitos creditórios; manutenção do grau da retenção de risco assumida pelo próprio cedente ou por terceiros, na emissão de CRA em questão; ou manutenção do grau de concentração de devedor ou de cedente;

(v) declaração pela securitizadora, quando aplicável, da instituição do regime fiduciário sobre o lastro;

(vi) condições de elegibilidade para a escolha dos novos direitos creditórios a serem adquiridos pela companhia securitizadora e o prazo para tal aquisição, na hipótese de revolvência;

(vii) descrição das classes e séries que se encontram vinculadas ao termo de securitização, incluindo dados sobre os direitos políticos e econômicos de cada uma delas, bem como sobre a subordinação e a ordem de pagamentos entre si de classes subordinadas mezanino[112];

(viii) política, quando cabível, de utilização de derivativos;

(ix) indicação das entidades contratadas e de suas respectivas funções e remunerações, incluindo, se for o caso, a agência de classificação de risco, o custodiante, o auditor independente, o agente fiduciário, o escriturador e demais prestadores de serviço (incisos IX e X);

(x) remuneração da emissora (inciso X);

àquele das obrigações que são neles lastreadas, isto é, em valor superior ao dos próprios CRAs emitidos (FABOZZI; KOTHARI, 2008, p. 89-90). Há, assim, um excesso de lastro, que reduz o risco de eventuais inadimplementos envolvendo algum destes recebíveis impactarem na operação como um todo e, consequentemente, afetarem o pagamento da remuneração, pela securitizadora, aos titulares de CRAs.

[112] Os CRAs podem ser emitidos em classe única, ou separados em classes sênior e subordinada. A classe sênior não se subordina às demais classes para fins de amortização e resgate, ao passo em que a classe subordinada se subordina à classe sênior para tais fins (art. 8º da IN 600). Os CRAs de classe subordinada podem ser divididos em subclasses (júnior ou mezanino), com distintos níveis de subordinação entre elas. A subclasse mezanino se subordina à classe sênior para efeito de amortização e resgate e somente haverá a amortização e/ou resgate dos CRAs de classe mezanino após a amortização e o resgate dos CRAs de classe sênior. A classe subordinada júnior se subordina à classe sênior e à classe subordinada mezanino para efeito de amortização e resgate. Somente ocorrerá a amortização e/ou o resgate dos CRAs da classe subordinada júnior após a amortização e/ou resgate dos CRAs de classe sênior e de classe subordinada mezanino. Renato Buranello e Érik Oioli explicam que "em decorrência da menor exposição ao risco, os CRA seniores têm, em regra, uma rentabilidade menor em relação ao CRA subordinado. Os CRAs subordinados: são lastreados pela mesma carteira de recebíveis, porém sua liquidação se dá posteriormente à liquidação dos CRAs seniores. É muitas vezes uma espécie de garantia colateral adicional no caso de eventual inadimplemento. [...] Em decorrência da maior exposição ao risco, essa classe de CRA tem uma rentabilidade maior em relação ao CRA sênior" (BURANELLO; OIOLI, 2019, p. 162).

(xi) indicação, se houver, do índice de subordinação – isto é, da relação mínima entre a subordinação e o valor total dos CRAs no momento da emissão –, bem como da periodicidade para apuração e divulgação aos investidores de tal relação;

(xii) indicação dos procedimentos aplicáveis para que, quando cabível, seja recomposto o índice de subordinação;

(xiii) indicação das situações de liquidação antecipada dos CRAs e, caso a assembleia vote pela não liquidação, as possíveis situações que poderiam levar ao resgate dos CRAs seniores aos investidores dissidentes interessados no resgate;

(xiv) competência da assembleia geral de investidores, formalidades para a sua convocação e deliberações;

(xv) indicação de eventuais conflitos de interesses que possam existir no momento da emissão do CRA;

(xvi) indicação das regras para se efetuar a substituição dos prestadores de serviços contratados (tais como a agência de classificação de risco, o custodiante, o auditor independente, o agente fiduciário, o escriturador, entre outros);

(xvii) situações de administração extraordinária do patrimônio separado;

(xviii) descrição da ligação existente entre o terceiro emissor de títulos de dívida que servirão de lastro ao CRA e o produtor rural, caso o lastro seja da natureza de título de dívida;

(xix) fundos de reserva ou provisões eventuais que garantam a disponibilidade de recursos para o exercício da cobrança extrajudicial ou judicial dos créditos não cumpridos.

Segundo o art. 10, o Termo de Securitização deve prever os encargos próprios ao patrimônio separado, incluindo, dentre outros:

(i) taxa de administração cobrada pela emissora;

(ii) impostos, taxas ou contribuições de natureza federal, estadual, municipal ou autárquica, que recaiam sobre os bens, obrigações e direitos do patrimônio;

(iii) registro de documentos em cartório, expedição, impressão, publicação de relatórios e informações periódicas;

(iv)e expedição de correspondências que interessem aos titulares;

(v) honorários da agência de classificação de risco e do agente de cobrança dos direitos creditórios que servem de lastro ao CRA, bem como dos prestadores de serviços (escriturador, auditor independente, agente fiduciário e custodiante, exceto quando os ativos que lastreiam o CRA forem registrados em entidade administradora de mercado, ou registradora de créditos autorizada pelo Bacen);

(vi) parcela de prejuízo que não esteja coberta por apólices de seguro e que não decorram de culpa ou dolo dos prestadores de serviços enquanto no exercício de suas funções;

(vii) prêmio de seguro ou custos com derivativos;

(viii) custos ligados à liquidação do CRA;

(ix) custos ligados com a realização de assembleia geral dos titulares;

(x) liquidação, negociação, registro, e custódia de operações com ativos;

(xi) valores devidos às entidades administradoras do mercado organizado em que os CRAs sejam admitidos à negociação;

(xii) custos com o registro para negociação em mercados organizados;

(xiii) honorários advocatícios, custas e despesas incorridas em defesa dos interesses dos titulares de CRA, em juízo ou extrajudicialmente;

(xiv) remuneração da agência classificadora de risco; e

(xv) remuneração do agente de cobrança dos direitos creditórios do agronegócio vinculados ao CRA.

É de se notar que a Instrução CVM nº 600/2018 foi mais exigente que a Lei nº 11.076/2004 ao determinar o conteúdo do Termo de Securitização de Direitos Creditórios, haja vista que a lei apenas exige a indicação do devedor, o valor nominal e o vencimento de cada um dos direitos creditórios vinculados ao CRA, a identificação dos títulos que serão emitidos e das garantias de resgate da série emitida, se constituídas (art. 40 da Lei nº 11.076/2004), ao passo em que a IN 600, em seus arts. 9º e 10º, traz 31 (trinta e uma) novas exigências.

Considerando que nenhuma emissão pública de valores mobiliários no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, sediados ou constituídos no Brasil, pode ser distribuída, nos mercados primários e secundários, sem registro prévio na CVM (art. 19 da Lei nº 6.385/1976 c/c art. 2º da Instrução CVM nº 400/2003), a IN 600 determina que a oferta pública de CRA, salvo nos casos de dispensa de registro previstos em regulamentação específica, depende de registro *prévio* na CVM (art. 11), devendo a emissão ser realizada por instituições intermediárias que integram o sistema de distribuição de valores mobiliários.

Configuram emissão pública de CRA a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, prospectos, folhetos, ou anúncios voltados ao público; a busca de subscritores ou adquirentes para os CRAs mediante empregados, corretores ou agentes; e a negociação realizada em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou mediante o uso de serviços públicos de comunicação (art. 19, § 3º, da Lei nº 6.385/1976).

Em atenção à sua função de expedir normas referentes ao registro de emissão pública de valores mobiliários, podendo fixar o procedimento a ser seguido para tal registro e especificar as informações que devam acompanhá-lo (art. 19, § 5º, da Lei nº 6.385/1976), a CVM determina que o *pedido de registro* de oferta pública de distribuição do CRA precisa ser instruído com:

(i) dados sobre as características do certificado, tais como identificação da companhia securitizadora; número do termo de securitização; valor e tipo do direito creditório; espécie e descrição da garantia; data de início, de compra e do vencimento do direito creditório; informações do cedente e sua área de atuação; dados do devedor; existência de coobrigação; empresa [*sic*] avaliadora dos bens dados em garantia, se houver, e descrição da avaliação; dados da instituição custodiante; e preço de aquisição;

(ii) cópia do termo de securitização; e

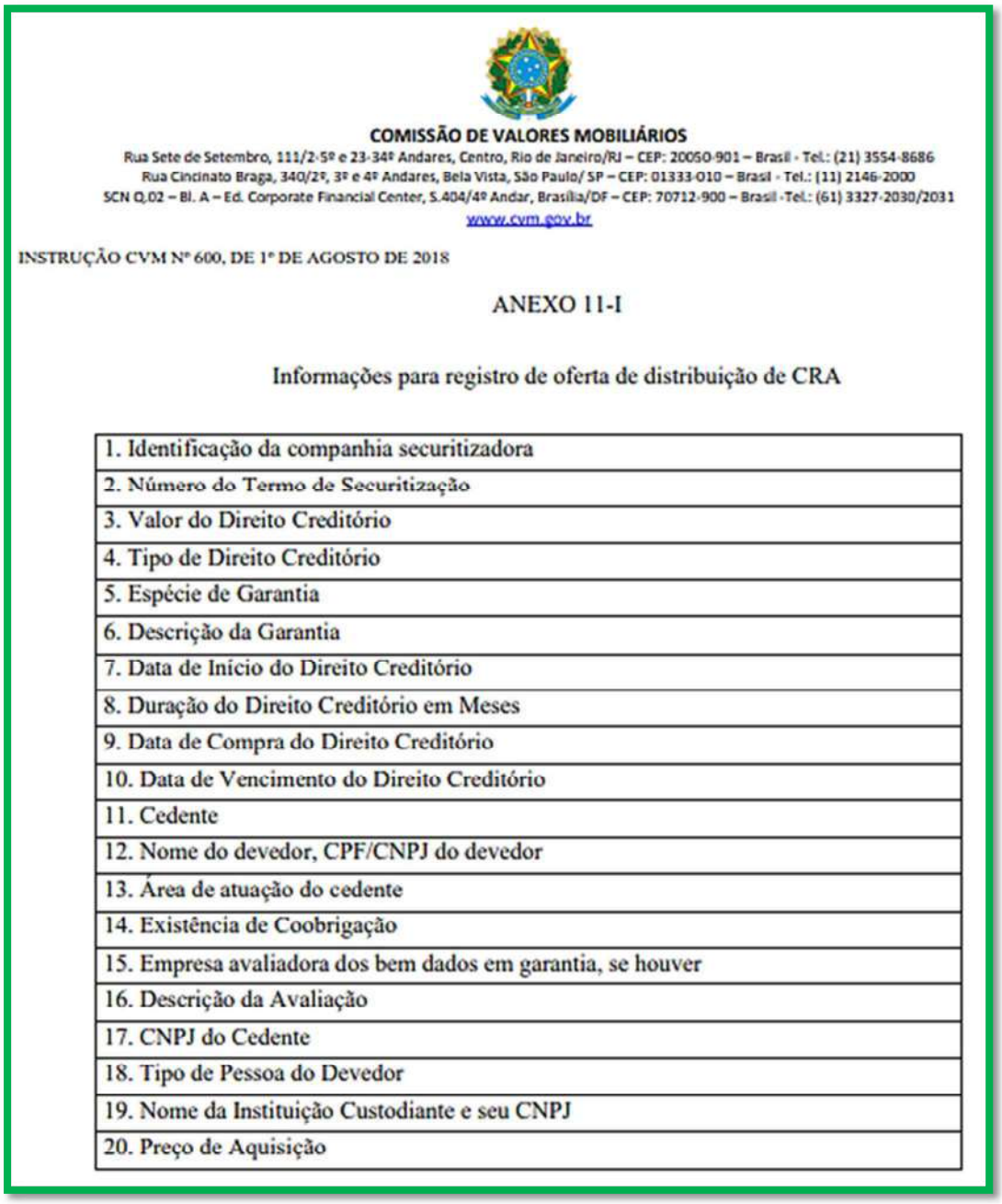
(iii) declaração da companhia securitizadora, do agente fiduciário e, se aplicável, da instituição líder da oferta, atestando a veracidade e suficiência das informações divulgadas pela emissora no prospecto e no termo de securitização (art. 11, § 1º, da IN 600).

O prospecto, que deverá acompanhar o pedido de registro de oferta pública de CRA (art. 19, § 7º, da Lei nº 6.385/1976), é o documento elaborado pela ofertante do título em conjunto com a instituição líder da distribuição, sendo obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de CRAs nos mercados primários e secundários, devendo conter informações completas, verdadeiras, claras, objetivas, precisas e necessárias, em linguagem acessível, para que os investidores possam formar sua decisão de investimento de forma criteriosa (art. 38 da Instrução CVM nº 400/2003)[113].

Os dados sobre as características do certificado, incluindo as informações indicadas no item "i", acima, constam do Anexo 11-I da IN 600, abaixo reproduzido na Figura 9.

[113] A Instrução CVM nº 400/2003, em seu Anexo III-A, indica as informações e documentos adicionais que devam estar presentes nos prospectos referentes às ofertas públicas de valores mobiliários decorrentes de operações de securitização.

Figura 9: Anexo 11-I da IN 600 – Informações para registro de oferta de distribuição de CRA:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2º-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

INSTRUÇÃO CVM Nº 600, DE 1º DE AGOSTO DE 2018

ANEXO 11-I

Informações para registro de oferta de distribuição de CRA

1. Identificação da companhia securitizadora
2. Número do Termo de Securitização
3. Valor do Direito Creditório
4. Tipo de Direito Creditório
5. Espécie de Garantia
6. Descrição da Garantia
7. Data de Início do Direito Creditório
8. Duração do Direito Creditório em Meses
9. Data de Compra do Direito Creditório
10. Data de Vencimento do Direito Creditório
11. Cedente
12. Nome do devedor, CPF/CNPJ do devedor
13. Área de atuação do cedente
14. Existência de Coobrigação
15. Empresa avaliadora dos bem dados em garantia, se houver
16. Descrição da Avaliação
17. CNPJ do Cedente
18. Tipo de Pessoa do Devedor
19. Nome da Instituição Custodiante e seu CNPJ
20. Preço de Aquisição

Fonte: IN 600.

Quando não distribuídos *exclusivamente* para investidores profissionais[114], os CRAs devem estar em conformidade com as exigências do art. 11 e seus parágrafos da IN 600, sob

[114] Art. 9º-A da Instrução CVM nº 539/2013: "São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo

pena de somente poderem ser adquiridos em mercados organizados de valores mobiliários por investidores profissionais. São elas:

(i) contar com o regime fiduciário (§ 2º, I);

(ii) ser constituídos por direitos creditórios que sejam liquidados de forma financeira (§ 2º, II);

(iii) ter devedores ou coobrigados – a eles se equiparando o acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sobre controle comum (§ 5º) – que detenham exposição máxima equivalente ao valor de 20% (vinte por cento) do total emitido[115]; e

(iv) se a emissão for classificada por agência de classificação de risco, garantir que esta possua registro na CVM para o exercício da atribuição, sendo que o registro da oferta será concedido somente após a emissão do relatório definitivo de classificação de risco da emissão (§ 6º).

Quando ofertados a *investidores não qualificados*[116], os CRAs devem, cumulativamente, atender as exigências do art. 12 da IN 600, isto é:

(i) se valer de retenção substancial de riscos e benefícios, por parte do cedente do crédito ou de terceiros (tais como mediante emissão, pelo cedente ou terceiros, de CRAs de classe subordinada, ou, ainda, mediante assunção de coobrigação ou contratação de seguro), salvo se o CRA se encontrar vinculado a dívida de responsabilidade de um único devedor ou de devedores sob controle comum (inciso I, e § 1º);

---

próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes".

[115] Essa condição está dispensada no caso de o devedor ou coobrigado ser uma companhia aberta, instituição financeira ou equiparada, ou uma entidade que tenha suas demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a Lei nº 6.404/1976 (Lei das S/As) e que sejam auditadas por auditor independente (art. 11, § 2º, III, da Instrução CVM nº 600/2018), devendo as demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado, assim como o parecer do auditor independente, serem arquivados na CVM pela securitizadora, dentro de até 03 (três) meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia em que for colocado à disposição dos sócios, o que ocorrer primeiro, devendo as demonstrações financeiras serem atualizadas anualmente, até o vencimento dos CRAs, ou até o exercício em que os créditos de responsabilidade do devedor ou coobrigado deixem de representar mais de 20% (vinte por cento) do lastro da emissão (art. 11, § 3º e § 4º da Instrução CVM nº 600/2018).

[116] Art. 9º-B da Instrução CVM nº 539/2013: "São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados".

(ii) serem constituídos por créditos que estejam performados quando da cessão ou da subscrição pela securitizadora, isto é, créditos em que o produto objeto da compra ou venda já tenha sido entregue ou em que o serviço já tenha sido prestado, bem como aqueles títulos de dívidas vinculados à emissão quando os pagamentos devidos não estejam condicionados a nenhum evento futuro (inciso II, § 2º e § 3º);

(iii) possuir devedores ou coobrigados – a eles se equiparando o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sobre controle comum (§ 4º) – que tenham exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, exceto se o devedor ou o coobrigado for companhia aberta, instituição financeira ou equiparada (inciso III), ou se houver o cumprimento da obrigação de retenção de risco por meio de coobrigação do cedente que seja entidade com demonstrações financeiras elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404/1.976, auditadas por auditor independente registrado na CVM (§ 7º); e

(iv) serem constituídos por direitos creditórios que tenham sido cedidos por um único cedente ou por cedentes que estejam sujeitos a controle comum (inciso IV).

Em conformidade com o art. 13 da IN 600, a oferta pública de CRA pode ser *conduzida pelas companhias securitizadoras*, dispensando-se a participação de instituição intermediária, quando cumulativamente:

(i) a oferta não ultrapassar o montante de R$100.000.000,00 (cem milhões de reais) (*caput*);

(ii) a distribuição for realizada por companhia securitizadora que seja a emissora do CRA (inciso I);

(iii) a companhia securitizadora observar as normas específicas da CVM sobre: (a) cadastro de cliente, de conduta, de pagamento e recebimento de valores referentes à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados de valores mobiliários regulamentados; (b) o dever de conferência da adequação dos produtos, operações e serviços ao perfil do cliente (o que é conhecido como "*suitability*"); (c) a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa relativas aos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, valores e direitos (inciso II);

(iv) a securitizadora possuir um diretor que seja responsável pelo cumprimento das normas acima especificadas no item "iii", bem como pela atividade de distribuição (inciso III); e

(v) não contar com agente autônomo de investimento para a distribuição pública do CRA, caso a securitizadora não seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil (parágrafo único).

Sobre os *prestadores de serviços*, a securitizadora deve contratar, às expensas de cada emissão, os seguintes profissionais:

(i) custodiante[117] com registro na CVM, que é o responsável pela guarda dos documentos que comprovam os direitos creditórios do agronegócio vinculados à emissão (art. 14, I, da Instrução CVM nº 600/2018), podendo ele contratar prestador de serviço para atuar como depositário dos documentos que lastreiam as emissões de CRAs, sem se eximir de sua responsabilidade pela guarda de tais documentos (arts. 14 e 15, § 1º, da Instrução CVM nº 600/2018), sendo vedado ao custodiante ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios para os CRAs nos quais atue (art. 19 da IN 600);

(ii) escriturador com registro na CVM (art. 14 da IN 600);

(iii) auditor independente com registro na CVM; e

(iv) agente fiduciário, sendo a ele vedado atuar como custodiante, efetuar atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, bem como de cobrança dos direitos creditórios, ou prestar qualquer outro serviço para a emissão (art. 14 e art. 18, da IN 600), não podendo, também, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios para os CRAs nos quais atue (art. 19 da IN 600).

Nos termos da art. 16 da IN 600 e seus parágrafos, a *companhia securitizadora* tem a responsabilidade de:

(i) monitorar, controlar e processar os ativos e compromissos vinculados à emissão, assim como cobrar, judicial ou extrajudicialmente, os direitos creditórios, podendo subcontratar prestadores de serviços para tais funções, caso em que não se eximirá de suas responsabilidades (*caput,* § 1º e § 5º);

(ii) diligenciar para que sejam mantidos em perfeita ordem e atualizados: (a) os registros de investidores e de transferências dos CRAs; (b) os controles de presença e das atas de assembleia dos titulares de CRAs; (c) os relatórios dos auditores independentes; (d) os registros contábeis relativos às operações realizadas e vinculadas à emissão; (e) a cópia da documentação referente às operações que estejam vinculadas à emissão (§ 2º, I);

(iii) pagar eventuais multas impostas pela CVM devido ao atraso no cumprimento dos prazos previstos na Instrução CVM nº 600/2018 (§ 2º, II);

---

[117] O custodiante pode ser dispensado nos casos em que os ativos que lastreiam o CRA estejam registrados em registradoras de créditos autorizadas pelo Bacen, ou em entidade administradora de mercado (art. 15, da IN 600).

(iv) diligenciar para que os direitos inerentes à emissão sejam defendidos (§ 2º, III);

(v) manter os direitos creditórios vinculados à emissão custodiados em entidades de custódia autorizadas pela CVM (§ 2º, IV);

(vi) elaborar e divulgar as informações requeridas em regulamentação específica (§ 2º, V);

(vii) cumprir as deliberações proferidas na assembleia geral (§ 2º, VI);

(viii) fiscalizar os serviços desenvolvidos pelos terceiros contratados (§ 2º, VII);

(ix) cumprir com a regra de rodízio dos auditores independentes da securitizadora e de cada patrimônio separado (§ 2º, VIII); e

(x) cumprir e zelar para que se cumpram todas as disposições do termo de securitização (§ 2º, IX).

O art. 17 da IN 600 e seus incisos arrola as proibições à companhia securitizadora, que *não* poderá:

(i) visando lastrear suas emissões, adquirir direitos creditórios ou subscrever títulos de dívida que tenham sido originados ou emitidos, direta ou indiretamente, por partes relacionadas à securitizadora, exceto quando se tratar de oferta destinada exclusivamente a sociedades que integram o seu grupo econômico, ou quando as partes relacionadas sejam instituições financeiras e a cessão seguir as normas editadas pelo CMN e pelo Bacen;

(ii) prestar garantias valendo-se dos bens e direitos que estejam vinculados à emissão;

(iii) receber recursos oriundos dos ativos vinculados em conta corrente que não esteja vinculada à emissão;

(iv) adiantar rendas futuras aos titulares dos CRAs;

(v) aplicar, no exterior, os recursos captados com a emissão;

(vi) receber a prazo os recursos provenientes das emissões dos CRAs; e

(vii) atuar como depositário dos documentos físicos que integrem o lastro das emissões.

Acerca do *patrimônio separado*[118], nos casos em que houver insuficiência de ativos que o compõem, caberá ao agente fiduciário convocar assembleia geral dos titulares de CRAs para

[118] O patrimônio separado tem lugar quando a companhia securitizadora instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios do agronegócio a fim de lastrear a emissão de CRAs. Referido patrimônio: (i) é integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário; (ii) não se confunde com o patrimônio da companhia securitizadora, ficando os créditos que o compõem apartados do patrimônio desta até que se complete o resgate de todos os CRAs da série a que estejam afetados; (iii) destina-se exclusivamente à liquidação dos CRAs a que estiver afetado, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais; (iv) está isento de qualquer execução ou ação pelos credores da companhia securitizadora, exceto em relação aos credores fiscais, previdenciários e trabalhistas, que concorrerão de maneira privilegiada com os titulares de CRAs por força do art. 76 da Medida Provisória nº 2.158-35/2001; (v) só responderá pelas obrigações referentes aos CRAs a ele afetados; (vi) não é passível de constituição de garantias ou de excussão dos créditos que o compõem por quaisquer dos credores da companhia securitizadora; (vii) é administrado pela companhia securitizadora, que deve manter

deliberar sobre a administração extraordinária ou a liquidação desse patrimônio, podendo a assembleia geral adotar medidas pertinentes à sua administração ou liquidação, tais como: realização de aporte por parte de investidores; dação em pagamento dos valores integrantes do patrimônio; leilão dos ativos que compõem o patrimônio separado ou transferência deles para outra companhia securitizadora ou para o agente fiduciário (art. 20, da IN 600).

Em havendo a insolvência [*sic*] da securitizadora, o agente fiduciário assumirá, de forma imediata, a administração do patrimônio separado e convocará a assembleia geral dos titulares de CRA para discutir acerca da forma de administração ou liquidação do CRA (art. 21, da IN 600).

Data venia, causa perplexidade e dúvida a utilização do termo "insolvência" no art. 21 da IN 600. A companhia securitizadora, como o próprio nome já indica, é uma sociedade anônima, visto que: (i) "companhia" é sinônimo de sociedade anônima (art. 1º da Lei nº 6.404/1976 e art. 1.088 do Código Civil); e (ii) a Lei nº 11.076/2004 assim o determina: "as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de *sociedade por ações* [...]" (art. 38 da Lei nº 11.076/2004, grifo nosso).

Pois bem, qualquer que seja o seu objeto, a companhia é mercantil e será regida pelas leis e usos do comércio (art. 2º, § 2º, da Lei nº 6.404/1976 c/c art. 982, parágrafo único, do Código Civil). Sendo mercantil, a companhia securitizadora está sujeita às leis comerciais e, por esta razão, é passível de falência, não de insolvência.

A Lei nº 11.101/2005 dispõe em seu art. 1º que o diploma regula a falência do empresário e da *sociedade empresária*, ao passo em que a insolvência, cuja declaração se dá quando as dívidas excederem à importância dos bens do devedor (art. 955 do Código Civil), é matéria própria do Direito Civil e alcança apenas o devedor não empresário, já que, caso seja empresário, ser-lhe-á aplicada a Lei nº 11.101/2005.

Nesse sentido, não há como saber se a CVM estaria se referindo impropriamente à insolvência, quando, na realidade, deveria se referir à falência, ou se estaria tratando do conceito econômico (e não jurídico) de insolvência patrimonial, isto é, da impossibilidade temporária ou permanente de a companhia securitizadora arcar com as suas obrigações, o que seria a causa econômica tanto da insolvência civil quanto da falência.

Caso a CVM esteja se referindo à situação *lato sensu* de insolvência patrimonial, ou seja, de um conceito econômico de insolvência, independentemente da decretação da falência,

---

registros contábeis independentes em relação a cada patrimônio separado e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras (art. 9º a 12 da Lei nº 9.514/1997).

estar-se-ia diante de uma matéria dúbia, já que dependeria de uma análise contábil da companhia securitizadora para verificar se o seu estado seria, realmente, de insolvência econômica.

Por outro lado, caso esteja se referido realmente à falência, a instabilidade ocasionada pela utilização de um termo atécnico poderia ser evitada com a adoção da nomenclatura correta, qual seja, "falência", a qual depende de uma sentença judicial decretando-a, algo de conhecimento público e de fácil constatação.

Destarte, o art. 21 da IN 600 peca pela utilização de um termo de forma atécnica e sem que tenha sido esclarecida a intenção de sua escolha, o que demonstra a existência de uma regulação ineficiente sobre a matéria atinente à administração do patrimônio separado pelo agente fiduciário em caso de crise econômica da companhia securitizadora.

O art. 22 da IN 600 e seus incisos apresentam os atos de competência privativa da *assembleia geral* dos titulares do CRA para deliberar sobre:

(i) as demonstrações contábeis do patrimônio separado que forem apresentadas pela securitizadora, juntamente com o relatório dos auditores independentes, em até 120 (cento e vinte) dias após o encerramento do exercício social a que se refiram;

(ii) alterações no termo de securitização;

(iii) mudança da remuneração dos prestadores de serviços que estiverem descritos no termo de securitização;

(iv) alterações nas garantias para os CRAs de classe sênior, como, por exemplo, índice de subordinação ou sobrecolateralização, se houver;

(v) mudança do quórum de instalação e de deliberação da assembleia geral;

(vi) mudança da remuneração dos CRAs de classe sênior.

Em acréscimo, o parágrafo único do art. 22 dispõe que a assembleia geral deverá deliberar sobre outras matérias estabelecidas no termo de securitização.

A assembleia geral deve ser convocada da forma prevista no termo de securitização, com antecedência de ao menos 20 (vinte) dias, devendo indicar a matéria a ser deliberada e votada (art. 24, da IN 600), sendo considerada regular a assembleia geral em que, independentemente da convocação aqui mencionada, comparecerem todos os titulares (art. 24, § 1º, da IN 600).

Somente podem *votar na assembleia geral* os titulares que estejam inscritos nos registros do CRA na data da convocação (art. 25, da IN 600), cabendo a cada CRA 1 (um) voto (art. 26, da IN 600). Em havendo mais de uma classe de CRAs, o termo de securitização poderá

prever direitos políticos especiais e o direito de voto de cada um deles na assembleia geral (art. 26, § 1º, da IN 600).

Não poderão votar nas assembleias gerais: (i) a companhia securitizadora, seus sócios, funcionários, diretores e respectivas partes relacionadas; (ii) os prestadores de serviços participantes da emissão do CRA, seus sócios, funcionários, diretores e respectivas partes relacionadas; e (iii) qualquer titular de CRA que, no assunto a ser deliberado, tenha interesse conflitante com os interesses do patrimônio separado (art. 27, da IN 600).

Por fim, no que se refere ao *poder fiscalizador*[119] *e sancionador* da CVM, a autarquia fiscalizará o cumprimento da IN 600 por aqueles que a ela se sujeitam, podendo impor as penalidades previstas no art. 11 da Lei nº 6.385/1976 aos infratores das suas normas, sendo considerada infração grave, nos termos do art. 28 da IN 600, a violação dos arts. 3º ao 5º; 7º; 8º, § 2º; 9º, parágrafo único; 10 ao 13; 16 ao 20; 24 e 26, da IN 600, ou seja, a violação de regras sobre:

(i) o lastro dos CRAs e a destinação dos recursos oriundos da operação de securitização (arts. 3º ao 5º da IN 600);

(ii) a revolvência (art. 7º da IN 600);

(iii) a vedação da divisão de CRAs de classes seniores em outras subclasses (art. 8º, § 2º da IN 600);

(iv) as condições para a substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao CRA (art. 9º, parágrafo único, da IN 600);

(v) os encargos próprios ao patrimônio separado (art. 10 da IN 600);

(vi) o registro da oferta pública de distribuição de CRA perante a CVM (art. 11 da IN 600);

(vii) as ofertas de CRA a investidores não qualificados (art. 12 da IN 600);

(viii) as ofertas públicas de CRA conduzidas pelas companhias securitizadoras com a dispensa de instituição intermediária (art. 13 da IN 600);

(ix) as responsabilidades da companhia securitizadora pelas atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, bem como de cobrança dos direitos creditórios (art. 16 da IN 600);

---

[119] Art. 4º, II, do Regimento Interno da CVM: "Compete à CVM: [...] II - exercer as atividades de regulamentação, de administração, fiscalização e autorização previstas na Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, na lei de sociedades por ações e neste Capítulo". Art. 8º da Lei nº 6.385/1976: "Compete à Comissão de Valores Mobiliários: [...] III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados".

(x) as vedações aplicáveis à companhia securitizadora referentes à aquisição de direitos creditórios ou subscrição de títulos de dívida; prestação de garantias; recebimento de recursos provenientes dos ativos vinculados em conta não vinculada à emissão; adiantamento de rendas futuras aos titulares de CRAs; aplicação no exterior de recursos captados com a emissão; recebimento a prazo dos recursos das emissões de CRA; e atuação como prestadora de serviço de custódia (art. 17 da IN 600);

(xi) a vedação aplicável ao agente fiduciário de atuar como custodiante ou de prestar quaisquer outros serviços para a emissão de CRA (art. 18 da IN 600);

(xii) a vedação aplicável ao custodiante e ao agente fiduciário de ceder ou originar direitos creditórios para os CRAs (art. 19 da IN 600);

(xiii) a administração extraordinária do patrimônio separado (art. 20 da IN 600); e

(xiv) a convocação e instalação da assembleia geral de titulares de CRA e as deliberações a serem nela tomadas (art. 24 e 26 da IN 600).

Por ser considerada infração grave, a violação dos supracitados artigos sujeitará o infrator, nos termos do art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385/1976, às penalidades previstas nos incisos IV, V, VI, VII e VIII do *caput* do art. 11 da Lei n.º 6.385/1976, quais sejam:

(i) inabilitação temporária, por no máximo 20 (vinte) anos, para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de entidades que dependam de autorização ou registro na CVM;

(ii) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades previstas na Lei n.º 6.385/1976 (emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado; negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; negociação e intermediação no mercado de derivativos; organização, funcionamento e operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros; administração de carteiras e custódia de valores mobiliários; auditoria das companhias abertas; e consultor e analista de valores mobiliários);

(iii) inabilitação temporária, por no máximo 20 (vinte) anos, para o exercício das atividades de que trata a Lei n.º 6.385/1976;

(iv) proibição temporária, por no máximo 20 (vinte) anos, para a prática de determinadas atividades ou operações, por parte dos integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; e

(v) proibição temporária, por no máximo 10 (dez) anos, de atuar em operação no mercado de valores mobiliários.

É de se observar, portanto, que o art. 28 da IN 600 acresceu determinadas condutas ao rol de infrações graves de que trata a Lei nº 6.385/1976, de modo que os infratores estarão

sujeitos às penalidades acima indicadas, sem que haja sequer a aplicação prévia das sanções mais brandas de advertência e multa, previstas respectivamente nos incisos I e II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976.

Considerando-se as regras previstas na IN 600, ao se fazer cotejo com a Lei nº 11.076/2004, percebe-se que há uma série de assuntos que não estão contidos na referida lei.

Há determinadas matérias contidas na IN 600 que, pela sua tecnicidade, relevância e necessidade de delimitação, realmente mereciam um regramento técnico mais específico. Como exemplos de disposições da IN 600 dessa natureza, as quais refletem o exercício de uma regulação eficiente pela CVM, têm-se:

(i) o *art. 3º, parágrafos 1º a 9º,* bem como o *art. 5º, parágrafos 1º a 3º,* conforme será abordado no próximo capítulo desta dissertação;

(ii) o *art. 7º e seus parágrafos*, admitindo expressamente a revolvência, com a substituição do lastro do CRA em certas hipóteses, revela uma regulação eficiente da matéria e digna de elogio, haja vista ter afastado qualquer dúvida acerca da admissibilidade do instituto da revolvência em emissões de CRA e ter traçado com clareza as condições e requisitos para que tal instituto seja praticado;

(iii) o *art. 8º e seus parágrafos,* trazendo regras sobre as classes de CRAs e prevendo que os títulos podem ser ofertados em classe única ou divididos em classes sênior e subordinada, com explicações sobre como se dá essa divisão e as características de cada uma das classes. Entende-se que referidos dispositivos contemplam uma regulação eficiente sobre a matéria, haja vista se tratar de algo muito técnico que demanda normas esclarecedoras, as quais vêm para garantir um maior conhecimento do mercado sobre os diferentes tipos de CRAs ofertados pelas companhias securitizadoras;

(iv) o *art. 11, caput, e § 1º*, que tratam da oferta pública de distribuição de CRA, determinando que, salvo nos casos de dispensa de registro admitidos pela CVM em regulamentação específica, a oferta pública do título depende de prévio registro na CVM. Essa previsão traz maior segurança aos investidores, já que os títulos a eles ofertados publicamente terão passado previamente pelo crivo da CVM, que poderá restringir a oferta pública que não atenda às suas condicionantes;

(v) o *art. 13*, permitindo que as companhias securitizadoras conduzam ofertas públicas de CRA sem a participação de instituições intermediárias em certos casos, o que mostra um avanço na matéria, pois facilitará a emissão desses títulos no mercado, pois sem a participação de instituições intermediárias dita emissão ficará simplificada e menos onerosa, estimulando-se operações de securitizações pelas companhias securitizadoras;

(vi) os *artigos 18 e 19*, que trazem vedações ao agente fiduciário e ao custodiante, ficando aquele proibido de atuar como custodiante ou prestar quaisquer outros serviços para a emissão, e ficando ambos proibidos de ceder ou originar direitos creditórios para os certificados nos quais atuem. Entende-se que as vedações trazidas nos arts. 18 e 19 são razoáveis e visam proporcionar maior segurança aos investidores, que contarão com prestadores de serviços imparciais, voltados unicamente para as suas respectivas funções, evitando-se conflitos de interesses; e

(vii) *o art. 20,* que trata da administração extraordinária do patrimônio separado, algo não previsto na Lei nº 11.076/2004. Referido artigo trouxe para a IN 600 a regra de que, em casos de insuficiência do patrimônio separado, o agente fiduciário deverá convocar assembleia geral dos titulares para deliberar sobre a administração ou liquidação de tal patrimônio, podendo a assembleia adotar, para tanto, qualquer medida necessária para essa administração ou liquidação, inclusive a realização de aportes por investidores, dação em pagamento de valores que fazem parte do patrimônio separado, leilão dos ativos que o compõem ou transferência desses ativos para outra companhia securitizadora ou para o agente fiduciário. Essas disposições muito se assemelham com aquelas contidas na Lei nº 9.514/1997[120], que instituiu o CRI e regula o regime fiduciário e o patrimônio separado, tendo a CVM agido com acerto ao trazê-las para a IN 600.

Em que pese a CVM ter agido na medida certa na regulamentação de algumas matérias previstas na IN 600, a exemplo daquelas acima apresentadas, verifica-se, contudo, que em outras tantas disposições da IN 600, a exemplo dos arts. 9º a 11, § 2º, I e II; 12, II e IV; 16; 24; e 26, a CVM trouxe inúmeras minúcias sobre os assuntos tratados, adentrando-se no maior grau de detalhamento possível, agindo com excesso de regulação.

Ao se tratar de regulação, é necessário antes esclarecer alguns conceitos. "Regulação" e "regulamentação" têm conotações distintas, conforme explica Maria Sylvia Zanella Di Pietro:

> Regular significa estabelecer regras, independentemente de quem as dite, seja o Legislativo ou o Executivo, ainda que por meio de órgãos da Administração direta ou entidades da Administração indireta. Trata-se de vocábulo amplo, que abrange, inclusive, a regulamentação, que tem um sentido mais estrito (DI PIETRO, 1999, p. 141).

[120] Mais especificamente no art. 14 da Lei nº 9.514/1997: "A insuficiência dos bens do patrimônio separado não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo, nessa hipótese, ao agente fiduciário convocar assembléia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado. § 1º Na hipótese de que trata este artigo, a assembléia geral estará legitimada a adotar qualquer medida pertinente à administração ou liquidação do patrimônio separado, inclusive a transferência dos bens e direitos dele integrantes para outra entidade que opere no SFI, a forma de liquidação do patrimônio e a nomeação do liquidante".

A regulamentação, por sua vez, "corresponde ao desempenho de função normativa infraordenada, pela qual se detalham as condições de aplicação de uma norma de cunho abstrato e geral" (JUSTEN FILHO, 2015, p. 663). Ela é exercida pelo Poder Executivo, na sua competência de baixar normas hierarquicamente inferiores e subordinadas à lei, voltadas a completá-la. "Regulamentar não é somente reproduzir analiticamente a lei, mas ampliá-la e completá-la, segundo o seu espírito e o seu conteúdo, sobretudo nos aspectos que a própria lei, expressa ou implicitamente, outorga à esfera regulamentar" (TÁCITO, 1997, p. 1079).

Dessa maneira, a regulação[121] teria um viés genérico, correspondendo a todo ato normativo, seja ele emanado do Poder Legislativo ou Executivo, abrangendo também a própria regulamentação *stricto sensu*.

O poder regulamentar é, em regra, atribuição constitucional privativa do Presidente da República[122]. Contudo, o regulamento pode partir também de outras esferas da Administração Pública, quando a própria lei habilitar a órgãos públicos ou autarquias o exercício do poder de editar atos normativos administrativos sobre determinados assuntos[123]. Floriano de Azevedo Marques Neto explica a legitimidade do exercício de tal poder por outros agentes públicos que não o chefe do Poder Executivo:

> Temos para nós que, se o ente regulador foi criado por lei e se esta delegou formalmente os poderes de regulamentação de um dado setor da economia (saúde, energia, telecomunicações etc.) ou de um determinado subsistema jurídico (proteção à ordem econômica, consumidor etc.), inexistirá invasão de competência legislativa no exercício pelo órgão regulador da sua competência para editar normas e regulamentos que deem contextura jurídica aos princípios contidos na respectiva lei (MARQUES NETO, 2000, p. 93).

O exercício do poder regulamentar por outros entes do Poder Executivo (que não o Presidente da República) decorre da necessidade de se atribuir a um órgão ou a uma entidade, dotados de capacidade técnica, a regulamentação de assuntos que, pela sua especificidade, demandam maior *expertise* do regulador, a exemplo do mercado de capitais.

É nesse contexto que se insere o poder *regulamentar* da CVM, o qual tem sua base legal no art. 8º, I, da Lei nº 6.385/1976[124], estando ligado à regulamentação das matérias

---

[121] Quando essa dissertação fizer menção à "regulação", entenda-se que se está fazendo uso da concepção *lato sensu* do termo, de modo que não se adotará distinção entre este e a "regulamentação" em si, visto estar compreendida naquele conceito.

[122] Art. 84 da Constituição Federal: "Compete privativamente ao Presidente da República: [...] IV - sancionar, promulgar e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução".

[123] Nesse mesmo sentido, vide DANTAS, 1953, p. 203-205.

[124] Art. 8º da Lei nº 6.385/1976: "Compete à Comissão de Valores Mobiliários: I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações".

expressamente previstas na referida lei, bem como àquelas previstas na Lei nº 6.404/1976 (Lei das Sociedades por Ações). Como visto anteriormente, a CVM é uma autarquia, a quem compete a função de implementar a política de organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários, com base nas diretrizes do CMN.

O poder regulamentar da CVM encontra fundamento máximo na Constituição Federal, especialmente em seu art. 174, que preconiza que o Estado é *agente normativo e regulador* da atividade econômica, exercendo, de acordo com a lei, as funções de: (i) incentivo – visa estimular as relações econômicas, através de medidas que busquem alcançar finalidades públicas; (ii) planejamento – ação do Estado de fixar metas, traçando diretrizes e finalidades a serem alcançadas nas relações econômicas; e (iii) fiscalização – ação de supervisionar e examinar as atividades econômicas desempenhadas pelos agentes, com base nos princípios e normas predeterminados no ordenamento jurídico (ADRI, 2010, p. 148).

Segundo Nelson Eizirik:

> a intervenção do Estado no mercado de capitais, sob a forma de regulação, dá-se mediante normas que estabelecem genericamente as condições de acesso, exercício, as condutas que devem ser mantidas e, principalmente, as informações que devem ser prestadas aos investidores (EIZIRIK, 1982, p. 48).

Ao se analisar a regulação do CRA, verifica-se que a Lei nº 11.076/2004 traça regras bastante genéricas sobre a sua oferta pública, estabelecendo apenas parâmetros gerais, de forma não exaustiva, o que demanda a regulamentação da matéria pela CVM, conforme o fez através da IN 600.

Sendo a IN 600, na hierarquia das normas, inferior à Lei nº 11.076/2004, não poderia contrariá-la. Há quem defenda que o ato normativo administrativo não poderia jamais restringir ou ampliar as disposições da lei, somente sendo possível explicitá-las, dentro dos limites por elas traçados. Isso porque inovar a lei seria o mesmo que legislar, o que atentaria contra os princípios da separação dos poderes (art. 2º da Constituição Federal) e da legalidade (art. 5º, III, da Constituição Federal), de modo que os regulamentos deveriam, portanto, se prestar exclusivamente a completar a lei, estando revestidos de caráter operacional[125].

---

[125] Nesse sentido, vide MEIRELLES, 2013, p. 108; MOREIRA NETO, 2001. p. 182. De acordo com Celso Antônio Bandeira de Mello apenas a lei poderia inovar na ordem jurídica, de modo os regulamentos somente poderiam criar direitos e obrigações que já estivessem previamente delimitados em lei, ou seja, "nela delineados, ao menos pela indicação dos critérios e balizamentos indispensáveis para o reconhecimento de suas composturas básicas" (BANDEIRA DE MELLO, 2002, p. 311).

Nesse sentido, Giovani R. Loss explica que:

> A determinação dos objetivos de interesse público a serem conquistados, como fundamentos da atuação estatal subsidiária, assim como dos métodos adequados a serem utilizados, que garantam a proporcionalidade regulatória, devem ter como guia indiscutível a legalidade, sob pena do administrador público, de forma arbitrária ou aleatória, poder determinar os conceitos envolvidos, viciando ou flexibilizando a regulação estatal (LOSS, 2011, p. 167).

Realmente, é inegável que o poder regulamentar não pode contrariar a lei, o que seria uma ofensa ao princípio da legalidade e da hierarquia das normas. Contudo, defende-se nessa dissertação que o atendimento do poder regulamentar à primazia da lei não pode se dar de maneira cega, preso à sua literalidade absoluta. Se o ato normativo administrativo tivesse o simples propósito de reproduzir a lei, ele não teria qualquer necessidade.

Nesse mesmo sentido, Alexandre Santos de Aragão defende que a interpretação da legalidade como extrema conformidade com a lei "impediria qualquer esfera de apreciação própria da Administração Pública em um Estado social de Direito, que possui múltiplas e complexas atribuições, a serem exercida em um contexto de grande dinamismo" (ARAGÃO, 2004, p. 52).

É o que perfilha também Odete Medauar, esclarecendo que se somente fossem admitidos atos normativos que estivessem de acordo com uma hipótese abstrata colocada de maneira clara por uma lei, ter-se-ia uma visão rígida do princípio da legalidade, levando a administração pública a ser apenas uma executora da lei (MEDAUAR, 2012, p. 136).

Não se contesta a obrigatoriedade de a administração pública seguir a lei, até porque a legalidade é um dos seus princípios[126]. O que se está criticando é a necessidade de seguir o texto literal da lei, em desprezo aos demais princípios e finalidades visados pelo ordenamento jurídico.

Assim, entende-se que o poder de editar atos normativos administrativos deve estar indissociavelmente ligado ao ordenamento jurídico tido como um sistema de normas harmônicas entre si, e não como disposições esparsas desprovidas de interconectividade com os demais princípios e dizeres normativos. Trata-se da sujeição da Administração Pública ao direito, à juridicidade, e não à legalidade estrita, tendo sempre por base a finalidade, eficiência e o alcance de resultados[127].

---

[126] Art. 37 da Constituição Federal: "Art. 37. A administração pública direta e indireta de qualquer dos Poderes da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios obedecerá aos princípios de legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e eficiência e, também, ao seguinte: [...]".

[127] Nesse mesmo sentido vide MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Quatro paradigmas do direito administrativo pós-moderno:* legitimidade, finalidade, eficiência e resultados. Belo Horizonte: Fórum, 2008.

Estando uma entidade devidamente agraciada por lei para o exercício de determinado poder normativo, a exemplo da CVM, que recebeu esse poder pela Lei nº 6.385/1976, entende-se que, em atenção à legalidade, o referido exercício deve seguir o grau de poder conferido pela própria lei.

A Lei nº 6.385/1976, em seu art. 8º, concedeu à CVM a competência de "regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações". Trata-se de ampla atribuição de poder à CVM, que poderá regular qualquer das matérias previstas genericamente nas referidas leis. Não cabe à CVM, portanto, apenas reproduzir o que já se encontra previsto em lei, o que faria com que a sua competência normativa perdesse a razão de ser.

Cabe à CVM efetivamente regular matérias que necessitam de *complementação*. Os seus atos normativos, porém, são hierarquicamente subordinados à lei e à Constituição Federal, devendo respeito às normas e princípios de direito que lhe são superiores, não podendo alterá-los, derrogá-los ou contrariá-los. Também não podem inovar no direito, fixando direitos e deveres *sem qualquer base legal*. Eles *somente podem criar direitos e obrigações se a lei previamente houver traçado as bases para essa normatização* e, ainda, se considerarem não a letra literal da lei, mas a sua *mens legis*, assim como os princípios de direito e as finalidades visadas pelo ordenamento jurídico.

Assim, a CVM deverá agir em observância, especialmente:

(i) aos princípios constitucionais da administração pública – legalidade, impessoalidade, moralidade, publicidade e *eficiência* (art. 37, *caput*, da Constituição Federal);

(ii) aos princípios constitucionais da atividade econômica – livre iniciativa, livre concorrência, valorização do trabalho, busca do pleno emprego, propriedade privada, dignidade, justiça social, entre outros (art. 170 da Constituição Federal);

(iii) aos princípios legais da finalidade, motivação, razoabilidade, moralidade, segurança jurídica, interesse público, *eficiência* e proporcionalidade (art. 2º da Lei nº 9.748/1999);

(iv) às finalidades previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976: (a) estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; (b) promover a expansão e o funcionamento *eficiente* e regular dos mercados de ações, de bolsa e de balcão; (c) proteger os investidores contra emissões irregulares de valores mobiliários; atos ilegais de administradores, acionistas controladores, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; e o uso de informação privilegiada não divulgada ao mercado; (d) evitar ou coibir fraude ou manipulação visando criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados; (e) assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários

negociados e as companhias que os tenham emitido; e (f) assegurar a observância de práticas comerciais equitativas;

(v) à política definida pelo CMN sobre a organização e funcionamento do mercado de valores mobiliários (art. 3º da Lei nº 6.385/1976) e à orientação geral traçada pelo CMN, a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições (art. 3º da Lei nº 6.385/1976);

(vi) às regras previstas na Lei nº 13.874/2019 (Declaração de Direitos de Liberdade Econômica);

(vii) às regras previstas na Lei nº 11.076/2004, que deu origem ao CRA; e

(viii) às demais regras, princípios e finalidades previstos na sistemática do ordenamento jurídico.

Sobre a função atribuída ao CMN pela Lei nº 6.385/1976 de: (i) definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários; e (ii) fixar a orientação geral a ser observada pela CVM no exercício de suas atribuições (art. 3º da Lei nº 6.385/1976), convém citar trechos do Voto nº 426/78, aprovado pelo CMN sob o título "Fundamentos para a Regulação do Mercado de Valores Mobiliários". Trata-se de ato governamental histórico que evidencia o exercício, pelo CMN, da referida função:

> [...] A CVM, no exercício de suas funções, seguirá os preceitos do sistema que se baseia na economia de mercado e na livre iniciativa, reconhecido como o mais *eficaz* para a promoção do desenvolvimento do País. [...] O exercício da atividade regulatória da CVM, em consequência, objetiva a manutenção da *eficiência* e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários [...]. Essa regulação levará em conta os seguintes fundamentos: 1. Interesse Público. A atuação da CVM no mercado de valores mobiliários estará fundamentada na observância permanente do atendimento ao interesse público [...]. 2. Confiabilidade. A confiabilidade é requisito fundamental para a existência e desenvolvimento de um vigoroso mercado de valores mobiliários. Esse mercado somente cumprirá sua função alocativa com *eficiência* se todos os seus participantes acreditarem no seu funcionamento impessoal e equânime. [...] Desenvolver esforços no sentido de resguardar a confiabilidade no mercado constitui tarefa de envergadura do órgão regulador, dentro do pressuposto de que a atração e a permanência do público investidor garantirão um crescente volume de recursos ao mercado. 3. *Mercado Eficiente*. [...] É do interesse público a existência de um mercado *eficiente* [...]. Assim, sua organização deve permitir que as poupanças dirijam-se naturalmente às unidades produtivas que apresentem maior rentabilidade, consideradas ao mesmo nível de risco, e que as transferências desses recursos se realizem aos menores custos possíveis. 4. Competitividade. A prática da competição é fator fundamental para se atingir um mercado *eficiente*. A competitividade reduz a necessidade de regulação e estimula a criatividade dos participantes do mercado, influenciando positivamente o seu desenvolvimento [...]. 5. Mercado Livre. No processo de regulação e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, devem estar presentes, permanentemente, o respeito à livre atuação das forças de mercado e o livre acesso ao mercado e ao exercício na procura de um mercado *eficiente* e confiável. 6. Proteção ao Investidor. Com vista a manter a confiabilidade do mercado e visando a atrair um contingente cada vez maior de pessoas, há necessidade de um tratamento equitativo a todos os que dele participam, devendo dar-se destaque especial ao investidor individual [...] (DA SILVA, 2015, p. 13-15).

Da leitura do texto acima citado, bem como dos art. 37, *caput*, da Constituição Federal; 2º da Lei nº 9.748/1999; e 4º da Lei nº 6.385/1976, fica nítida a importância da *eficiência*, chegando o CMN a afirmar que o exercício da atividade regulatória da CVM visa à manutenção da *eficiência* e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários.

O princípio constitucional da eficiência, próprio da Administração Pública, seria "a persecução [pela Administração Pública] do bem comum, por meio do exercício de suas competências de forma imparcial, neutra, transparente, participativa, eficaz, sem burocracia e sempre em busca da qualidade" (MORAES, 2008, p. 326). A "economicidade, redução de desperdícios, qualidade, rapidez, produtividade e rendimento funcional são valores encarecidos pelo princípio da eficiência" (MAZZA, 2015, p. 121).

Nesse sentido, a regulamentação seria uma atividade de interpretação e orientação do cumprimento da lei, visando alcançar a eficiência[128]. Dessa sorte, entende-se que o princípio da legalidade hodiernamente sofre uma releitura, no sentido de que a regulamentação será legítima se alcançar eficiência, se alcançar os objetivos visados pela lei, de forma proporcional, adequada e sem excessos, o que se denominaria legalidade finalística[129].

Assim, para atendimento do princípio da eficiência, a Administração Pública deve adotar, dentre as alternativas possíveis, aquela que seja capaz de melhor alcançar o interesse público, da maneira mais célere possível, com economicidade, menor emprego de recursos (ou emprego dos mesmos recursos, porém para o alcance de um resultado melhor) e otimização dos resultados. Trata-se de uma convergência entre os meios utilizados e os fins que se almejam[130].

A noção de eficiência[131] provém da Ciência Econômica, sendo também objeto de estudo da Análise Econômica do Direito, que visa basicamente trazer para o direito, num caráter de

---

[128] SOUTO, 2011, p. 100.

[129] Nesse mesmo sentido, Tercio Sampaio Ferraz Júnior esclarece que a legalidade finalística vincula o ente normativo "a uma otimização de sua solução para preenchimento dos conceitos e diretrizes legais. E quando se fala em otimização, na esteira do princípio de eficiência, entra em cena não só o êxito na execução dos objetivos legais (adequação), como também a ponderação dos meios em termos de necessidade (proibição de excesso), de redução dos custos impostos aos administrados e de ponderação de outros direitos e liberdades individuais envolvidas (proporcionalidade em sentido estrito)" (FERRAZ JÚNIOR, 2011, p. 214-215).

[130] Nesse mesmo sentido, vide BATISTA JUNIOR, Onofre Alves. *Princípio constitucional da eficiência administrativa*. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004; ALFONSO, Luciano Parejo. *Eficácia y administración* – tres estúdios. Madrid: Imprensa Nacional del Boletin Oficial del Estado, Instituto Nacional de Administración Pública – Ministerio para las Administraciones Públicas, 1995.

[131] Importante esclarecer que não se pretende, na presente dissertação, traçar um estudo sobre essa noção de eficiência, visto representar um tema que, pela sua complexidade, demandaria um amplo trabalho específico para tanto. O que se pretende nesta dissertação é apenas lançar as bases do que se entende genericamente por eficiência, sem qualquer intenção de aprofundamento na matéria, que se reveste de viés tanto econômico quanto jurídico.

interdisciplinaridade, institutos da economia, especialmente os critérios de utilidade, valor e eficiência[132].

Acerca das normas emanadas pela Administração Pública, pode-se afirmar que haverá eficiência quando atingirem benefícios gerais que superem os seus custos. Trata-se da análise custo/benefício das normas, que representa o viés normativo da Análise Econômica do Direito[133], sendo que "a eficiência é relevante na formulação de normas porque é sempre melhor atingir determinado objetivo a custos menores que maiores" (COOTER; ULEN, 2008, p. 4).

Essa ideia de custo/benefício como forma de avaliação da eficiência é encontrada no critério de Kaldor-Hicks, o qual reconhece que nas operações em geral (inclusive na edição de um ato normativo) haverá perdedor(es) e ganhador(es), de modo que determinada operação alcançará eficiência se as perdas obtidas pelo(s) perdedor(es) forem inferiores aos ganhos auferidos pelo(s) ganhador(es) (COOTER; ULEN, 2008, p. 47; PINHEIRO, 2005, p. 121).

Nessa esteira, somente "valeria a pena" implementar uma alteração na regulamentação existente, ou criar uma regulamentação, se os benefícios alcançados com estes atos superarem os custos que trarão. Trata-se de nítida avaliação dos "prós e contras", aproximando o direito à economia[134].

Conforme bem apontado por Gunther Teubner:

> uma tal visão das coisas é recorrente na análise econômica do direito onde, como sabemos, as normas jurídicas são consideradas como puros factores de custo e onde a respectiva observância depende estritamente da circunstância de os benefícios retirados da conduta proibida não excederem os respectivos custos (caso em que a conduta proibida não apenas é escolhida, mas é também tida como a opção correta) (TEUBNER, 1989, p. 188).

Dessa forma, é preciso analisar a real necessidade da intervenção do Estado na esfera econômica, pois a regulamentação envolve custos aos agentes regulados e, caso seja excessiva, poderá prejudicar o desenvolvimento do próprio mercado. A abrangência dessa intervenção estatal no domínio econômico não pode ser ilimitada, conforme esclarece Alexandre Santos de Aragão:

---

[132] Vide RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; GALESKI JÚNIOR, Irineu. *Teoria geral dos contratos*: contratos empresariais e análise econômica. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 69.

[133] Nesse sentido, vide POSNER, 2003, p. 24-25.

[134] Conforme alertado por Rodrigo Garcia da Fonseca: "o direito não é escravo da economia, e pode atuar diretamente para afetá-la de modo a condicioná-la aos preceitos constitucionais em matéria econômica, mas só será capaz de fazê-lo na medida em que compreender adequadamente os mecanismos econômicos, e respeitá-los" (FONSECA, 2007, p. 241).

> A questão é: qual deve ser a abrangência e a intensidade da atuação do estado sobre e na economia? [...] A resposta à questão acima colocada deve, portanto, recorrer ao vetusto, mas redescoberto, Princípio da Proporcionalidade, cuja aplicação dos seus três elementos ao Direito Público Econômico pode ser dissecada da seguinte forma: (a) A restrição à liberdade do mercado deve ser apropriada à realização dos objetivos sociais perquiridos – elemento adequação dos meios aos fins. [...]; (b) O Estado deve impor a menor restrição possível, de forma que, dentre as várias medidas aptas a realizar a finalidade pública, opte pela menos restritiva à liberdade de mercado – elemento necessidade [...]; [...] (c) A restrição imposta ao mercado deve ser equilibradamente compatível com o benefício social visado, isto é, mesmo que aquela seja o meio menos gravoso, deve, em uma relação decreto-legislação racional, tendo em vista a finalidade pública almejada, "valer a pena" – proporcionalidade em sentido estrito [...]. (ARAGÃO, 2013, p. 131-134).

Observa-se do trecho acima que a restrição à liberdade do mercado deve ser a última alternativa a ser praticada, somente se justificando se for apropriada, equilibrada e se for o meio menos gravoso para o alcance dos objetivos sociais esperados[135].

A liberdade do mercado reveste-se de tamanha importância que a Lei nº 13.874/2019 foi promulgada exatamente para instituir a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelecendo normas de proteção à livre iniciativa e ao livre exercício de atividade econômica, e disposições sobre a atuação do Estado como agente normativo e regulador (art. 1º da Lei nº 13.874/2019).

Referida lei visa basicamente "garantir que o exercício regulador pelo Estado, conforme determina o art. 174 da Constituição Federal[136], não atuará em sentido contrário ao da liberdade econômica"[137]. Ela é norteada, dentre outros, pelos princípios: (i) da liberdade como forma de garantia no exercício de atividades econômicas (art. 2º, I); (ii) da intervenção excepcional e subsidiária do Estado sobre o exercício de atividades econômicas (art. 2º, III); (iii) da interpretação das normas que versem sobre atividades econômicas privadas, em favor da liberdade econômica e do respeito aos investimentos (art. 1º, § 2º, da Lei nº 13.874/2019).

A Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, em seu art. 4º e incisos, impõe à Administração Pública que evite o abuso do poder regulatório, que estaria configurado quando,

---

[135] Segundo Alexandre Santos de Aragão, "inserto no Princípio da Proporcionalidade [...] está o Princípio da Subsidiariedade, que, na seara do Direito Econômico, impõe ao Estado que se abstenha de intervir e de regular as atividades que possam ser satisfatoriamente exercidas ou autorreguladas pelos particulares em regime de liberdade. Ou seja, à medida que os valores sociais constitucionalmente assegurados não sejam prejudicados, o Estado não deve restringir a liberdade dos agentes econômicos, e, caso seja necessário, deve fazê-lo da maneira menos restritiva possível" (ARAGÃO, 2013, p. 135).

[136] O art. 174 da Constituição Federal preconiza que o Estado é agente normativo e regulador da atividade econômica, exercendo, de acordo com a lei, as funções de incentivo, planejamento e fiscalização. Ao exercer sua função normativa e reguladora, o Estado não pode se olvidar que a ordem econômica está fundada na livre iniciativa, sendo assegurado a todos o livre exercício de qualquer atividade econômica, que, salvo nos casos previstos em lei, não dependerá de autorização de órgãos públicos (art. 170 da Constituição Federal).

[137] Exposição de Motivos EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP. Brasília, 11 abr. 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br /ccivil_03/_ato2019-2022 /2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

exceto se em estrito cumprimento de previsão expressa em lei, (i) forem redigidos enunciados que comprometam o ingresso de novos competidores no mercado (inciso II); (ii) forem aumentados os custos de transação sem a comprovação de benefícios (inciso V); (iii) sejam introduzidos limites à livre formação de sociedades empresárias ou de atividades econômicas (inciso VII); entre outros.

A Administração Pública deve observar as normas previstas na Lei nº 13.874/2019 em todos os atos públicos de liberação da atividade econômica (art. 1º, § 4º e § 6º), assim entendidos como os atos de licença, autorização, registro e demais atos exigidos, por órgão ou entidade da Administração Pública na aplicação da lei, como condição para o exercício de atividade econômica, serviço ou operação, no âmbito público ou privado.

Ademais, quando da edição ou alteração de atos normativos, a Administração Pública deverá previamente realizar análise de impacto regulatório, que consiste num processo que visa avaliar, com base em evidências, os potenciais impactos das alternativas de ação disponíveis para o atingimento dos objetivos pretendidos. Referida análise deve conter informações sobre os possíveis efeitos do ato normativo, de modo a verificar sua razoabilidade e seu impacto econômico (art. 5º).

Nesse contexto, estando sujeita à Lei nº 13.874/2019, a CVM deve obedecer aos seus preceitos quando do exercício do poder regulamentar e dos atos de autorização e registro como condição para o exercício da atividade econômica de securitização de recebíveis e para a operação de emissão de CRA no mercado de valores mobiliários.

Assim, a CVM deve avaliar se a regulamentação a ser traçada é realmente necessária, se é capaz de trazer mais benefícios que ônus, se é capaz de atender aos fins visados pelo ordenamento jurídico. Convém lembrar que se a "mera formalidade burocrática for um empecilho à realização do interesse público, o formalismo deve ceder diante da eficiência" (FERRAZ; DALLARI, 2012, p. 122-123).

A eficiência no âmbito do mercado de valores mobiliários seria plenamente obtida quando os agentes econômicos (de um lado, as companhias que almejam receber recursos e, de outro, os investidores dispostos a lhes direcionar suas poupanças) tenham livre acesso a um ambiente de negociação que: (i) respeite a livre atuação das forças econômicas; (ii) seja competitivo; (iii) seja informado; (iv) seja confiável; (v) harmonize os interesses de todos os agentes que nele transacionam.

Ocorre que o mercado nem sempre alcança essa eficiência da forma mais natural possível, haja vista estar sujeito a falhas que demandam uma atuação estatal para sua correção,

a exemplo da assimetria de informações, que é coibida pela CVM em prol da proteção do investidor e do alcance da confiabilidade no mercado de valores mobiliários.

O problema é que a CVM, visando coibir as falhas de mercado e proporcionar um mercado mais eficiente, nem sempre adota a alternativa de melhor custo-benefício, muitas vezes agindo de forma contrária à própria eficiência que visa perseguir, implementando excesso de regulação e exigências burocráticas, que oneram os regulados e se tornam um obstáculo ao desenvolvimento econômico, afastando investimentos, afastando competidores e comprometendo a saudável competição.

Tal excesso impõe aos agentes regulados custos de transação desnecessários, pois, quanto mais detalhista a regulação for, mais custos imporá aos seus destinatários, podendo levar a uma ineficiência econômica capaz de engessar o mercado e travar a livre iniciativa. Ronald Coase defende que custos de transação elevados comprometem a maximização de ganhos e o bem-estar da sociedade, de modo que, diante da escolha ou da modificação de arranjos sociais, é preciso levar em consideração os ganhos que haverá em determinados aspectos e as perdas em outros (COASE, 1960, p. 19).

A própria CVM entende que, nas atividades de captação de recursos por meio da emissão de títulos e valores mobiliários, há custos de transação, os quais:

> são, por natureza, gastos incrementais, já que não existiriam ou teriam sido evitados se essas transações não ocorressem. Exemplos de custos de transação são: i) gastos com elaboração de prospectos e relatórios; ii) remuneração de serviços profissionais de terceiros (advogados, contadores, auditores, consultores, profissionais de bancos de investimento, corretores etc.); iii) gastos com publicidade (inclusive os incorridos nos processos de road-shows); iv) taxas e comissões; v) custos de transferência; vi) custos de registro etc[138].

Retomando à análise da IN 600, objeto do presente capítulo, pode-se indicar como exemplos de situações em que há a imposição de custos de transação desnecessários aos agentes regulados, com excesso de regulação, os seguintes dispositivos: arts. 9º a 11, § 2º, I e II; 12, II e IV; 16; 24; e 26, como se verá a seguir.

Os *arts. 9º e 10º* determinam quais informações devem constar no Termo de Securitização. A Lei nº 11.076/2004 exige, em seu art. 40, que constem do Termo de Securitização a indicação do devedor, o valor nominal e o vencimento de cada um dos direitos

[138] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Comitê de Pronunciamentos Contábeis. Pronunciamento Técnico CPC 08 (R1) - Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários: Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 32 e IAS 39. Rio de Janeiro, 2010, p. 1-2. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/regulados/normascontabeis/cpc/CPC_08_R1_Consolidado.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

creditórios vinculados ao CRA, a identificação dos títulos que serão emitidos e das garantias de resgate da série emitida. Já os arts. 9º e 10º da IN 600, por sua vez, exigem não apenas esses requisitos, mas outros 31 (trinta e um)[139], incluindo minúcias sobre substituição dos direitos

[139] Art. 9º da IN 600. "Do termo de securitização devem constar as seguintes informações mínimas:
I – características dos direitos creditórios objeto do lastro, incluindo: a) a identificação do devedor; b) o valor nominal; e c) o vencimento;
II – identificação dos títulos emitidos;
III – indicação e descrição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, oferecidas pela estrutura da securitização, tais como a existência e os mecanismos de funcionamento de sobrecolateralização ou coobrigação, dentre outros, quando constituídas;
IV – possibilidade e condições para a substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao CRA, observado o disposto no parágrafo único;
V – declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre o lastro, se aplicável;
VI – critérios de elegibilidade objetivos para a seleção dos novos direitos creditórios do agronegócio a serem adquiridos pela companhia securitizadora e prazo para a respectiva aquisição, observado o disposto no art. 7º;
VII – características das classes e séries a ele vinculados e os respectivos direitos políticos e econômicos inerentes a cada classe e série de certificado, incluindo a informação sobre a subordinação e ordem de pagamentos entre si de classes subordinadas mezanino;
VIII – política de utilização de derivativos, quando cabível;
IX – identificação das instituições contratadas, incluindo, conforme o caso, o custodiante, a agência de classificação de risco, o auditor independente, o escriturador, o agente fiduciário e outros prestadores de serviço, acompanhada de descrição breve de suas respectivas funções;
X – remuneração da emissora e dos prestadores de serviço referidos no inciso IX, de forma detalhada, com a indicação dos referidos valores e critérios de atualização, incluindo, ainda, o percentual anual que cada despesa representa do total da emissão;
XI – se houver, a relação mínima entre a subordinação e o valor global dos certificados no momento da emissão ("índice de subordinação"), a periodicidade para apuração e divulgação aos investidores dessa relação;
XII – os procedimentos aplicáveis para a recomposição do índice de subordinação, quando cabível;
XIII – os eventos de liquidação antecipada do certificado e, no caso de decisão da assembleia pela não liquidação, as eventuais situações que ensejam o resgate dos certificados seniores aos investidores dissidentes que o solicitarem;
XIV – competências da assembleia geral de titulares, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação, respeitadas as disposições desta Instrução;
XV – indicação de possíveis conflitos de interesses existentes no momento da emissão do certificado;
XVI – regras para a substituição dos prestadores de serviços contratados;
XVII – hipóteses de administração extraordinária do patrimônio separado; e
XVIII – descrição objetiva do vínculo entre o terceiro referido no art. 3º, § 4º, inciso II, e o produtor rural, caso o lastro esteja enquadrado no referido dispositivo; e
XIX – eventuais provisões ou fundos de reserva que assegurem a disponibilidade financeira necessária para o exercício da cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos.
Parágrafo único. A substituição referida no inciso IV do caput somente pode ocorrer nos casos de:
I – vícios na cessão que possam vir a afetar a cobrança dos direitos creditórios, incluindo, por exemplo, falhas na formalização desses direitos;
II – manutenção do nível da retenção de risco assumida pelo cedente ou terceiros na respectiva emissão; ou
III – manutenção do teto de concentração de cedente ou de devedor".
Art. 10 da IN 600: "O termo de securitização deve prever os encargos próprios ao patrimônio separado, incluindo, dentre outros:
I – taxa de administração da emissora;
II – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam sobre os bens, direitos e obrigações do patrimônio;
III – registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução e em regulamentação específica;
IV – expedição de correspondência de interesse dos titulares;
V – honorários dos prestadores de serviço referidos no art. 14, exceto da emissora, a qual é remunerada nos termos do inciso I;
VI – parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente de culpa ou dolo dos prestadores de serviços no exercício de suas funções;

creditórios; prestadores de serviços contratados para a emissão, sua substituição e remuneração; índice de subordinação; eventos de liquidação antecipada; resgate de certificados seniores; assembleia geral de titulares de CRA; conflitos de interesse; administração extraordinária do patrimônio separado; encargos próprios ao patrimônio separado, dentre outras.

Entende-se que a exigência complementar de todas essas informações vai de encontro à Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, assim como aos princípios constitucionais da livre iniciativa, livre concorrência e eficiência, e às finalidades previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976, configurando abuso do poder regulatório pela CVM.

À luz da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, a CVM, *exceto se em estrito cumprimento de previsão expressa em lei*, não poderia redigir enunciados que aumentem os custos de transação sem a comprovação dos benefícios, que introduzam limites às atividades econômicas, que comprometam o ingresso de novos competidores no mercado, que sejam interpretados em desfavor do investimento.

E foi exatamente isso que a CVM o fez, ao trazer 31 (trinta e um) novos requisitos ao Termo de Securitização, os quais *não são exigidos por lei.* Para cumprir com todos esses requisitos, as companhias securitizadoras suportarão gastos excessivos, pois terão que elaborar todos os documentos necessários, despendendo tempo e recursos, sofrendo com custos de transação adicionais. É possível que as emissoras de CRA se vejam afugentadas pelos arts. 9º e 10º da IN 600, o que afastaria tais agentes do mercado, desestimulando a concorrência e a movimentação de riquezas no mercado de securitização de recebíveis do agronegócio.

Ademais, são 31 (trinta e uma) novas matérias a serem conferidas pela CVM quando do pedido de registro de oferta pública de CRA, o que certamente comprometerá a celeridade da aprovação desse registro e, consequentemente, da própria emissão de CRA. Não se trata de informações indispensáveis, até porque, se o fossem, a Lei nº 11.076/2004 as teria mencionado.

VII – prêmios de seguro ou custos com derivativos;
VIII – custos inerentes à liquidação do certificado;
IX – custos inerentes à realização de assembleia geral dos titulares;
X – liquidação, registro, negociação e custódia de operações com ativos;
XI – contribuição devida às entidades administradoras do mercado organizado em que os certificados sejam admitidos à negociação;
XII – gastos com o registro para negociação em mercados organizados;
XIII – honorários de advogados, custas e despesas correlatas feitas em defesa dos interesses dos titulares do certificado, em juízo ou fora dele, inclusive valores devidos por força de decisão;
XIV – remuneração da agência classificadora de risco; e
XV – remuneração do agente de cobrança dos direitos creditórios vinculados ao CRA.
Parágrafo único. Quaisquer despesas não dispostas no termo de securitização devem ser imputadas à companhia securitizadora, no âmbito de suas competências, salvo se:
I – tratar de encargos não previstos e que sejam, no entender da companhia securitizadora, próprios ao patrimônio separado e exigíveis para sua boa administração; e
II – houver ratificação posterior em deliberação da assembleia de titulares".

Estima-se que toda essa exigência extra, numa eventual análise de custo-benefício, teria proporcionado somente prejuízos ao mercado, com o aumento dos custos de transação, desestímulo à competição, à livre iniciativa, à liberdade econômica e ao investimento. Entende-se que a IN 600, no que se refere às essas exigências extras, pode ser considerada parcialmente ilegal, já que, à luz da liberdade econômica, que considera lícitas somente as exigências para registro expressamente previstas em lei (em sentido formal), as entidades de registro *lato sensu* (a exemplo da CVM) não poderiam inovar na matéria.

O *art. 11, § 2º, I e II*, da IN 600, por sua vez, estabelece que, exceto quando distribuídos unicamente para investidores profissionais, os CRAs devem: (i) contar com o regime fiduciário e constituição de patrimônio separado; e (ii) ter por lastro direitos creditórios com liquidação na forma financeira.

Mais uma vez, entende-se que a CVM agiu com abuso do poder regulatório, pois, ao determinar ser o regime fiduciário e a constituição de patrimônio separado obrigatórios, estaria implementando uma exigência sem base legal, haja vista que o art. 39 da Lei nº 11.076/2004 prevê que "as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio *podem* instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio [...]" (grifo nosso). A lei deixa claro ser uma faculdade a instituição do referido regime, ao passo em que a IN 600 a torna uma obrigação.

Acredita-se que, uma vez não estando agindo em estrito cumprimento de previsão expressa em lei (já que a lei não exige o regime fiduciário), a CVM estaria trazendo limites às operações de securitização, afastando competidores e aumentando os custos (por exemplo, custos com a contratação do agente fiduciário).

O *art. 11, § 2º, II,* da IN 600, ao exigir que, exceto quando distribuídos para investidores profissionais, os CRAs devam ter por lastro direitos creditórios com liquidação na forma financeira, estaria também restringindo as modalidades de operações de securitização, haja vista estar limitando as opções de lastros a serem utilizados. Entende-se que, caso ditos recebíveis forem passíveis de monetização em momento anterior ao vencimento do CRA, não haveria motivos para justificar a vedação de recebíveis com liquidação física. Essa exigência estaria apenas ocasionando limitações às atividades econômicas desenvolvidas pelas companhias securitizadoras, que teriam que buscar apenas direitos creditórios de liquidação financeira para suas operações.

O *art. 12, II,* da IN 600 determina que os CRAs ofertados a investidores não qualificados devem ser constituídos por créditos performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora, ou seja, créditos em que o produto objeto da compra ou venda já

tenha sido entregue, a prestação de serviço já tenha sido concluída, ou, ainda, créditos correspondentes a títulos de dívidas cujos pagamentos não estejam condicionados a eventos futuros.

A exigência de constituição de créditos somente performados também diminui as opções de lastros a serem utilizados pelas companhias securitizadoras, o que traria limitações às suas atividades econômicas, visto que teriam que buscar apenas direitos creditórios performados para suas operações. Considera-se que essa exigência da CVM não foi proporcional aos benefícios por ela trazidos. Permita-se sustentar que, caso os documentos da oferta pública de CRA fizessem a indicação precisa da existência de créditos não performados, não haveria prejuízos ao investidor, o qual teria tomado sua decisão de investimento de maneira informada. Isso dispensaria a obrigatoriedade de créditos exclusivamente performados, e privilegiaria o rigor do direito à informação.

O *art. 12, IV,* da IN 600 exige que os CRAs sejam constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente, ou por cedentes sob controle comum. Entende-se que essa exigência não apenas diminui as opções de lastros a serem utilizados pelas companhias securitizadoras, como também é capaz de trazer prejuízos aos investidores não qualificados, exatamente aqueles que requerem maior proteção.

Isso porque, em havendo apenas um cedente, o investidor ficaria mais exposto ao risco de inadimplemento, que seria facilmente mitigado com a existência de múltiplos cedentes. Havendo múltiplos cedentes, o inadimplemento de um deles não afetaria os demais, trazendo maior segurança ao investidor. Essa regra não faz sentido, portanto, nem do ponto de vista do interesse do investidor, nem do mercado em geral, razão pela qual não se compreende o porquê de ter a CVM a trazido para a IN 600.

O *art. 16 da IN 600* traça inúmeras responsabilidades à companhia securitizadora[140], as quais não estão previstas na Lei nº 11.076/2004. A redação do referido artigo poderia ter se

---

[140] Art. 16 da IN 600: "A companhia securitizadora é responsável pelas atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, bem como de cobrança dos direitos creditórios.
§ 1º A companhia securitizadora pode subcontratar prestadores de serviços para as atividades descritas no caput sem se eximir de suas responsabilidades.
§ 2º Incluem-se entre as obrigações da emissora:
I – diligenciar para que sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem: a) os registros de investidores e de transferências dos certificados; b) controles de presenças e das atas de assembleia dos titulares dos certificados; c) os relatórios dos auditores independentes sobre as demonstrações contábeis; d) os registros contábeis referentes às operações realizadas e vinculadas à emissão; e e) cópia da documentação relativa às operações vinculadas à emissão;
II – pagar eventuais multas cominatórias impostas pela CVM, nos termos da legislação vigente, em razão de atrasos no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução;
III – diligenciar para que sejam defendidos os direitos inerentes à emissão;

limitado ao *caput*, que determina que a companhia securitizadora é responsável pelas atividades de controle, monitoramento, e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, assim como pela cobrança dos direitos creditórios. Entende-se que os parágrafos do art. 16 da IN 600 trazem detalhamentos desnecessários, atribuindo responsabilidades em excesso às companhias securitizadoras, que poderiam ser evitadas se a CVM houvesse se limitado ao *caput* do referido artigo. Sem contar que todas essas regras impõem custos de transação elevados às companhias securitizadoras para que possam colocá-las em prática, o que prejudica o livre e eficiente desenvolvimento das suas atividades econômicas.

Por fim, os arts. 24 e 26[141] tratam, respectivamente, da convocação/instalação e da deliberação da assembleia geral de titulares de CRA. Referidos artigos apresentam uma série

---

IV – manter os direitos creditórios e demais ativos vinculados à emissão custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM;
V – elaborar e divulgar as informações previstas em regulamentação específica;
VI – cumprir as deliberações da assembleia geral;
VII – fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados;
VIII – observar a regra de rodízio dos auditores independentes da companhia securitizadora e de cada patrimônio separado, conforme disposto na regulamentação específica; e
IX – cumprir e fazer cumprir todas as disposições do termo de securitização.
§ 3º A companhia securitizadora deve exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos detentores dos certificados.
§ 4º A companhia securitizadora, no âmbito do seu dever de diligência, deve se assegurar da adequada integridade e existência dos créditos vinculados às suas emissões, de forma que possa, inclusive, fornecer ao custodiante os documentos requeridos no art. 15.
§ 5º A responsabilidade da emissora pela cobrança dos direitos creditórios, nos termos do disposto no caput, inclui a cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos e a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas".

[141] Art. 24 da IN 600: "Observado o disposto no § 4º do art. 26, a assembleia geral deve ser convocada na forma estipulada no termo de securitização, com antecedência mínima de 20 (vinte) dias, devendo conter a descrição dos assuntos a serem discutidos e votados.
§ 1º Independentemente da convocação prevista neste artigo, é considerada regular a assembleia geral a que comparecerem todos os titulares.
§ 2º A assembleia geral pode ser convocada por iniciativa própria da companhia securitizadora, do agente fiduciário ou mediante solicitação de titulares que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) da emissão total ou referente a cada classe.
§ 3º A convocação da assembleia por solicitação dos titulares, conforme disposto no § 2º, deve:
I – ser dirigida à companhia securitizadora ou ao agente fiduciário, que devem, no prazo máximo de 30 (trinta) dias contado do recebimento, realizar a convocação da assembleia geral às expensas dos requerentes; e
II – conter eventuais documentos necessários ao exercício do direito de voto dos demais titulares.
§ 4º A emissora ou o agente fiduciário devem disponibilizar aos titulares todas as informações e documentos necessários ao exercício do direito de voto, na data de convocação da assembleia".
Art. 26 da IN 600: "As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos dos certificados presentes, cabendo a cada certificado 1 (um) voto, observado o disposto no § 1º.
§ 1º Na hipótese de existência de mais de uma classe de certificados, o termo de securitização pode dispor sobre direitos políticos especiais e o exercício do direito de voto na assembleia geral em relação a cada classe.
§ 2º O termo de securitização deve dispor sobre o quórum de aprovação em assembleia geral para cada matéria que especificar.
§ 3º As demonstrações contábeis do patrimônio separado que não contiverem ressalvas podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de quaisquer investidores.

de regras sobre convocação da assembleia geral, quórum de instalação e voto que não se encontram previstas, nem de forma genérica, na Lei nº 11.076/2004, o que representa, nada menos, que um excesso de formalidade, que impõe aos agentes regulados custos para o seu cumprimento, engessando a celeridade e a condução de suas atividades.

Os dispositivos citados acima (arts. 9º a 11, § 2º, I e II; 12, II e IV; 16; 24; e 26) são apenas exemplos de situações em que se acredita ter havido excesso de regulação por parte da CVM, dispositivos esses que ultrapassam, e muito, as regras previstas na lei que instituiu o CRA e, o que é o mais problemático, seu descumprimento é considerado infração grave, sujeitando o infrator a severas penalidades.

Desse modo, se não bastasse a regulação em excesso praticada pela CVM nos dispositivos supramencionados, a autarquia os elencou no rol de infrações graves, de modo que o infrator de suas disposições se sujeitará não às penalidades mais brandas de advertência e multa – previstas respectivamente nos incisos I e II do art. 11 da Lei nº 6.385/1976 – mas sim às penalidades de: (i) inabilitação temporária para o exercício de cargo de administrador ou de conselheiro fiscal de entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; (ii) suspensão da autorização ou registro para o exercício das atividades previstas na Lei n.º 6.385/1976; (iii) inabilitação temporária para o exercício das atividades de que trata a Lei n.º 6.385/1976; (iv) proibição temporária para a prática de determinadas atividades ou operações, por parte dos integrantes do sistema de distribuição ou de outras entidades que dependam de autorização ou registro na CVM; e (v) proibição temporária de atuar em operação no mercado de valores mobiliários.

A submissão dos infratores dos referidos artigos às sanções aplicáveis aos casos de infração grave demonstra, mais uma vez, o descompasso da CVM com a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, com os princípios constitucionais da livre iniciativa, livre concorrência e eficiência, e com as finalidades previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/1976.

Faz-se essa afirmativa, pois a imposição dessas graves penalidades aos agentes econômicos desestimula a livre iniciativa, uma vez que, se não bastassem os custos de transação que sofrerão para se adequarem às excessivas exigências da CVM, estarão, ainda, expostos à

---

§ 4º A assembleia geral referida no art. 20 deve ser convocada mediante edital publicado 3 (três) vezes, com antecedência de 20 (vinte) dias, em jornal de grande circulação editado na localidade em que tiver sido feita a emissão, e deve ser instalada:
I – em primeira convocação, com a presença de titulares que representem, pelo menos, dois terços do valor dos certificados; e
II – em segunda convocação, com qualquer número, sendo válidas as deliberações tomadas pela maioria absoluta do valor dos certificados".

possibilidade de sofrerem graves penalidades se não as observarem, o que tem o condão de afugentar aqueles dispostos a empreender no mercado de securitização de recebíveis.

Certamente as companhias securitizadoras "pensarão duas vezes" antes de empreenderem uma nova oferta pública de CRA, visto estarem sujeitas a inúmeras formalidades, de custoso cumprimento e, ainda, ao risco de serem severamente penalizadas em caso de não observância de todos esses requisitos. Ora, onde estaria aí a eficiência almejada pela CVM?

A resposta mais lógica ao questionamento acima seria a de que a regulação em excesso no que se referem a determinados aspectos da IN 600 tem o potencial de ocasionar uma ineficiência econômica, com elevados custos de transação, cujos benefícios aos investidores não compensam as perdas às companhias e ao mercado em geral. Ou seja, referida regulação excessiva é contrária aos princípios constitucionais da livre iniciativa e livre concorrência e, ainda, ao princípio da eficiência, que é um princípio da própria Administração Pública!

Uma vez expostas as regras previstas na IN 600, que, como visto, algumas se prestaram a regular eficientemente determinadas questões carentes de regulação e, outras, excederam a necessidade de regulação e aumentaram em muito as exigências em relação à lei, passa-se a investigar a amplitude e a extensão da expressão "direitos creditórios do agronegócio".

3 A INTERPRETAÇÃO DA EXPRESSÃO "DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO" PARA FINS DE LASTRO À EMISSÃO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRAs)

Após a análise das exigências impostas pela IN 600 aos agentes regulados, onde se exemplificou no capítulo anterior situações nas quais a CVM regulou adequadamente certas matérias e, outras, em que o órgão agiu de maneira ineficiente e/ou com *excesso* de regulação capaz de comprometer a liberdade econômica, corroborando com a posição defendida, enfrenta-se agora *especificamente* a questão sobre a amplitude e a extensão do termo "*direitos creditórios do agronegócio*" para fins de lastro à emissão de CRAs, por ser este termo o ponto central para o bom funcionamento do instituto, visto que ele é quem delimita quais são as operações econômicas que podem servir de lastro à emissão do CRA.

3.1 A exegese da expressão "direitos creditórios do agronegócio" na Lei nº 11.076/2004

O CRA, como sua própria denominação revela, relaciona-se a *recebíveis do agronegócio*, também entendidos como *direitos creditórios do agronegócio*, os quais servem de lastro ao título e estão previstos no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004:

> [...] 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 (art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004).

Da leitura do trecho acima, é possível constatar que o legislador, ao definir *direitos creditórios do agronegócio*, valeu-se de uma série de terminologias próprias que são essenciais à plena compreensão da definição em comento, razão pela qual merecem uma análise pormenorizada.

Assim, passa-se a investigar os significados de: (i) "direitos creditórios"; (ii) "originários"; (iii) "negócios", "financiamento" e "empréstimos"; (iv) "produtor rural" e "cooperativa de produtores rurais"; (v) "produção", "comercialização", "beneficiamento" e "industrialização"; (vi) "máquinas" e "implementos"; e (vii) "atividade agropecuária".

3.1.1 Direitos creditórios

A Lei nº 11.076/2004 *não* conceitua *direitos creditórios* e, na ausência de uma definição legal, faz-se necessário recorrer à literatura jurídica para o estudo do termo.

Direitos creditórios seriam, basicamente, *direitos de crédito*. Fábio Konder Comparato atribui três acepções para "crédito": (i) a *moral*, ou mesmo religiosa, que é revelada pela própria etimologia *creditum* (filiada a *credere*, que significa crença ou confiança) e *creditor* (ligado ao crente, àquele que confia ou tem fé); (ii) a *econômica*, que seria a troca de bens atuais por bens futuros[142], sendo um mecanismo de circulação de riquezas; e (iii) a *jurídica*, que designa o direito do sujeito ativo numa relação obrigacional, ou o direito do credor à prestação (COMPARATO, 1968, p. 27-29).

A *concepção jurídica de crédito* difere-se da moral e da econômica. Isso porque o credor nem sempre confia no devedor (a exemplo dos créditos originados de atos ilícitos) e nem sempre haverá a ideia de propagação no tempo, haja vista existirem obrigações cujo adimplemento deve ser imediato, ocorrendo uma simultaneidade entre prestação e contraprestação, a exemplo da compra e venda à vista onde se tenha convencionado a entrega imediata do bem adquirido.

Dessa forma, "o conceito jurídico de crédito, como vimos, não inclui necessariamente a idéia de confiança, nem a idéia de um intervalo de tempo entre a prestação e a contraprestação" (COMPARATO, 1968, p. 29-30). Referido conceito está ligado, na realidade, ao direito do credor à prestação, sendo um direito de caráter patrimonial, *jura ad rem*, ou simplesmente *direito obrigacional*[143].

---

[142] Louis Petit e Raymond De Veyrac também são partidários desse entendimento de que o crédito, num *viés econômico*, seria a troca de uma prestação atual por uma prestação futura, ou seja, a troca de um bem disponível no presente por uma promessa de pagamento (PETIT; DE VEYRAC, 1938, p. 19). Nesse mesmo sentido, Luiz Emygdio da Rosa Júnior, adentrando no *viés econômico do crédito*, explica que ele teria cinco acepções, e indica o principal defensor de cada uma delas: "a) crédito é a troca no tempo e não no espaço (Charles Guide); b) crédito é a permissão de usar capital alheio (Stuart Mill); c) crédito é o saque contra o futuro; d) crédito confere poder de compra a quem não dispõe de recursos para realizá-lo (Werner Sombart); ou e) crédito é a troca de uma prestação atual por prestação futura" (ROSA JÚNIOR, 2000, p. 1).

[143] Clovis Bevilaqua já considerava o termo "direitos de crédito", ou *jura ad rem*, como sinônimo de *direitos de obrigações*, conforme se verifica em seu comentário ao art. 48, II, do Código Civil de 1916 (correspondente ao art. 83, III, do Código Civil de 2002): "direitos de obrigações são os direitos de credito" (BEVILAQUA,1936, p. 271). Nessa mesma perspectiva, Luís Felipe Salomão e Paulo Penalva Santos defendem que os direitos pessoais de caráter patrimonial mencionados no art. 83, III, do Código Civil de 2002, seriam os "direitos creditórios" (SALOMÃO; SANTOS, 2017, p. 230). Carlos Roberto Gonçalves partilha desse mesmo posicionamento: "também denominados *direitos de crédito*, os direitos pessoais ou obrigacionais regem vínculos patrimoniais entre pessoas, impondo ao devedor o dever de prestar, isto é, de dar, fazer ou não fazer algo no interesse do credor, a quem a lei assegura o poder de exigir tal prestação positiva ou negativa. O direito de crédito realiza-se por meio da exigibilidade de uma prestação a que o devedor é obrigado, exigindo, desse modo, sempre, a participação ou colaboração de um sujeito passivo" (GONÇALVES, 2010, p. 20, grifo do autor). Ainda nesse sentido, vide RODRIGUES, 2002, p. 3-4; PEREIRA, 2001, p. 2; BETTI, 1953, p. 17.

Trata-se de matéria própria do Direito das Obrigações, de modo que *direito creditório*, nessa concepção, corresponderia à obrigação sob o seu aspecto ativo: o direito do credor à prestação.

Assim, o direito de crédito estaria contido na própria obrigação, também entendida como a "relação jurídica, de caráter transitório, estabelecida entre devedor e credor e cujo objeto consiste numa prestação pessoal econômica, positiva ou negativa, devida pelo primeiro ao segundo, garantindo-lhe o adimplemento através de seu patrimônio" (MONTEIRO, 1959, p. 12). A obrigação seria, destarte, o vínculo jurídico por meio do qual o devedor fica adstrito a cumprir com uma prestação de natureza patrimonial em favor do credor, que tem o direito de exigir judicialmente tal cumprimento[144].

Diz-se que a relação é transitória em razão de se extinguir nas hipóteses previstas em lei, tais como pelo pagamento, novação, compensação, confusão e remissão[145], entre outras. Afirma-se tratar de uma prestação pessoal por representar uma relação entre pessoas, cujos elementos são o sujeito ativo, o sujeito passivo e a própria prestação. Difere-se do direito real (*ius in re*), que tem como elementos o sujeito ativo, a coisa e a relação desse sujeito sobre a coisa (domínio)[146]. Por fim, diz-se que o objeto da obrigação é uma prestação econômica por ser passível de avaliação em pecúnia.

---

[144] Robert Joseph Pothier já explicava que obrigação é "o vínculo de direito, que nos obriga perante outrem a dar-lhe alguma coisa ou a fazer ou não fazer algo" (POTHIER, 1861, p. 1, tradução nossa). Original em francês: "un lien de droit, qui nous astreint envers un autre à lui donner quelque chose, ou à faire ou à ne pas faire quelque chose" (Ibid., p. 1). Reinhard Zimmermann, unindo a noção moral de crédito à jurídica, explica que "hoje, o termo técnico 'obrigação' é amplamente usado para se referir a um relacionamento duplo que aparece, de um lado, como um direito pessoal de reivindicar e, de outro, como um dever de prestar. A parte 'obrigada' a cumprir a prestação é chamada de devedor (*debitor*, de *debere*), enquanto no outro extremo da obrigação encontramos o 'credor', que atribuiu sua confiança a esse devedor específico e confia (*credere*) na vontade e capacidade do devedor de prestar" (ZIMMERMANN, 1992, p. 1, tradução nossa). Original em inglês: "today the technical term 'obligation' is widely used to refer to a two-ended relationship which appears from the one end as a personal right to claim and from the other as a duty to render performance. The party 'bound' to make performance is called the debtor (*debitor*, from *debere*), whilst at the other end of the obligation we find the 'creditor', who has put his confidence in this specific debtor and relies (*credere*) on the debtor's will and capacity to perform" (Ibid., p. 1).

[145] Nos termos do Título III, do Livro I, da Parte Especial, do Código Civil.

[146] O próprio Código Civil de 2002 reconhece a dualidade dos direitos patrimoniais em pessoais e reais, dedicando ao Direito das Obrigações um livro próprio (Livro I da Parte Especial) e, ao Direito das Coisas, outro (Livro III da Parte Especial). Os direitos obrigacionais (*jus ad rem*) diferem dos reais (*ius in re*): a) quanto ao objeto: exigem o cumprimento de uma prestação, ao passo em que os direitos reais incidem sobre uma coisa; b) quanto ao sujeito: o sujeito passivo da obrigação é determinado ou determinável, ao passo em que nos direitos reais ele é indeterminado (são todas as pessoas em geral, que devem abster-se de molestar o titular); c) quanto à duração: são transitórios e se extinguem pelo cumprimento ou por outras hipóteses legais, enquanto os direitos reais são perpétuos, não se extinguem pelo não uso, e sim nos casos expressos em lei (desapropriação, usucapião etc.); d) quanto à formação: podem ser resultantes da vontade das partes, sendo ilimitada a quantidade de contratos inominados (*numerus apertus*), enquanto os direitos reais só podem ser criados por lei, sendo limitados (*numerus clausus*); e) quanto ao exercício: exigem uma figura intermediária (devedor), ao passo em que os direitos reais são exercidos de forma direta sobre a coisa, dispensando a necessidade de existir um sujeito passivo; f) quanto à ação: a ação é dirigida contra aquele(s) que figura(m) na relação jurídica como sujeito passivo (ação pessoal), enquanto a ação real pode ser exercida contra qualquer pessoa que detenha a coisa (GONÇALVES, 2010, p. 24-26).

A patrimonialidade do objeto é característica própria das obrigações. O art. 1.174 do Código Civil italiano, inclusive, reconhece expressamente tal característica e, pela sua clareza, merece ser aqui reproduzido: "Art. 1174. Caráter patrimonial da prestação. A prestação que forma o objeto da obrigação deve ser suscetível de avaliação econômica e deve corresponder a um interesse, ainda que não patrimonial, do credor" (tradução nossa)[147]. Caio Mário da Silva Pereira, com base no diploma italiano, esclarece que "o interesse do credor pode ser apatrimonial, mas a prestação deve ser suscetível de avaliação em dinheiro" (PEREIRA, 2001, p. 15).

Nesse contexto, pode-se afirmar que *direitos creditórios* seriam os direitos do credor numa relação obrigacional, os direitos à prestação de natureza *patrimonial*, a qual deve ser cumprida pelo devedor. Referidos direitos podem ter origem nas mais diversas fontes obrigacionais, tais como:

(i) *lei*[148];

(ii) *contratos*;

(iii) *atos ilícitos*[149];

(iv) *abuso do direito*[150]; e

(v) *títulos de crédito*[151].

Independentemente da fonte em que se origina, certo é que o *direito creditório* representa um direito de "receber" algo, razão pela qual é também tratado como um *recebível*.

---

[147] Original em italiano: "Art. 1174. Carattere patrimoniale della prestazione. La prestazione che forma oggetto dell'obbligazione deve essere suscettibile di valutazione economica e deve corrispondere a un interesse, anche non patrimoniale, del creditore" (Código Civil Italiano. Disponível em: https://www.gazzettaufficiale.it/atto/vediMenuHTML?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1942-0404&atto.codiceRedazionale=042U0262&tipoSerie=serie_generale&tipoVige nza=vigenteAData&action=deselect-all. Acesso em: 20 nov. 2019).

[148] Como defensores da ideia de que a lei seria a fonte primária e imediata das obrigações, é possível citar Maria Helena Diniz (DINIZ, 2007, p. 41), Luis M. Boffi Boggero (BOGGERO, 1942, p. 37-38) e Carlos Roberto Gonçalves (GONÇALVES, 2010, p. 50). Este último traz como exemplo de obrigação emanada da lei a obrigação alimentar imposta pelo Código Civil aos parentes, em seu art. 1696 (GONÇALVES, 2010, p. 50). Há juristas, por outro lado, que entendem que a lei *per si* não é capaz de criar obrigações. Para eles, a lei apenas permitiria que direitos de crédito fossem criados, mas, para a efetiva criação destes, seria necessária uma manifestação de vontade (NORONHA, 2003, p. 343), ou um fato jurídico capaz de suscitar a obrigação (GOMES, 2004, p. 31).

[149] Os atos ilícitos são aqueles cometidos por alguém que, por ação ou omissão, negligência ou imprudência, viola direito e causa dano a outrem, gerando o dever de indenizar (art. 186 c/c art. 927 do Código Civil).

[150] O abuso do direito, considerado modalidade de ato ilícito pelo Código Civil, é um ato cometido pelo titular do direito que, ao exercê-lo, acaba excedendo os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pelos bons costumes ou pela boa-fé, gerando também o dever de indenizar (art. 187 c/c art. 927 do Código Civil).

[151] Como partidários do entendimento de que títulos de crédito são fontes de obrigações, vide: TARTUCE, 2014, p. 22; e FIGUEIREDO; FIGUEIREDO, 2018, p. 66. Na realidade, o próprio Código Civil de 2002 considera os títulos de crédito como fonte das obrigações, tendo-os inserido em seu Livro I, da Parte Especial, que trata do Direito das Obrigações. Convém destacar que "as obrigações representadas em um título de crédito ou têm origem extra-cambial [...], de um contrato de compra e venda, ou de mútuo etc., ou têm origem exclusivamente cambial, como na obrigação do avalista" (COELHO, 2011, p. 266).

Luiz Ferreira Xavier Borges, ao definir *securitização*, explica bem o que se entende por *direito creditório* (também denominado *direito de crédito* ou *recebível)*:

> Securitização é o termo utilizado para identificar as operações em que o valor mobiliário emitido, de alguma forma, está lastreado ou vinculado a *um direito de crédito, também denominado direito creditório ou simplesmente recebível*. Uma receita, que é uma expectativa de resultado, torna-se um recebível quando surge uma relação jurídica que lhe dê respaldo, originada de um contrato ou de um título de crédito. [...] Assim, *direito creditório ou recebível é um direito ao recebimento de determinado valor, juridicamente respaldado* [...] (BORGES, 1999, p. 125, grifo nosso).

Fernando Schwarz Gaggini defende que *recebíveis* seriam os *direitos de crédito* que decorrem de vendas de bens a prazo, operações financeiras, ou prestação de serviços que tenham sido acordadas mediante pagamentos futuros (GAGGINI, 2003, p. 87), ou seja, créditos a serem realizados a prazo.

Contudo, há de se discordar parcialmente do entendimento supramencionado, pois os direitos creditórios, na realidade, podem se referir também a créditos já realizados, como, por exemplo, aqueles derivados de contratos de compra e venda ou de contratos de prestação de serviços em que a entrega do produto ou a prestação dos serviços, respectivamente, já tenham sido concluídas e tenha sido convencionado o pagamento à vista. Nesses casos, cada uma das partes pode exigir da outra, de imediato, o cumprimento de suas respectivas obrigações.

Esse direito do credor ao cumprimento de uma obrigação pecuniária pelo devedor não deixa de ser considerado um recebível. Desde que haja uma prestação pecuniária a ser cumprida, isto é, desde que o credor numa relação obrigacional tenha algo a receber do devedor, haverá "recebíveis", não importando se esse recebimento possa ser imediatamente exequível, ou apenas futuramente.

Em se tratando de CRA, sabe-se que os direitos creditórios do agronegócio servem de *lastro* ao título. O Termo de Securitização de direitos creditórios do agronegócio, inclusive, deve *indicar* quais são os recebíveis vinculados à emissão do título, pois a companhia securitizadora conta com o recebimento desses valores para que possa remunerar os titulares dos CRAs.

Dada a necessidade de haver um ou mais direitos creditórios do agronegócio como lastro para o CRA, as companhias securitizadoras precisam adquirir tais créditos junto a um terceiro, o que o fazem, normalmente, através do instituto da cessão de crédito[152]. Por essa razão, ao se

[152] Há também a possibilidade de a companhia securitizadora subscrever diretamente títulos emitidos por terceiros (como, por exemplo, debêntures), passando, nesse caso, a ser titular de direitos creditórios sem que haja a cessão de crédito. Nesse contexto, a IN 600 passa a admitir como recebíveis passíveis de securitização aqueles subscritos

tratar de securitização de direitos creditórios, acaba-se, necessariamente, adentrando-se no campo da cessão de crédito, que "é a transferência, que o credor faz, de seus direitos a outrem" (BEVILAQUA, 1930, p. 231).

Nesse campo da cessão de crédito, aspecto curioso é a cessão que envolve recebíveis derivados de obrigações ilíquidas, ou seja, aquelas cujo valor é incerto, dependendo de prévia apuração. Ao se pensar em securitização, logo vêm à mente operações que visam à aquisição de créditos decorrentes de uma obrigação líquida, isto é, aquela "certa, quanto à sua existência, e determinada, quanto ao seu objeto", conforme já conceituava o Código Civil de 1916, em seu art. 1533[153].

Realmente, parece fazer mais sentido à companhia securitizadora a aquisição de um crédito líquido, pois somente diante de um crédito desta natureza que poderia exigir o seu cumprimento imediato quando do seu vencimento. Sendo ilíquida, a obrigação necessita submeter-se previamente à liquidação, que, caso não seja realizada convencionalmente, dependerá do acionamento do judiciário, esfera na qual será fixado o *quantum debendi*.

Na liquidação, corre-se o risco de os créditos ilíquidos sofrerem uma redução em seu valor, de forma que o *quantum* inicialmente estimado poderá ser diminuído, o que levaria a companhia securitizadora a adquirir um crédito de valor aquém àquele realmente esperado na ocasião de sua aquisição.

Em que pese haver instabilidade no real valor do crédito resultante de uma obrigação ilíquida, não se vê empecilhos jurídicos à sua cessão, haja vista ser ele *determinável*[154], ainda que esta determinação dependa de um ato de liquidação.

Dentro do rol de obrigações ilíquidas, é possível considerar como direito creditório, por exemplo, até mesmo o direito à indenização decorrente de um ato ilícito, com a ressalva de que,

---

diretamente pela companhia securitizadora, o que dispensaria a necessidade da cessão de crédito, visto que a própria companhia já estaria caracterizada como a parte credora da relação, não dependendo de um terceiro para lhe ceder essa posição (art. 3º, § 6º da IN 600). De toda forma, por ser a cessão de crédito a forma mais tradicional de aquisição de direitos creditórios pelas companhias securitizadoras, a presente dissertação, nesse momento, tratará apenas dela. Importante esclarecer que esta cessão de crédito, regulada pelos artigos 286 a 298 do Código Civil, tem por escopo formalizar a aquisição, pela companhia securitizadora, dos direitos creditórios do agronegócio de um terceiro, para fins de servirem de lastro aos CRAs que serão por ela emitidos. Ela não se confunde com a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, modalidade de garantia que pode ser instituída pela companhia securitizadora em benefício do adquirente do CRA, nos termos do art. 41 da Lei nº 11.076/2004. Através da cessão fiduciária em garantia, operar-se-á a transferência, pela companhia securitizadora ao adquirente do CRA, da titularidade dos créditos do agronegócio detidos por ela, até que haja o total pagamento da remuneração a que o adquirente do CRA faz *jus* pela aquisição deste título.

[153] Piero Calamandrei traz esclarecedora consideração sobre a matéria: "o crédito é certo quando não é controvertida a sua existência (*an*); é líquido quando determinada a medida da prestação (*quantum*); e é exigível quando seu pagamento não está diferido por termo, nem suspenso por condições, nem sujeito a outras limitações (quando)" (CALAMANDREI, 1953, p. 104).

[154] O Código Civil determina que o negócio jurídico, para ser válido, deve ter, dentre outros requisitos, um objeto determinado ou *determinável* (art. 104, II, do Código Civil).

neste caso, embora o crédito possa ser objeto de cessão, corre-se o risco dele sofrer decréscimo em seu valor quando de sua liquidação (onde será determinado o valor realmente devido a título de reparação dos danos que deram ensejo ao dever de indenizar), ou mesmo se reconhecida a hipótese de culpa concorrente da vítima com o lesante (art. 945 do Código Civil).

Convém lembrar que a cessão de crédito somente é admitida se a ela "não se opuser a natureza da obrigação, a lei ou a convenção com o devedor" (art. 286 do Código Civil).

No que se refere à *natureza da obrigação*, a cessão de direitos indenizatórios decorrentes de danos morais é questão controversa. Há quem entenda não ser ela possível, por estarem tais créditos ligados exclusivamente à pessoa da vítima. Como partidários desse posicionamento[155], Henri Mazeaud, León Mazeaud e Andre Tunc se opõem à transmissão do direito à indenização por danos morais, entendendo que somente a vítima e seus herdeiros poderiam exercitá-lo, não sendo coerente a cessão a um terceiro do preço de seus sofrimentos (MAZEAUD; MAZEAUD; TUNC, 1961, p. 548).

Em outra vertente, autores sustentam a possibilidade da cessão de direitos à indenização por danos morais. Nesse sentido, Pedro Branquinho Ferreira Dias entende que "tal direito possui indiscutivelmente um conteúdo patrimonial, pois traduz-se, normalmente, no direito de exigir o pagamento de uma indemnização em dinheiro" (DIAS, 2001, p. 45). Para Diogo Leite de Campos, "o direito de indemnização, mesmo por danos não patrimoniais, reveste um inegável caráter patrimonial" (CAMPOS, 2004, p. 338).

Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda sustentava que a natureza da obrigação somente comprometeria a cessão do crédito quando fosse capaz de alterar o conteúdo da obrigação, como, por exemplo, no caso da cessão de prestações de alimentos vincendas. Para o ilustre jurista, em se tratando de cessão de crédito correspondente à indenização por dano moral, não haveria a mudança do conteúdo da obrigação, sendo admissível, portanto, dita cessão (MIRANDA, 1971, p. 277)[156].

Não está no escopo dessa dissertação aprofundar-se na controversa questão referente à possibilidade de cessão do direito à indenização por danos morais e nem reportar como ela vem sendo trabalhada na jurisprudência pátria. Apenas reputou-se prudente trazer o alerta de que não se trata de matéria pacífica doutrinariamente[157].

---

[155] Vide também VINEY; JOURDAIN, 2010, p. 323.

[156] No mesmo sentido, vide PEREIRA, 2001, p. 248.

[157] A possibilidade de cessão de *créditos trabalhistas*, dada a natureza da obrigação e o caráter pessoal do direito, também é matéria controversa. A Justiça do Trabalho, em pronunciamento datado de 2006, já revogado, expressou-se formalmente no sentido da inadmissibilidade de tal cessão: "a cessão de crédito prevista em lei (Código Civil de 2002, artigo 286) não pode ser operacionalizada no âmbito da Justiça do Trabalho, visto que se trata de um negócio jurídico entre empregado e terceiro que não se coloca em quaisquer dos pólos da relação processual

Em que pese não ser um assunto pacífico, entende-se que a cessão de crédito ligado à indenização por dano moral nada mais é que a disposição de um direito *patrimonial*, de modo que *não se vislumbra impedimento* jurídico à sua operacionalização, que poderia ser efetuada da mesma forma como se opera a cessão de um crédito ligado à indenização por dano material.

A cessão do crédito indenizatório, seja este atinente à reparação de um dano moral ou material, pode, na realidade, representar um meio mais célere de a vítima receber o proveito pecuniário voltado à reparação dos danos morais e/ou patrimoniais sofridos, recebendo-o não do causador do dano, mas do adquirente deste crédito.

Também são elegíveis à cessão, por exemplo, os direitos creditórios resultantes de inadimplemento contratual para o qual haja a previsão de uma cláusula penal, a qual pode se referir à "inexecução completa da obrigação, à de alguma cláusula especial ou simplesmente à mora" (art. 409 do Código Civil). O devedor incorre de pleno direito na cláusula penal quando, "culposamente, deixe de cumprir a obrigação ou se constitua em mora" (art. 408 do Código Civil).

Embora determinados, pode-se afirmar que os direitos creditórios resultantes da aplicação da cláusula penal também não são providos de total liquidez. Isso porque o valor da cominação imposta contratualmente poderá ser reduzido pelo juiz em alguns casos, notadamente quando a obrigação principal tiver sido parcialmente cumprida, ou se o valor da penalidade for manifestamente excessivo, tendo-se em vista a finalidade e a natureza do negócio (art. 412 do Código Civil), donde, mais uma vez, desagua-se no risco de o valor do crédito cedido sofrer eventual redução (o que não o impede, contudo, sua cessão).

Os créditos futuros também podem em regra ser objeto de cessão, haja vista essa transferência ser compatível com o Código Civil, em especial ao se utilizar como comparação a possibilidade de a compra e venda[158] ter por objeto coisa *atual ou futura* (art. 483 do Código Civil), bem como ao se levar em conta que o art. 104, II, do referido diploma legal, exige que o objeto da obrigação seja determinado ou *determinável*.

---

trabalhista" (art. 51 da Consolidação dos Provimentos da Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho, de 06 de abril de 2006. Disponível em: https://juslaboris.tst.jus.br/bitstream/handle/20.500.12178/3194/2006consolidapro vcgjtrep01.pdf?sequence=9&isAllowed=y. Acesso em: 05 jan. 2020). Em 2008, a Justiça do Trabalho manteve seu posicionamento: "a cessão de crédito prevista no artigo 286 do Código Civil não se aplica na Justiça do Trabalho" (art. 100 da Consolidação dos Provimentos da Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho, de 28 de outubro de 2008. Disponível em: https://juslaboris.tst.jus.br/bitstream/handle/20.500.12178/1661/2008_consolid aprovcgjt.pdf?sequence=6&isAllowed=y. Acesso em: 05 jan. 2020).

[158] Faz-se menção à compra e venda tendo-se em vista certa semelhança que ela guarda com a cessão de crédito. Jorge Cesar Ferreira da Silva afirma que, através da cessão, "o crédito, que é parte do ativo do credor, é transferido em *negócio jurídico assemelhado a uma compra e venda*" (SILVA, 2007, p. 338, grifo nosso).

Nesse sentido, Uinie Caminha defende que:

> Com o advento do novo Código Civil, essa discussão [se pode haver cessão de créditos futuros] não mais tem razão de ser, já que, dentre os requisitos de validade do negócio jurídico, determinados no artigo 104, está o objeto lícito, possível, determinado ou determinável. Assim, no caso da cessão de créditos futuros, o objeto do negócio não seria conhecido no momento da celebração, mas determinável (CAMINHA, 2007, p. 82).

Há quem afirme que a expressão *direitos creditórios* seria mais abrangente que o próprio termo *crédito*, pois aquela abarcaria tanto créditos já constituídos, quanto direitos à aquisição de créditos *futuros*, ao passo em que o *crédito* representaria apenas um direito já adquirido, pois estaria ligado a obrigações já constituídas, ainda que sua exigibilidade dependa da ocorrência de termo[159]. Por essa razão, não se adotará no presente capítulo desta dissertação qualquer distinção entre direito creditório e crédito, pois entende-se estar este acobertado pela primeira expressão.

Independentemente de serem atuais ou futuros, de serem líquidos ou ilíquidos, os direitos creditórios passíveis de cessão às companhias securitizadoras, *em regra,* são aqueles que implicam no pagamento de determinada quantia em dinheiro, isto é, créditos com liquidação na forma financeira. Nesse tipo de liquidação não há a entrega física do bem objeto dos direitos creditórios, mas apenas o pagamento do valor em pecúnia – a exemplo dos direitos creditórios representados por cédula de produto rural (CPR) com liquidação financeira, a qual é um título líquido e certo, exigível, em seu vencimento, pelo resultado da multiplicação do preço praticado para o produto pela quantidade do produto especificado (art. 4º-A, § 1º, da Lei nº 8.929/1994).

Natália Cristina Chaves explica que os créditos líquidos "proporcionam solvabilidade imediata, garantindo à entidade cessionária fluxos de caixa estáveis e, por conseguinte, viabilizando à mesma o pagamento aos investidores dos títulos ou valores mobiliários emitidos" (CHAVES, 2006, p. 87). Sobre o assunto, o art. 11, § 2º, II, da IN 600, exige que, exceto quando distribuídos para investidores profissionais, os CRAs tenham por lastro direitos creditórios com *liquidação na forma financeira*.

Em que pese estar a securitização ligada, normalmente, a créditos com liquidação financeira, não se vê óbice jurídico para que obrigações em espécie, com liquidação física,

---

[159] É o que sustenta, por exemplo, Eri Loria, conforme se verifica no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/9811 - Assunto: Recurso contra entendimento da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN. Recorrente: ASK Renda Certa Gestora de Recursos SA. Diretor- Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro, 19 out. 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/anexos/0007/7212-0.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

sejam objeto de securitização, a exemplo de direitos créditos representados por CPR com liquidação física, a qual é um título líquido e certo, exigível pela quantidade e qualidade do produto (art. 4º, da Lei nº 8.929/1994), ou seja, na qual ocorre a entrega física do ativo objeto dos direitos creditórios.

O supracitado art. 11, § 2º, II, da IN 600, inclusive, dá margem a esse entendimento, ao exigir a liquidação financeira dos lastros *apenas* quando os CRAs houverem sido distribuídos para investidores não profissionais.

Logo, em se tratando de investidores profissionais, seria permitida, em tese, a utilização de lastros com liquidação física. Para tanto, entende-se que referido lastro deveria ser suscetível de avaliação econômica, haja vista o caráter pecuniário inerente às obrigações.

Sintetizando o que fora até aqui abordado e, com base em elementos próprios do Direito das Obrigações, pode-se concluir que *direitos creditórios* seriam os direitos do credor – isto é, daquele que assume o polo ativo numa relação obrigacional – de receber do devedor determinada/determinável quantia em dinheiro, ou determinado/determinável bem físico passível de prévia monetização, podendo esse crédito derivar das mais diversas fontes obrigacionais, como, por exemplo, de títulos de crédito; contratos; inadimplementos contratuais para os quais haja a previsão de uma cláusula penal; atos ilícitos ou abuso do direito que gerem o dever de indenizar.

Seriam, em suma, direitos a *recebíveis* passíveis de avaliação em pecúnia, podendo o crédito ser atual ou futuro, já realizado ou a realizar, líquido ou ilíquido, passível ou não de execução imediata em caso de inadimplemento do devedor. Referidos recebíveis, para fins de securitização, devem passar para a titularidade da companhia securitizadora, o que se dá, normalmente, através do instituto da cessão de crédito, de modo que referida sociedade passará a ser a credora da relação, podendo exigir, do devedor, o cumprimento da obrigação.

Assim, tendo-se analisado a expressão *direitos creditórios* e o instituto da *cessão de crédito* relacionado à operação de securitização, faz-se necessário recorrer ao sentido do termo "originário", haja vista a Lei nº 11.076/2004 referir-se a direitos creditórios que são *originários* do agronegócio.

3.1.2 Originário(s)

O termo "*originário*", do latim *originarius*, pode ser entendido como sendo "relativo às origens de algo" (JAPIASSÚ, 2008, p. 208). De maneira mais específica, entende-se por originário o "que traz sua procedência de algum lugar, elemento ou pessoa. Relacionado ou

pertencente ao princípio, começo e origem de algo"[160]. Como sinônimos do adjetivo *originário,* pode-se citar: "oriundo, proveniente, procedente, provindo, vindo, descendente, derivado, nascido, resultante"[161].

Embora a Lei nº 11.076/2004 não esclareça o significado de "direitos creditórios *originários"*, pela análise semântica deste último verbete, pode-se concluir estar o diploma legal se referindo, basicamente, a direitos creditórios que *nascem, descendem, têm a sua origem, são procedentes ou derivam* de negócios celebrados entre produtores rurais (ou suas cooperativas)[162] e terceiros, "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" (art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004).

Assim, considerando que o intuito da Lei nº 11.076/2004 é o de fomentar o agronegócio como um todo, somado ao fato de que a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica tem como um de seus princípios a interpretação das normas que versem sobre atividades econômicas privadas em favor da liberdade econômica e do respeito aos investimentos (art. 1º, § 2º, da Lei nº 13.874/2019), não se vislumbram razões para se limitar a abrangência do adjetivo *originário* somente àquelas relações jurídicas onde haja a presença imediata de um produtor rural (e, consequentemente, somente se permitindo que sejam objeto de securitização direitos creditórios constantes em negócios jurídicos celebrados diretamente com um produtor rural). Na realidade, entende-se que o termo "originário", como se observará a seguir, deveria compreender não apenas direitos creditórios *imediatamente* originários do agronegócio, mas também aqueles que são *mediatamente* originários deste segmento.

Do contrário, caso se permita uma desmedida limitação do alcance do termo "originário", estar-se-ia, consequentemente, restringindo as opções de lastros para emissões de CRAs, o que traria impactos às emissões destes títulos e afetaria investimentos privados no agronegócio. *No entanto*, isso *não* quer dizer que *direitos creditórios originários do agronegócio* seriam *todos e quaisquer* recebíveis que, independentemente do segmento da cadeia do agronegócio em que se encontrem, tenham sua origem, *direta* ou *indiretamente*, num negócio agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro. Caso se permita essa

---

[160] Original em espanhol: "Se entiende por originario el que da origen, procedencia, motivo, principio o la causa de algo. Que trae en su procedencia de algún lugar, elemento o persona. Relacionado o perteneciente al principio, comienzo y origen de algo" (ORIGINÁRIO. *In:* Definición y etimología. [*S. l.]:* Definiciona. Disponível em: https://definiciona.com/originario/. Acesso em: 01 dez. 2019.).

[161] ORIGINÁRIO. *In:* DICIONÁRIO de sinônimos online. [*S. l.*]: SINÔNIMOS.COM.BR. Disponível em: https://www.sinonimos.com.br/originario/. Acesso em: 01 dez. 2019

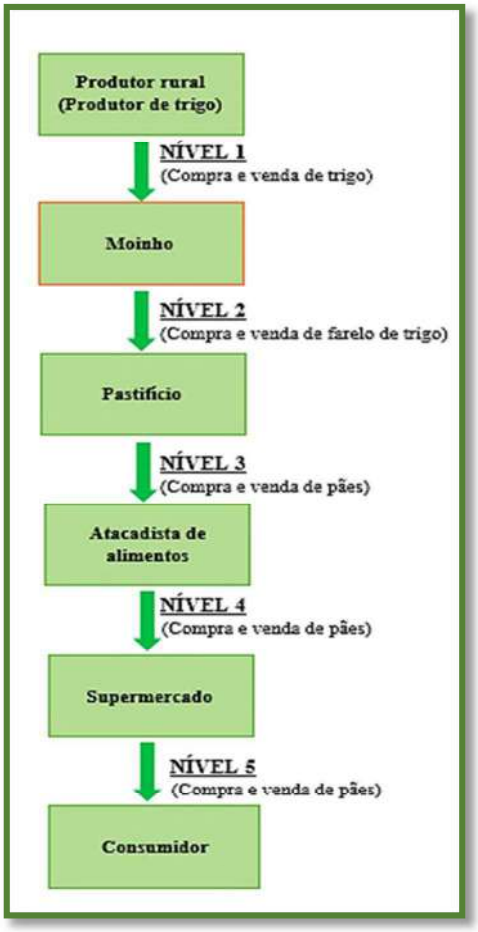
[162] Sempre que, nessa dissertação, houver menção ao termo "produtor rural", sem se realizar qualquer distinção, entende-se que também se está referindo às cooperativas de produtores rurais.

interpretação, até mesmo direitos creditórios relativos a determinadas compras e vendas realizadas entre consumidores e supermercados poderiam servir de lastro para fins de emissão de CRA quando, em suas raízes mais remotas, derivarem de um negócio jurídico agropecuário do qual participara um produtor rural.

Seria o caso, por exemplo, de direitos creditórios constituídos no bojo de um contrato de compra e venda de pães, celebrado entre um consumidor e um supermercado, mediante pagamento em parcelas. Dessa compra e venda nasceria um direito creditório para o supermercado (direito ao recebimento dos valores relativos aos produtos vendidos).

Esse direito creditório, em sua origem remota, sem dúvida advém de um negócio jurídico agropecuário celebrado com um produtor rural (que produziu o trigo utilizado na fabricação dos pães), estando referido direito ligado a toda uma cadeia de negócios, a qual envolve não apenas o produtor rural, mas também o moinho, o pastifício, o atacadista de alimentos, o supermercado e, finalmente, o consumidor adquirente dos pães. Essa hipotética cadeia de negócios jurídicos tomada como exemplo encontra-se ilustrada na figura abaixo:

Figura 10: Exemplo de cadeia do agronegócio do trigo.



Fonte: autoria própria.

Nessa cadeia de contratos de compra e venda há a presença de um produtor rural, que figura em seu primeiro nível. Entretanto, será que o último nível (venda dos pães pelo supermercado ao consumidor) poderia criar direitos creditórios do agronegócio, tendo em vista que se originou *indiretamente* de um negócio jurídico agropecuário (compra e venda de trigo) envolvendo um produtor rural e um terceiro (moinho)? É claro que não! Ao se permitir essa desmedida interpretação da expressão "direitos creditórios do agronegócio", estar-se-ia distorcendo os objetivos da Lei nº 11.076/2004, que é exatamente o de proporcionar crédito ao produtor rural (e não ao supermercado que vende pães para um consumidor!).

Por outro lado, ao se interpretar que a Lei nº 11.076/2004 *somente* permitiria (para fins de lastro a emissões de CRAs) direitos creditórios *diretamente* ligados a negócios jurídicos agropecuários celebrados com um produtor rural, estar-se-ia, outrossim, por tamanha limitação, indo de encontro aos objetivos do referido diploma legal, haja vista este não conter qualquer determinação indicativa de que o direito creditório deva estar *diretamente* presente nos próprios negócios jurídicos agropecuários envolvendo um produtor rural, uma vez que menciona *direitos creditórios originários* do agronegócio, e não *direitos creditórios diretamente originados* do agronegócio.

Nesse sentido, embora o art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, permita interpretar que também seriam direitos creditórios do agronegócio aqueles *indiretamente* relacionados a negócios jurídicos agropecuários envolvendo um produtor rural, é preciso verificar, contudo, até que ponto um negócio jurídico indiretamente relacionado ao agronegócio poderia originar lastros para emissões de CRAs.

Não pairam dúvidas acerca daquelas relações agropecuárias que contam *diretamente* com um produtor rural (a exemplo do nível 1 da figura acima), já que certamente seriam originárias do agronegócio e poderiam, consequentemente, gerar direitos creditórios do agronegócio passíveis de securitização.

A dúvida se resume àquelas relações que contam somente de forma *indireta* com a presença de um produtor rural (a exemplo dos níveis 2 a 5 da figura acima).

Descobrir até que ponto um negócio jurídico pode ser considerado originário do agronegócio para fins de lastro a emissões de CRAs não é tarefa fácil. A cadeia do agronegócio, como visto no capítulo 1 desta dissertação, conta com a presença de inúmeros participantes, tais como os fornecedores de insumos e de bens de produção; o próprio produtor rural; aqueles responsáveis pelo processamento e transformação de produtos agropecuários; os distribuidores; os consumidores, entre outros agentes.

É inegável que todos esses agentes fazem parte do *sistema do agronegócio*, pois este seria o conjunto de atividades econômicas que envolve desde o fornecimento de insumos ao produtor rural, até a comercialização final pelo consumidor, conforme defendem John H. Davis e Ray A. Goldberg (DAVIS; GOLDBERG, 1957, p. 136), Renato Buranello (BURANELLO, 2011, p. 44) e Fábio Ulhoa Coelho (COELHO, 2011, p. 366), nos termos já apresentados no capítulo 1 da presente dissertação.

O fato de todos esses agentes estarem inseridos no *sistema do agronegócio* não pode significar, contudo, que todos eles seriam necessariamente capazes de originar direitos creditórios que possam servir de lastro a emissões de CRAs.

Sustenta-se, assim, que seriam direitos creditórios do agronegócio, para fins do art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, todos aqueles que nascem, descendem, têm a sua origem, são procedentes ou derivam de negócios agropecuários celebrados entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, *mas desde que* o direito creditório em questão *tenha sua causa justificada* no negócio jurídico agropecuário que lhe deu origem.

A análise da *causa* de um determinado direito creditório do agronegócio servirá para se verificar se ele está ligado a um negócio jurídico agropecuário envolvendo um produtor rural, visto ser essa ligação um requisito previsto na própria Lei nº 11.076/2004, que, como se verificou acima, impõe que o direito creditório seja *originário do agronegócio*.

Destarte, a fim de se perquirir esse liame entre o direito creditório e o negócio agropecuário, convém importar, como subsídio, uma teoria própria do campo da responsabilidade civil, mais especificamente a *teoria do dano direto e imediato*[163], que se propõe a estudar o nexo de causalidade entre o dano e o comportamento do agente, buscando definir qual seria efetivamente o ato causador do dano e gerador do dever de indenizar.

Para fins da presente análise e para que se melhor realize uma comparação, suponha-se que a posição espacial ocupada pelo dano equivaleria àquela ocupada pelo direito creditório do agronegócio, ou seja, ambos estariam posicionados ao final da cadeia de eventos e negócios jurídicos que se põem em análise, da seguinte forma:

---

[163] Tendo em vista que se entende que a teoria do *dano direto e imediato* é a mais atual voltada ao estudo do nexo causal em sede de responsabilidade civil, a presente dissertação a ela se aterá. Convém esclarecer que referida teoria é uma evolução da *teoria da causalidade adequada*, que foi inicialmente proposta por Von Bar e libertada por Kries, sendo adotada por Thon, Liepmann, Rumelin e Trager, em oposição à teoria da equivalência das condições, que foi sustentada por Von Buri antes do aparecimento da teoria da causalidade adequada (RIPERT, 1937, p. 218).

Figura 11: A busca do nexo causal em sede de responsabilidade civil e em sede de securitização de recebíveis do agronegócio.



Fonte: autoria própria.

Dessa maneira, da mesma forma como se busca a causa do dano para fins de responsabilização civil, deve-se buscar a causa do direito creditório, para fins de sua caracterização como oriundo do agronegócio.

Antes de se aprofundar na *teoria do dano direto e imediato*, importante se faz esclarecer que ela se opõe à *teoria da equivalência das condições,* que também se propõe a estudar o nexo de causalidade no âmbito da responsabilidade civil.

Segundo esta última, "todos os antecedentes são causas do prejuízo pois que suprimido um dos antecedentes o prejuízo não se dará. Diz-se então, ante a impossibilidade de escolher, que há equivalência das condições" (RIPERT, 1937, p. 218). À luz desta teoria, qualquer fato gerador que seja, de certa forma, uma condição para a ocorrência do dano deveria, portanto, ser considerado como sua causa e daria origem ao dever de indenizar os prejuízos sofridos pela vítima.

Robert Joseph Pothier traz um curioso exemplo de um indivíduo que vende uma vaca a outrem, sabendo que o animal estava infectado por doença contagiosa. O ato do vendedor de ocultar a preexistência da doença seria um dolo, que geraria o dever de indenizar o adquirente

em relação ao valor do próprio animal, assim como dos seus demais bovinos que foram contaminados pela vaca e vieram a óbito.

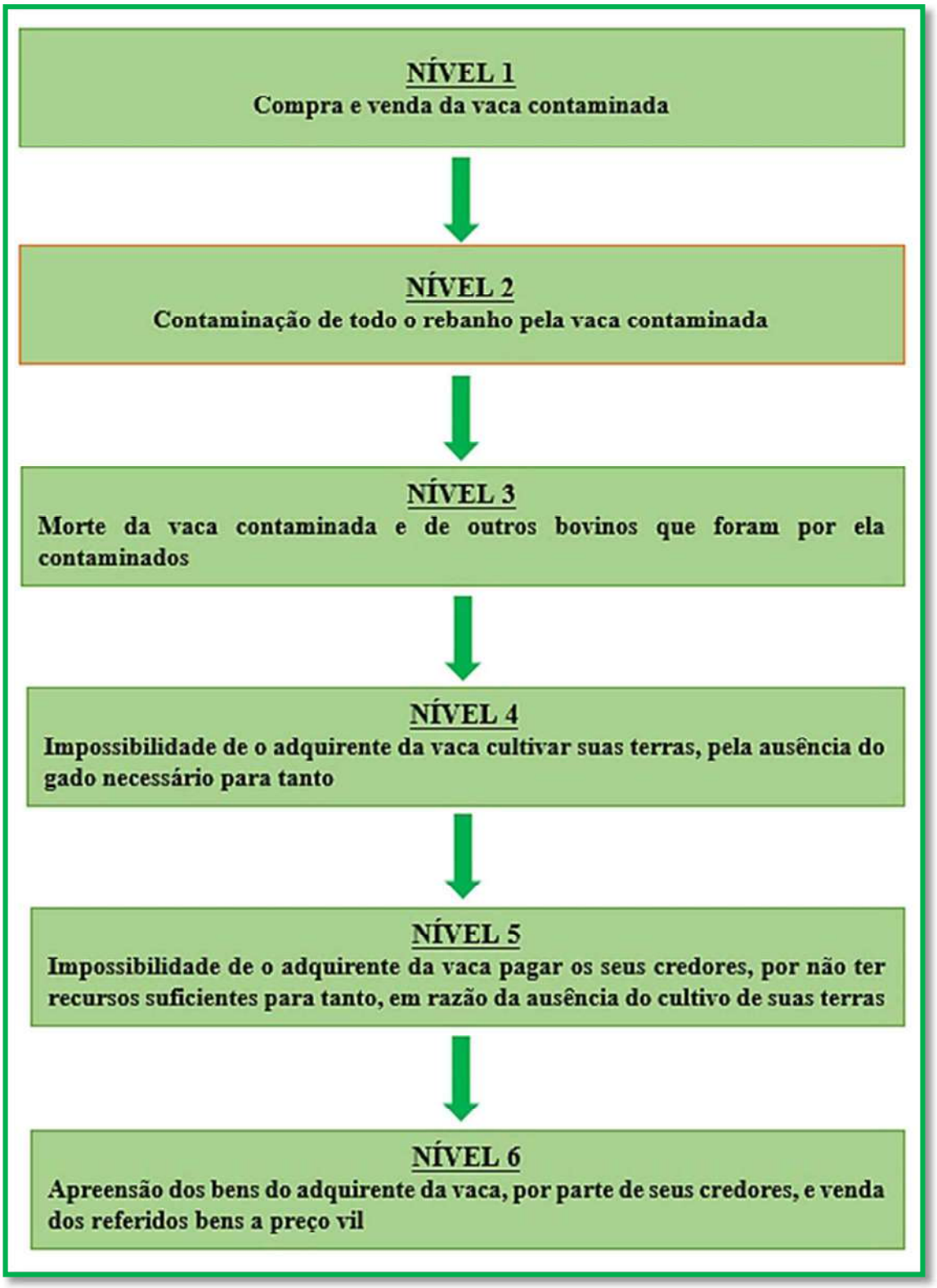
O ilustre jurista francês continua seu exemplo lançando a indagação sobre a possibilidade (ou não) de se imputar ao vendedor o dever de indenizar prejuízos mais distantemente ligados à sua conduta, consistentes no fato de a terra do adquirente não poder ser cultivada em virtude da ausência dos bovinos necessários para tanto, assim como no fato de, em razão da perda do gado e do não cultivo das terras, o adquirente ter ficado sem condições de pagar suas dívidas, tornando-se insolvente e vindo seus bens a serem penhorados pelos seus credores e alienados a preço vil[164].

Exclusivamente com base na *teoria da equivalência das condições*, o vendedor do animal seria responsável por todos os prejuízos sofridos pelo adquirente, até mesmo por aqueles decorrentes da impossibilidade de cultivo das terras e de pagamento aos credores, bem como por aqueles ligados à alienação dos bens do adquirente a preço vil. Isso porque todos esses danos teriam como causa as condições precedentes, pois, suprimindo uma delas, os prejuízos não se dariam, de modo que se diz serem elas equivalentes para a ocorrência do dano, conforme se ilustra abaixo:

---

[164] O exemplo apresentado encontra-se descrito no seguinte trecho, de autoria de Robert Joseph Pothier: "Por exemplo, se um comerciante me vendeu uma vaca que ele sabia estar infectada por uma doença contagiosa e escondeu esse vício de mim, essa ocultação é um dolo de sua parte, o que o faz responsável pelo dano que sofri, não apenas em relação à vaca que me vendeu, e que foi o objeto de sua obrigação primitiva, mas também em relação a todos os meus outros bovinos que foram contaminados por esta vaca: pois foi o dolo desse comerciante que me causou todo o dano. Em relação aos outros danos que sofri, que são um resultado mais distante e indireto do dolo do meu devedor, ele será responsabilizado? Por exemplo, se, assumindo a mesma suposição, o contágio disseminado aos meus bois pela vaca que ele me vendeu me impedisse de cultivar minhas terras; o dano que sofro pelo fato de a minha terra ficar não cultivável também parece resultar do dolo desse comerciante que me vendeu uma vaca doente; mas isso está mais distante do que a perda que sofri com o gado devido ao contágio: esse comerciante será responsável por esse dano? Em contrapartida, se a perda do meu gado e os danos que eu sofri pela falta de cultivo de minhas terras me impediram de pagar minhas dívidas, meus credores apreenderam e venderam meus bens a um preço vil; o comerciante também será responsável por esse dano?" (POTHIER, 1813, p. 114-115, tradução nossa). Original em francês: "Par exemple, si un marchand m'a vendu une vache qu'il savait être infectée d'une maladie contagieuse, et qu'il m'ait dissimulé ce vice, cette dissimulation est un dol de sa part, qui le rend responsable du dommage que j'ai souffert, non-seulement dans la vache même qu'il m'a vendue, et qui a fait l'objet de son obligation primitive, mais pareillement de ce que j'ai souffert dans tous mes autres bestiaux auxquels cette vache a communiqué la contagion: car c'est le dol de ce marchand qui m'a causé tout le dommage. A l'égard des autres dommages que j'ai soufferts, qui sont une suite plus éloignée et plus indirecte du dol de mon débiteur, en sera-til tenu? Par exemple, si, en retenant la même supposition, la contagion qui a été communiquée à mes bœufs par la vache qu'il m'a vendue, m'a empêché de cultiver mes terres; le dommage que je souffre de ce que mes terres sont devenues incultes, paraît aussi un suite du dol de ce marchand qui m'a vendu une vache pestiférée; mais c'est une suite plus éloignée que ne l'est la perte que j'ai soufferte de mes bestiaux par la contagion: ce marchand sera-t-il tenu de ce dommage? Quid, si la perte que j'ai faite de mes bestiaux, et le dommage que j'ai souffert du défaut de culture de mes terres, m'ayant empêché de payer mes dettes, mes créanciers ont fait saisir réellement et décréter mes biens à vil prix; le marchand sera-t-il tenu aussi de ce dommage?" (Ibid., p. 114-115).

Figura 12: A responsabilização civil pela venda de vaca contaminada por doença contagiosa, à luz da teoria da equivalência das condições.



Fonte: autoria própria.

Com base na Figura 12, acima, verifica-se que os níveis antecedentes são causas (ainda que bastante remotas) dos prejuízos retratados no nível seguinte. Os prejuízos resultantes da apreensão dos bens do adquirente e da venda deles a preço vil (nível 6) têm por causa a impossibilidade de o adquirente pagar os seus credores (nível 5), que tem por causa a impossibilidade de o adquirente cultivar as suas terras (nível 4), que tem por causa a morte dos animais necessários para este cultivo (nível 3), que tem por causa a contaminação do rebanho por doença infecciosa (nível 2), que tem por causa, finalmente, a venda do animal contaminado por doença infecciosa (nível 1). Eliminando-se um desses níveis, o prejuízo descrito no nível seguinte, em tese, não ocorreria.

Por esta razão que, segundo a *teoria da equivalência das condições*, qualquer fato gerador que seja condição para a ocorrência de um determinado dano, independentemente do quão indiretamente esteja a este ligado, seria considerado sua causa e geraria o dever de indenizar.

Traçando-se um paralelo com a *teoria da equivalência das condições*, poder-se-ia inferir, *equivocadamente*, que toda e qualquer relação jurídica presente em quaisquer dos níveis da cadeia do agronegócio poderia ser apta a originar direitos creditórios do agronegócio, haja vista todas elas terem como condição (ainda que remotamente) um negócio jurídico agropecuário envolvendo um produtor rural.

Assim, os desavisados poderiam ser levados a crer que, da mesma forma com que o negócio jurídico de compra e venda de trigo entabulado entre o produtor rural e o moinho (nos termos da Figura 10, acima) poderia originar direitos creditórios do agronegócio para fins de securitização, os demais negócios descritos nos níveis seguintes também o poderiam, pois o direito creditório constituído em qualquer um desses níveis dependeria, ainda que *indiretamente,* do primeiro negócio jurídico agropecuário entabulado entre o produtor rural e o moinho. E esse raciocínio se aplicaria ao *infinito*, independentemente do número de níveis de relações jurídicas presentes na cadeia do agronegócio.

Ocorre que essa teoria da equivalência das condições é falha, pois, conforme alerta Washington de Barros Monteiro:

> o maior defeito da teoria é o de que ela não permite distinção alguma entre a maior ou menor eficácia, a maior ou menor proximidade das várias condições e assim, por aplicação da doutrina, chegar-se-á à responsabilidade do agente pelas conseqüências muito remotas ou excepcionais de seus atos (MONTEIRO, 1982, p. 277).

Realmente, é preciso que seja traçada uma distinção entre a maior ou a menor proximidade das várias relações jurídicas presentes na cadeia do agronegócio, para que não se chegue ao absurdo de se admitir como direitos creditórios do agronegócio aqueles que estejam de forma extremamente remota ligados ao negócio jurídico agropecuário celebrado com o produtor rural.

Nesse sentido, acredita-se que a interpretação mais correta para o art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, não seria aquela que considera todos os níveis da cadeia do agronegócio equivalentes no que se refere à capacidade de criar direitos creditórios do agronegócio, mas sim aquela que considera como apto a originar direitos creditórios do agronegócio somente aquele nível que esteja *necessariamente* ligado ao negócio jurídico agropecuário que lhe tenha dado origem.

Por este motivo que se toma emprestada, também do campo da responsabilidade civil, a *teoria do dano direto e imediato*[165], por entender ser ela a que melhor se amolda à tarefa de identificação do *nexo de causalidade* entre o direito creditório do agronegócio e o negócio jurídico agropecuário que lhe deu origem.

Referida teoria, que também é conhecida por alguns como *teoria da causalidade necessária*[166], impõe que haja uma relação de causa e efeito direta e imediata entre a conduta e

---

[165] Convém esclarecer que referida teoria é uma evolução da *teoria da causalidade adequada*, que perfilha que a causalidade é mais uma questão científica de probabilidade, "porque se faz salientar, na multiplicidade de fatores causais, aquele que normalmente pode ser o centro do nexo de causalidade" (PEREIRA, 2001, p. 79). Assim, "para se estabelecer a causa de um dano é preciso fazer um juízo de probabilidades. Portanto, se se responde afirmativamente, de acordo com a experiência da vida, se se declara que a ação ou omissão era *adequada* a produzir o dano, então, este é objetivamente imputável ao agente. O juízo de probabilidades ou previsibilidade das consequências é feito pelo juiz retrospectivamente, e em atenção ao que era cognoscível pelo agente, como exemplar do tipo do homem médio" (CAVALIERI FILHO, 2012, p. 53, grifo do autor). Nesse sentido, a teoria da causalidade adequada procura identificar, "entre os vários fatores do dano, aquele que [...] deveria ou normalmente poderia produzir esse dano" (BÉNABENT, 2007, p. 396, tradução nossa). Original em francês: "parmi les différents facteurs du dommage, celui qui [...] devait ou risquait normalement de produire un tel dommage" (Ibid., p. 396).

[166] O próprio Superior Tribunal de Justiça (STJ) reconhece que o ordenamento jurídico pátrio teria adotado essa noção da necessariedade da causa: "o sistema brasileiro [...] consagra a teoria segundo a qual só existe o nexo de causalidade quando o dano é efeito necessário de uma causa" (STJ. Recurso Especial 843.060/RJ). A *teoria dos danos diretos e imediatos* foi adotada pelo Código Civil de 2002, em seu art. 403: "ainda que a inexecução resulte de dolo do devedor, as perdas e danos só incluem os prejuízos efetivos e os lucros cessantes por efeito dela direto e imediato, sem prejuízo do disposto na lei processual". Embora esse artigo trate da responsabilidade contratual, entende-se que ele se aplica também à responsabilidade extracontratual (ou aquiliana), conforme reconheceu o próprio Supremo Tribunal Federal (STF), ao esclarecer sobre a aplicação daquela teoria no Direito Civil pátrio: "[...] em nosso sistema, como resulta do disposto no artigo 1.060 do Código Civil [correspondente ao art. 403 do Código Civil de 2002], a teoria adotada quanto ao nexo causal é a teoria do dano direto e imediato, também denominada teoria da interrupção do nexo causal. Não obstante aquele dispositivo da codificação civil diga respeito à impropriamente denominada responsabilidade contratual, aplica-se também à responsabilidade extracontratual, inclusive a objetiva [...]. Essa teoria, como bem demonstra Agostinho Alvim (Da Inexecução das Obrigações, 5ª ed., nº 226, p. 370, Editora Saraiva, São Paulo, 1980), só admite o nexo de causalidade quando o dano é efeito necessário de uma causa" (STF. Recurso Extraordinário 130.764). Observa-se que o STF esclarece o significado da teoria do dano direto e imediato ligando-a à noção da necessariedade, razão pela qual também se costuma denominá-la *teoria da causalidade necessária*.

o dano, atribuindo-se à essa expressão "direta e imediata" o sentido não de proximidade no tempo, mas sim de *necessariedade*. Assim, com base nesta teoria, deverá ser identificada aquela relação que liga o dano à sua causa necessária (GOLÇALVES, 2010, p. 350).

Nesse sentido, Agostinho Alvim esclarece que *a teoria do dano direto e imediato* é melhor explicada pelas escolas que se reportam à *necessariedade da causa*, haja vista que:

> suposto certo dano, considera-se causa dele a que lhe é próxima ou remota, mas, com relação a esta última, é mister que ela se ligue ao dano, diretamente. Ela é causa necessária desse dano, porque ele a ela se filia necessariamente; é a única, porque opera por si, dispensadas outras causas. Assim, é indenizável todo o dano que se filia a uma causa, ainda que remota, desde que ela lhe seja causa necessária, por não existir outra que explique o mesmo dano. Quer a lei que o dano seja o efeito direto e imediato da inexecução (ALVIM, 1972, p. 356).

Assim, entende-se que, de acordo com a teoria do *dano direto e imediato*, haverá o dever de indenizar quando existir um vínculo de necessariedade entre a conduta e o dano, ou seja, quando a conduta for a causa necessária para a sua ocorrência[167].

Segundo José de Aguiar Dias:

> Seria infindável para o Direito procurar a causa das causas, e as origens de cada uma delas; desse modo, se limita à causa imediata e julga os atos praticados, sem remontar mais além. [...] Assim, o condutor de um automóvel que feriu uma pessoa não é responsável pela morte dela, se essa morte resulta da falta do médico que lhe assiste (DIAS, 1983, p. 270-271.)

Dessa forma, transportando o substrato da *teoria dos danos diretos e imediatos* para o campo da securitização de recebíveis do agronegócio, seria possível afirmar que um direito creditório poderia servir de lastro à emissão de CRAs quando a sua *causa* estiver *necessariamente* ligada a um negócio jurídico agropecuário celebrado com um produtor rural. Essa seria a causa necessária do direito creditório, por não existir outra que melhor lhe explique, e sem que se remonte mais além na cadeia do agronegócio.

Assim, diz-se que o direito creditório deve ter por *causa necessária* um negócio jurídico realizado entre um produtor rural (ou sua cooperativa) e terceiros, relacionado "com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos

---

[167] O próprio Robert Joseph Pothier, ao lançar o exemplo do vendedor que vendeu a vaca contaminada – mas que se omitiu dolosamente a respeito da doença –, manifestou ser adepto da *necessariedade da causa*, haja vista concluir que o vendedor do animal não poderia ser responsabilizado pela apreensão dos bens do adquirente pelos seus credores, pois esse dano seria uma consequência muito distante e muito indireta da conduta do vendedor de alienar o animal, e não haveria entre o dano e a conduta um relacionamento *necessário*, já que a perda da fortuna do adquirente poderia ter sido ocasionada por outras causas (POTHIER, 1813, p. 115).

agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária" (art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004).

Deste modo, o direito creditório poderia estar contido tanto no próprio negócio jurídico agropecuário, o que seria conhecido por "*originação direta"*, quanto em qualquer outra relação obrigacional que tenha por causa um negócio jurídico agropecuário, o que se denominaria "*originação indireta"*.

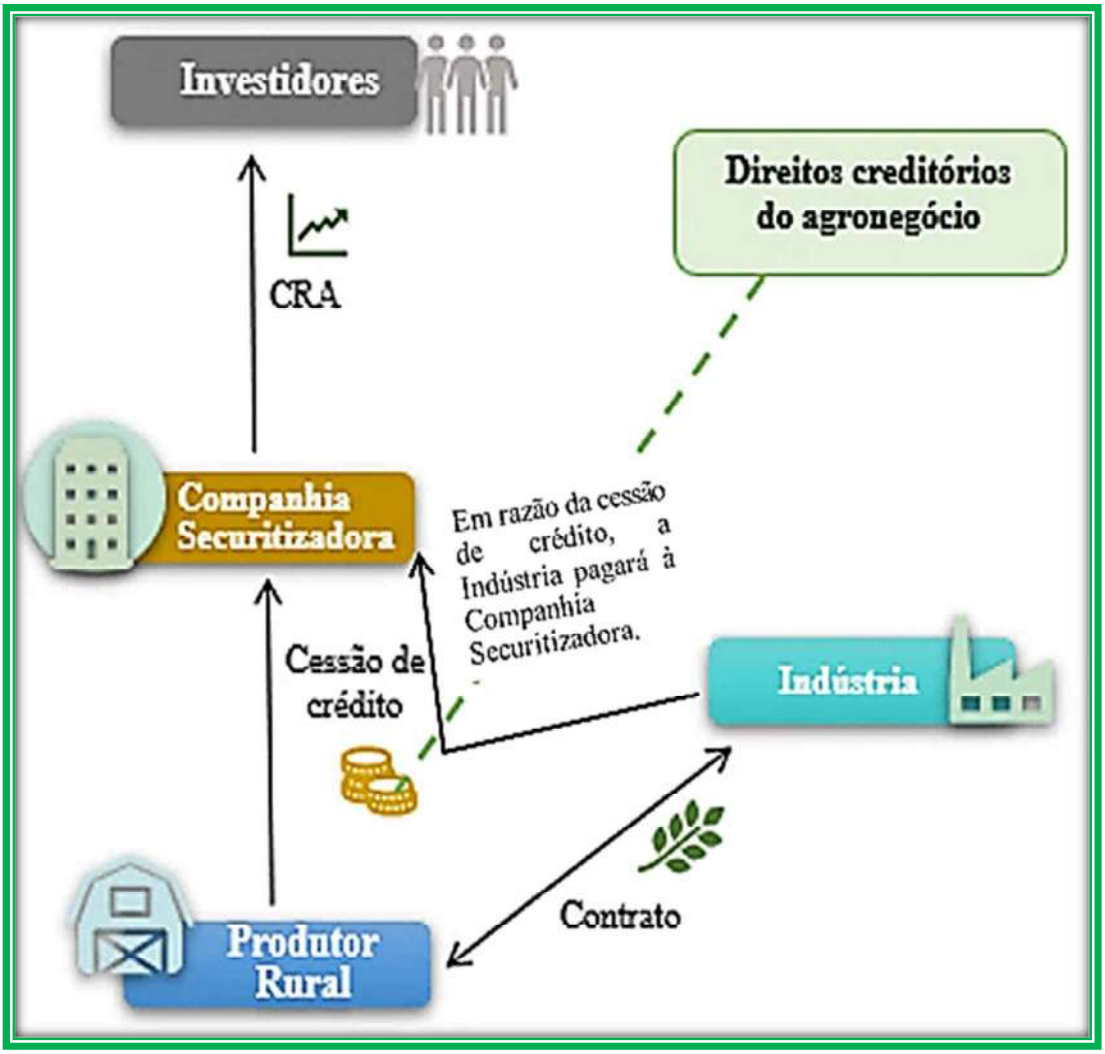
Nesse contexto, para melhor compreensão da originação direta e da originação indireta, ambas decorrentes de interpretação dada ao verbete *originário* empregado na Lei nº 11.076/2004, tome-se como exemplo um hipotético contrato de compra e venda de hortaliças celebrado entre um produtor rural, na qualidade de vendedor, e uma indústria automobilística que visa adquirir tais alimentos para servir em seu refeitório, na qualidade de compradora.

Para simplificação do exemplo, que será abaixo desenvolvido, o produtor rural em questão doravante será referido como "Produtor Rural", a indústria automobilística como "Indústria", e o contrato de compra e venda de hortaliças como "Contrato". Nesse cenário, poderiam ser considerados recebíveis do agronegócio aqueles direitos creditórios:

(i) *nascidos diretamente do Contrato (originação direta):* como, por exemplo, o direito do Produtor Rural (credor) de receber da Indústria (devedora), na ocasião da entrega das hortaliças, o preço acordado, situação na qual não restam dúvidas de que se estaria diante de um direito creditório originário diretamente de um negócio (Contrato) realizado entre o referido Produtor Rural e um terceiro (Indústria), voltado à comercialização de produtos agrícolas (hortaliças).

É o que se encontra ilustrado na figura 13, abaixo, onde o direito creditório detido pela Indústria está indicado como sendo os "direitos creditórios do agronegócio", os quais foram cedidos à companhia securitizadora para fins de lastro a uma emissão de CRAs ofertados à subscrição por investidores:

Figura 13: Direitos creditórios do agronegócio nascidos diretamente do Contrato de compra e venda de hortaliças.



Fonte: autoria própria.

(ii) *que tenham sua origem, ainda que de forma indireta ou remota, do Contrato, mas que sejam a ele vinculados por uma relação de causalidade necessária (originação indireta)*: como, por exemplo, um direito creditório proveniente de um contrato firmado posteriormente ao Contrato em comento, mas sendo deste derivado e tendo este Contrato como sua causa necessária. Seria o caso, *v.g.*, de um contrato de mútuo (doravante "Mútuo") celebrado entre a Indústria, na qualidade de mutuária, e uma instituição financeira (doravante "Instituição Financeira"), na qualidade de mutuante, voltado à captação de recursos para o pagamento das hortaliças adquiridas pela Indústria junto ao Produtor Rural.

O Mútuo acima exemplificado englobaria o direito creditório, da Instituição Financeira, de receber da Indústria o valor que lhe ofereceu em empréstimo. Esse direito creditório não

nascera diretamente do Contrato e nem apresenta o Produtor Rural como parte, haja vista envolver apenas a Instituição Financeira e a Indústria. Contudo, tal direito creditório, ainda que não esteja presente naquele primeiro negócio jurídico (Contrato) celebrado entre o Produtor Rural e a Indústria, tem por causa este Contrato, haja vista a Indústria estar tomando um empréstimo junto à Instituição Financeira exatamente para efetuar o pagamento das hortaliças que adquirira do Produtor Rural no âmbito daquele Contrato (o Mútuo tem como causa necessária a compra e venda).

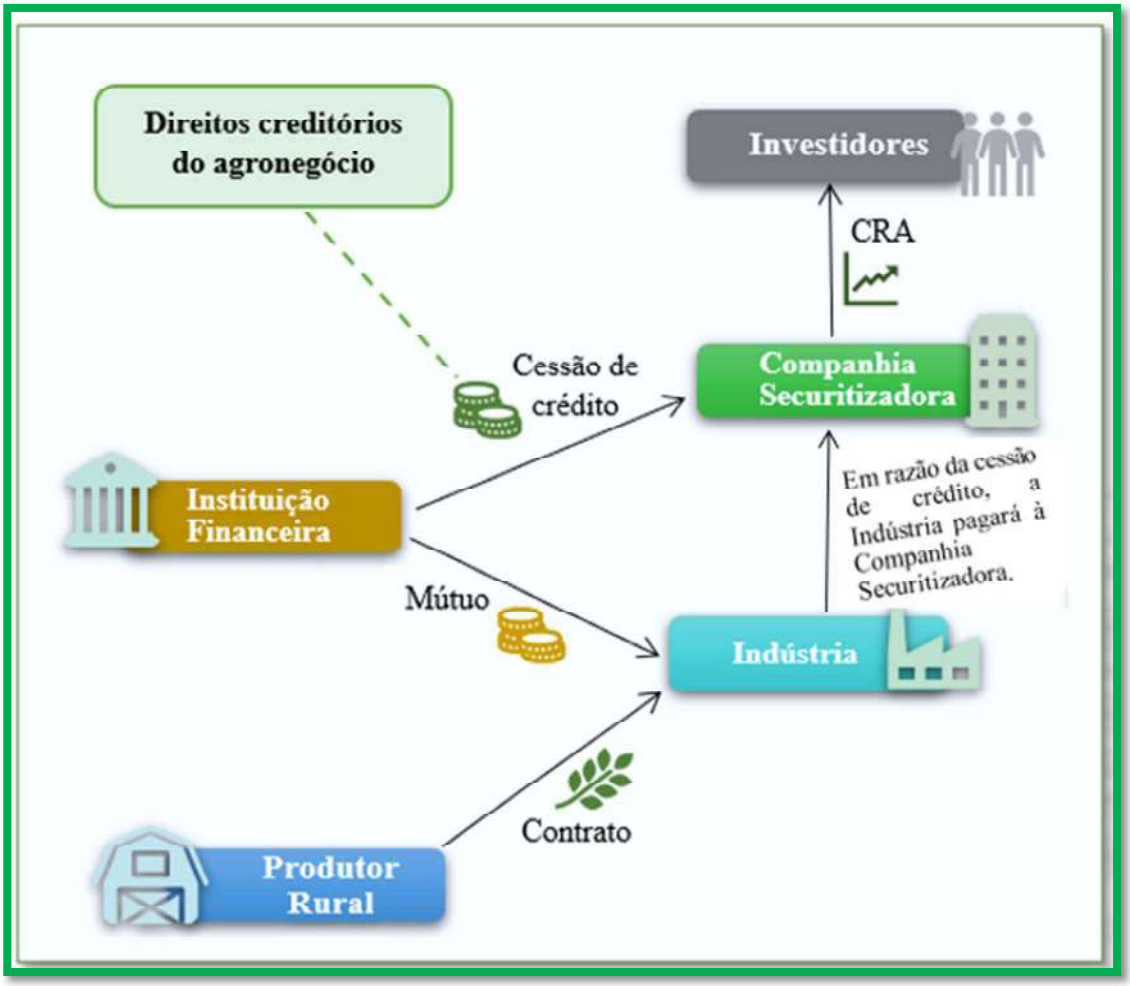
Na hipotética situação trazida acima, entende-se não haver impedimento para que a Instituição Financeira mutuante ceda à companhia securitizadora, para fins de lastro a uma emissão de CRA, o seu direito de receber da Indústria o valor que esta tomou em empréstimo, já que se trata de um direito creditório que tem suas raízes no Contrato e a este se encontra vinculado por uma relação de causalidade necessária.

Ora, esses direitos creditórios provenientes do Mútuo não são *descendentes* daquele Contrato primitivo firmado entre o Produtor Rural e a Indústria e não têm sua causa justificada naquele Contrato? Então, por terem sua existência justificada no referido negócio primitivo, por terem como causa necessária este negócio jurídico (Contrato), sustenta-se que os direitos creditórios decorrentes do Mútuo poderiam, em tese, ser considerados como direito creditório do agronegócio, haja vista *terem por causa* um Contrato que fora celebrado no seio do agronegócio com um Produtor Rural.

Se não fosse este Contrato agropecuário, não haveria um por quê para a celebração do Mútuo, donde se depreende que este último *decorre, deriva, é originário* daquele primeiro Contrato celebrado entre o Produtor Rural e a Indústria. Esse Contrato seria o responsável pela originação, ainda que de forma indireta, do direito creditório do agronegócio, pois seria a causa deste último.

É o que se encontra ilustrado na Figura 14, abaixo, que demonstra a existência do Contrato entre o Produtor Rural e a Indústria, tendo esta contraído o Mútuo junto à Instituição Financeira para pagar as hortaliças adquiridas no âmbito do Contrato. A Instituição Financeira, que é a credora do Mútuo, cede seu crédito (ou os "direitos creditórios do agronegócio") à companhia securitizadora, para que esta oferte CRAs à subscrição pelos investidores.

Figura 14: Direitos creditórios do agronegócio decorrentes de Mútuo.



Fonte: autoria própria.

Convém destacar que, quando se está referindo à causa do direito creditório, estar-se-á buscando tão somente enquadrá-lo no conceito de "originário do agronegócio", isto é, buscando vinculá-lo ao negócio jurídico agropecuário que justifica a sua existência (tal como se procura vincular a conduta do agente ao dano, quando se analisa o nexo causal em sede de responsabilidade civil). A causalidade, nesse caso, justifica-se unicamente para que se cumpra com o requisito da originação previsto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004.

Assim, busca-se constatar se o negócio jurídico agropecuário foi o fato gerador do direito creditório do agronegócio, se foi a sua causa necessária, por não existir outra que melhor lhe explique. E essa causa necessária significaria os *fundamentos* da relação jurídica criadora dos direitos creditórios do agronegócio. Recorrendo-se novamente à Figura 14, acima, pode-se afirmar que o fundamento do negócio jurídico de Mútuo seria necessariamente um negócio jurídico agropecuário prévio (Contrato). "O que está em foco é pois algo que é prévio ao

negócio, que está na origem do negócio. Neste sentido diremos que o negócio depende de sua causa [...]" (ASCENSÃO, 2002, p. 157). Isso porque "uma situação jurídica qualificaria outra. A 'relação fundamental' [no caso, o Contrato] é assim a relação qualificante de outra situação jurídica [no caso, o Mútuo]" (ASCENSÃO, 2002, p. 166). Assim, "[...] na causa da situação se procura a situação jurídica antecedente de que aquela situação deriva ou em que se justifica" (ASCENSÃO, 2002, p. 172).

Os direitos creditórios do agronegócio por *originação indireta*, para que sirvam de lastro a uma emissão de CRA, devem, portanto, ter uma *causa* que explique a sua existência, e essa causa seria a relação fundamental que deu vida a estes direitos[168]. Se se estiver diante de um direito creditório presente num negócio jurídico, por exemplo, deve-se buscar as circunstâncias, os fundamentos, que levaram as partes a tomarem a decisão de celebrá-lo. É preciso que haja "uma situação que objectivamente justifique o negócio e que as partes tenham comummente assumido como motivação para esse negócio se celebrar" (ASCENSÃO, 2002, p. 192). Tendo este negócio por fundamento um outro negócio jurídico agropecuário, será ele capaz de criar direitos creditórios do agronegócio.

Dessa forma, na melhor interpretação dada ao art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, sustenta-se que todo direito creditório[169] que esteja situado em quaisquer das etapas da cadeia do agronegócio poderia ser considerado um direito creditório do agronegócio, *desde que* haja um *nexo causal direto e imediato* entre esse direito e o negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro, sendo este nexo entendido como a *causa necessária*, o fundamento, a justificativa, a base (como é o caso do Mútuo acima exemplificado, que fora contratado pela Indústria exatamente porque[170] esta precisava pagar as hortaliças adquiridas do Produtor Rural).

Em síntese, sustenta-se que poderia dar ensejo aos "direitos creditórios" previstos no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, *qualquer obrigação* geradora de um direito creditório que seja *oriundo ou derivado, direta ou indiretamente*, de negócios celebrados entre um produtor rural e um terceiro, inclusive empréstimos e financiamentos, ligados à produção, ao

---

[168] Conforme explica o jurista português José de Oliveira Ascensão: "A relação fundamental é assim a razão da vicissitude estipulada. É a vicissitude jurídica que tem de ser justificada. A relação fundamental dá-nos essa justificação. Não pode haver vicissitudes 'porque sim'" (ASCENSÃO, 2002, p. 170).

[169] Cumpre relembrar que "direitos creditórios" podem ser resultantes das mais diversas fontes obrigacionais, tais como contratos, títulos de crédito, atos ilícitos, abuso do direito etc. Desde que tais direitos tenham suas causas necessariamente justificadas num negócio agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro, entende-se que poderão ser caracterizados como "direitos creditórios do agronegócio".

[170] A causa estaria "mais ligada a considerações *ex ante* ou estruturais da situação jurídica [por quê] do que a considerações finalísticas, ou de *para quê*" (Ibid., p. 160, grifo do autor).

beneficiamento, à industrialização ou à comercialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos usados na atividade agropecuária. Para tanto, especialmente quando se está diante de uma hipótese de direito creditório indiretamente originário do agronegócio, faz-se necessário evidenciar que referido direito tem sua existência justificada no negócio agropecuário que lhe precedeu, que lhe originou e que representa seu fundamento, sua causa necessária, por não existir outra que melhor explique sua existência.

Na Figura 10, acima, por exemplo, somente se vislumbra a configuração de direito creditório do agronegócio no nível 1, onde há a venda de trigo pelo produtor rural ao moinho. A causa desse negócio jurídico é exatamente a aquisição de produto agropecuário (trigo) para moagem. Não há nenhuma outra situação jurídica que melhor explique esse negócio.

Já no nível 2, por exemplo, onde há a presença de direito creditório consubstanciado em contrato de compra e venda de farelo de trigo entre o moinho e o pastifício, já não se vislumbra mais um nexo causal que remonte necessariamente ao negócio agropecuário do nível antecedente. Qual o fundamento da compra e venda retratada no nível 2? Pode-se haver inúmeros porquês para essa questão. Porque o pastifício necessita entregar o farelo de trigo a outro pastifício, com o qual já celebrou contrato de compra e venda; porque o pastifício necessita do farelo de trigo para a produção de bolos objeto de contrato de doação celebrado com uma instituição de caridade; porque o pastifício simplesmente precisa ter essa matéria-prima em seu estoque; porque o pastifício precisa do farelo de trigo para produzir os pães objeto de contrato de compra e venda celebrado com o atacadista de alimento (nível 3); etc. Pois bem, em momento algum se verificou como causa necessária do direito creditório presente no nível 2, da Figura 10, um negócio jurídico agropecuário, razão pela qual não se pode afirmar ser ele apto a servir de lastro a emissões de CRAs simplesmente porque tem um grau distante de parentesco com a venda do trigo retratada no nível 1. Nesse contexto, *desde que seja possível demonstrar a existência da necessária causalidade* entre os direitos creditórios e o negócio jurídico agropecuário que lhes antecedeu, não se vêm razões para impedir que sejam utilizados como lastro à uma emissão de CRA. E entende-se que haverá esse liame sempre que se conseguir comprovar que a relação criadora do direito creditório do agronegócio somente existe em virtude de seu vínculo necessário com o negócio jurídico agropecuário. E esse vínculo necessário não significa que todas as relações pretéritas são equivalentes para a caracterização de um direito creditório como originário do agronegócio, mas tão somente aquela que é a condição desse direito, por não existir outra que melhor lhe justifique, por não haver outra que lhe sirva de fundamento, que seja sua causa necessária.

Tanto é que o art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004 *não* exige que os direitos creditórios surjam *diretamente* de um negócio jurídico agropecuário firmado entre um produtor rural e um terceiro, mas apenas que tenham *sua origem* em tal negócio. Ora, essa origem, portanto, poderia se dar de forma direta ou indireta, desde que, neste último caso, sejam respeitados os limites acima propostos atinentes ao nexo causal.

Essa é a conclusão que se chega através da análise semântica do termo "originário", termo esse que vincula os mencionados direitos creditórios a um negócio agropecuário que, no presente ou em algum momento pretérito, foi celebrado entre um produtor rural e um terceiro. Tratam-se de direitos creditórios do agronegócio por *origem*.

Questão que suscita dúvidas seria a possibilidade de o vocábulo *originário* ser interpretado mais extensivamente, de modo a também considerar como direitos creditórios do agronegócio aqueles não oriundos de um negócio jurídico agropecuário, porém com a posterior destinação dos recursos captados para um negócio desta natureza. Seriam os chamados direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por *destinação*.

Trata-se de situação distinta daquelas representadas nas figuras 13 e 14, acima. Nestas, o direito creditório do agronegócio é descendente de um negócio jurídico agropecuário. Na Figura 13, referido direito corresponde ao crédito que o Produtor Rural detém contra a Indústria em razão de ter-lhe entregado as hortaliças objeto do Contrato.

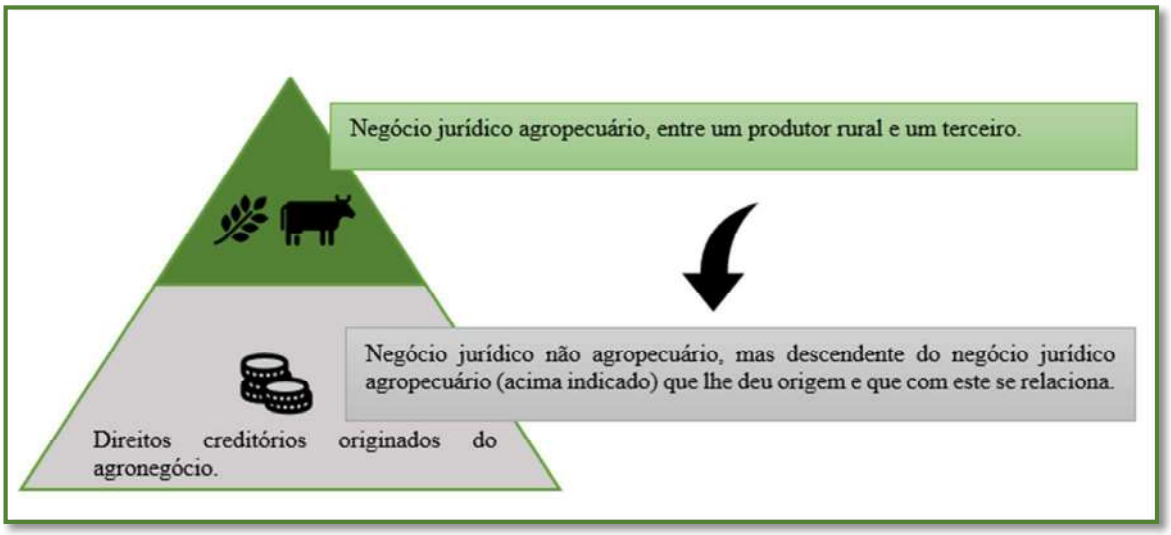
Na Figura 14, o direito creditório do agronegócio é de titularidade da Instituição Financeira (em razão do Mútuo), porém ele não perde a sua natureza agropecuária, haja vista ser descendente do Contrato e ter sua existência justificada neste Contrato, que é um negócio jurídico agropecuário firmado com um Produtor Rural. Neste caso, está-se diante de uma situação onde já houve a celebração de um negócio jurídico agropecuário (Contrato) entre o Produtor Rural e um terceiro (Indústria), num momento pretérito, o qual deu origem ao Mútuo, em momento posterior.

Os direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por *destinação*, a seu turno, seriam aqueles que não nasceram, que não têm sua origem num negócio jurídico agropecuário entre um produtor rural e um terceiro. Contudo, os recursos obtidos através destes direitos creditórios seriam destinados a um futuro negócio jurídico dessa natureza.

Os direitos creditórios *originários* do agronegócio teriam sua existência justificada num negócio jurídico agropecuário já celebrado entre um produtor rural e um terceiro, negócio esse que estaria dando origem ao direito creditório. Por outro lado, os direitos creditórios puramente *destinados* ao agronegócio não guardariam relação de descendência com um negócio jurídico agropecuário, mas futuramente se relacionariam com um negócio dessa espécie.

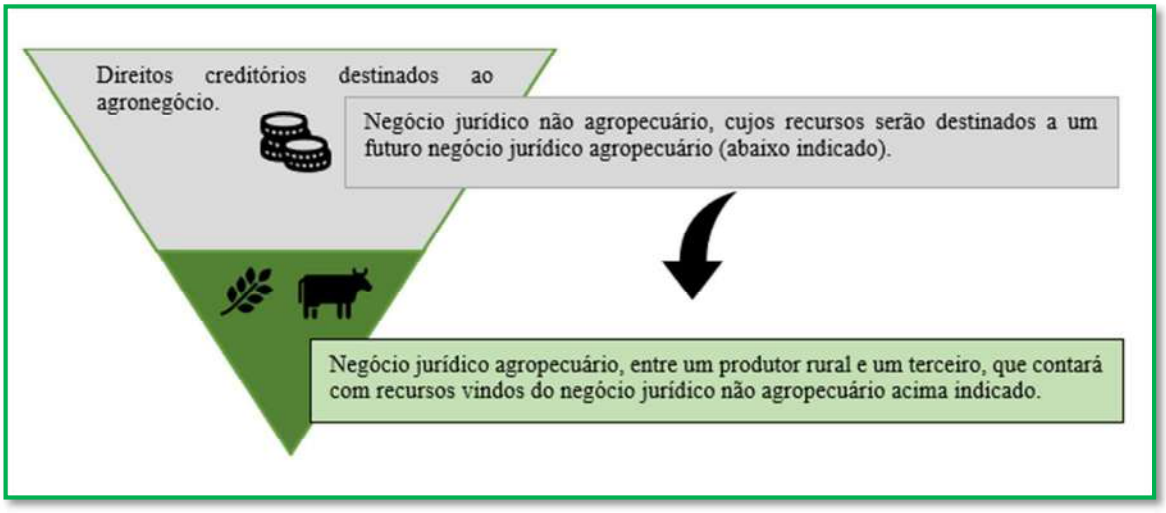
Nas figuras 15 e 16, abaixo é possível visualizar a diferença entre direitos creditórios do agronegócio em sua origem e direitos creditórios do agronegócio puramente por destinação.

Figura 15: Direitos creditórios do agronegócio por origem.



Fonte: autoria própria.

Figura 16: Direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação.

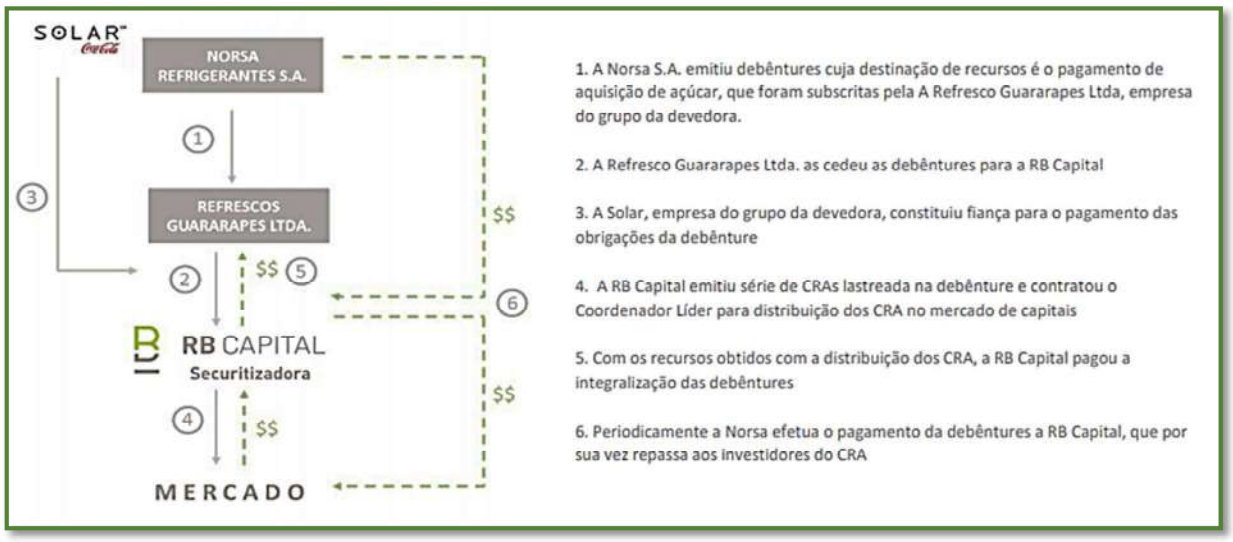


Fonte: autoria própria.

Como exemplo de direito creditório do agronegócio exclusivamente *por destinação*, conforme ilustrado na Figura 16, acima, pode-se citar uma emissão de debêntures[171] por uma sociedade anônima não caracterizada como produtora rural, que se propôs a destinar os recursos recebidos dos debenturistas à uma futura aquisição de produtos agropecuários junto a um produtor rural.

As debêntures não seriam um direito creditório originado do agronegócio, haja vista inexistir um negócio jurídico agropecuário que lhes antecede. Contudo, elas seriam um direito creditório destinado a um futuro negócio jurídico dessa espécie. É o que se verifica no exemplo abaixo:

Figura 17: CRAs com lastro em debêntures de emissão da Norsa Refrigerantes S.A.



Fonte: Relatório de gestão fiduciária referente aos CRAs da 8ª série da 1ª emissão, lastreados em debêntures de emissão da Norsa Refrigerantes S.A.[172].

Verifica-se na Figura 17, acima, que as debêntures emitidas pela Norsa Refrigerantes S.A. foram utilizadas como lastro para uma emissão de CRAs. Tais debêntures, para fins desse caso concreto, foram consideradas como sendo os "direitos creditórios do agronegócio", não em sua origem, mas sim por destinação, haja vista os recursos captados pela emissora das

[171] A debênture é um valor mobiliário nominativo, emitido por sociedades anônimas, que confere ao seu titular (debenturista) um direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições estabelecidas na escritura de emissão (art. 52 da Lei nº 6.404/1976).

[172] RB CAPITAL COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO. Relatório de gestão fiduciária referente aos CRAs da 8ª série da 1ª emissão, lastreados em debêntures de emissão da Norsa Refrigerantes S.A. São Paulo: RB CAPITAL, jul. 2019, p. 1. Disponível em: https://www.rbsec.com/documents/20126/1064872/RBCapitalCIA_CRA_0 08_Solar_07_201 9.pdf/b63a3301-a 7ac-267d-bb23-6f1db3 2fc506. Acesso em: 16 fev. 2020.

debêntures, com a subscrição destas pela Refrescos Guararapes Ltda., serem destinados posteriormente ao agronegócio, para fazer frente a futuras aquisições de açúcar pela Norsa Refrigerantes S.A. junto a produtores rurais.

A questão aqui é se seria possível considerar como direito creditório originário do agronegócio, conforme preceitua o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, esse tipo de direito creditório que não surge de um negócio jurídico agropecuário, que não conta com este negócio em sua origem, mas que se destine, posteriormente, a um negócio jurídico agropecuário a ser celebrado.

Trata-se, na realidade, de uma questão cronológica. Se o negócio agropecuário que deu origem ao direito creditório foi celebrado concomitantemente ou anteriormente à constituição desse direito creditório, ter-se-ia um direito creditório originário do agronegócio. Por outro lado, se o negócio agropecuário foi celebrado posteriormente à constituição do direito creditório, estar-se-ia diante de um suposto direito creditório do agronegócio exclusivamente por destinação.

Verificada a diferença entre direito creditório do agronegócio por origem e exclusivamente por destinação, com base no disposto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se não ser possível considerar como direito creditório originário do agronegócio aquele que não tenha origem, nem mesmo indiretamente, neste segmento, mesmo que a este seja destinado posteriormente.

Isso porque, o legislador foi claro ao mencionar serem recebíveis do agronegócio aqueles que se *originam* de negócios agropecuários celebrados entre um produtor rural e um terceiro, nada mencionando sobre aqueles recebíveis que somente se *destinam* a negócios agropecuários.

Assim, embora acima tenha-se feito referência ao termo *direitos creditórios do agronegócio por destinação* e, inclusive, citado uma emissão de CRAs lastreada em debêntures (Figura 17), entende-se que, quando os direitos creditórios forem puramente destinados ao agronegócio, sem qualquer negócio jurídico agropecuário lhes antecedendo e justificando a sua existência, não se poderá, com base na Lei nº 11.076/2004, considerá-los direitos creditórios originários do agronegócio, estando, portanto, inabilitados para servir de lastro a emissões de CRAs.

Ainda que a CVM interprete essa questão de maneira distinta e permita certas emissões de CRAs que sejam exclusivamente por destinação (como, por exemplo, aquela ilustrada na Figura 17), conforme será abordado mais adiante, entende-se que a autarquia estaria agindo em desacordo com a Lei nº 11.076/2004, pois esta somente permitiria CRAs originários do

agronegócio. Destarte, julga-se imprópria a admissão, pela CVM, de CRAs exclusivamente por destinação, haja vista isto representar uma posição contrária aos limites da referida lei.

De toda forma, cumpre esclarecer que, embora tenha a CVM, ao admitir direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação, extrapolado o limite da Lei nº 11.076/2004 e olvidado do requisito de originação nela presente, a autarquia, na realidade, não estaria deixando de considerar que o investimento no setor agropecuário poderia ser também concretizado por meio de operações de securitização que possibilitem uma posterior remessa de recursos ao setor, o que revela o caráter nobre da interpretação conferida pela CVM ao dispositivo legal em comento.

Realmente, não faz muito sentido vedar, para fins de lastro a emissões de CRAs, direitos creditórios que tenham por fim último viabilizar a remessa de capitais ao agronegócio, isto é, CRAs exclusivamente por destinação. Entende-se que o propósito de financiamento agropecuário seria atingido tanto quando se utilizem operações de securitização que contem com um negócio jurídico agropecuário já existente, quanto quando se utilizem aquelas que sejam destinadas a um futuro negócio jurídico agropecuário. Contudo, isso não é o que está previsto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, de modo que se entende que, enquanto sua redação for mantida pelo Legislador, não seria lícito admitir direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação, como o fez a CVM, e como será melhor explorado no item 3.3.1 desta dissertação.

De todo modo, fato inconteste é que a Lei nº 11.076/2004 exige que os direitos creditórios sejam originários de *negócios*, a estes equiparando os *financiamentos* e os *empréstimos*. Passa-se, assim, a estudar o significado desses três termos.

3.1.3 Negócios, financiamentos e empréstimos

A Lei nº 11.076/2004 refere-se a *negócios* realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros. O Dicionário Houaiss assim define *negócio*: "(1) trato mercantil, comércio (2) loja, empresa, casa comercial; (3) atividade, ocupação; (4) assunto, interesse (empresarial, financeiro, de caráter pessoal etc.); (5) acordo, transação, relação, trato (comercial, profissional, de amizade etc.); (6) empreendimento (ger. vantajoso)" (HOUAISS, 2009, p. 1348).

Convém citar, outrossim, definição contida em Dicionário Técnico Jurídico: "Negócio – atividade, ocupação ou trabalho; conjunto de operações de natureza mercantil ou financeira. Ajuste de natureza econômica" (GUIMARÃES, 2004, p. 407). Dentro do conceito genérico de

negócio, estaria o próprio *negócio jurídico* (Ibidem), que é o que interessa a esta dissertação, por ser aquele que se entende estar a Lei nº 11.076/2004 se referindo.

Negócio jurídico é um instituto regulado pelo Código Civil, em sua Parte Geral, no Livro III – Dos Fatos Jurídicos. O *codex*, contudo, não lhe traz um conceito, ficando esse trabalho a cargo da literatura jurídica. De toda forma, pela própria topografia que ocupa no Código Civil, verifica-se que o negócio jurídico é espécie de *fato jurídico*.

Fato jurídico lato sensu é todo acontecimento natural ou humano capaz de criar, modificar ou extinguir relações jurídicas. O fato jurídico *lato sensu*, portanto, pode ser natural ou humano. O primeiro, chamado de fato jurídico *stricto sensu*, deriva de um fenômeno natural que produz efeito jurídico, porém sem interferência humana, como, por exemplo, a aluvião, a avulsão etc. Já o segundo é o acontecimento que deriva de um ato humano, dividindo-se em:

(i) *atos ilícitos,* isto é, os atos cometidos por alguém que, por ação ou omissão, negligência ou imprudência, violou direito e causou danos a outrem (art. 186 do Código Civil);

(ii) *abuso do direito*, isto é, o ato ilícito cometido por alguém que, ao exercer seu direito, acabou excedendo os limites impostos pelo seu fim econômico ou social, pelos bons costumes ou pela boa-fé (art. 187 do Código Civil)[173]; e

(iii) *atos jurídicos lato sensu*, que se desdobram em[174]:

(a) *ato jurídico stricto sensu*, que é o comportamento humano de caráter *não negocial* capaz de gerar efeitos jurídicos previstos em lei[175]; e

(b) *negócio jurídico*, considerado como o ato jurídico *negocial* que produz as consequências jurídicas queridas pelos agentes, dentro dos limites da lei. O negócio jurídico, esclarece Miguel Reale, "é espécie de ato jurídico que, além de se originar de um ato de vontade,

---

[173] Os atos ilícitos, incluindo o abuso do direito, geram o dever de indenizar (art. 927 do Código Civil), dever esse imposto pela lei àquele que tenha causado o dano, ou seja, trata-se de efeito jurídico que independe da vontade do agente.

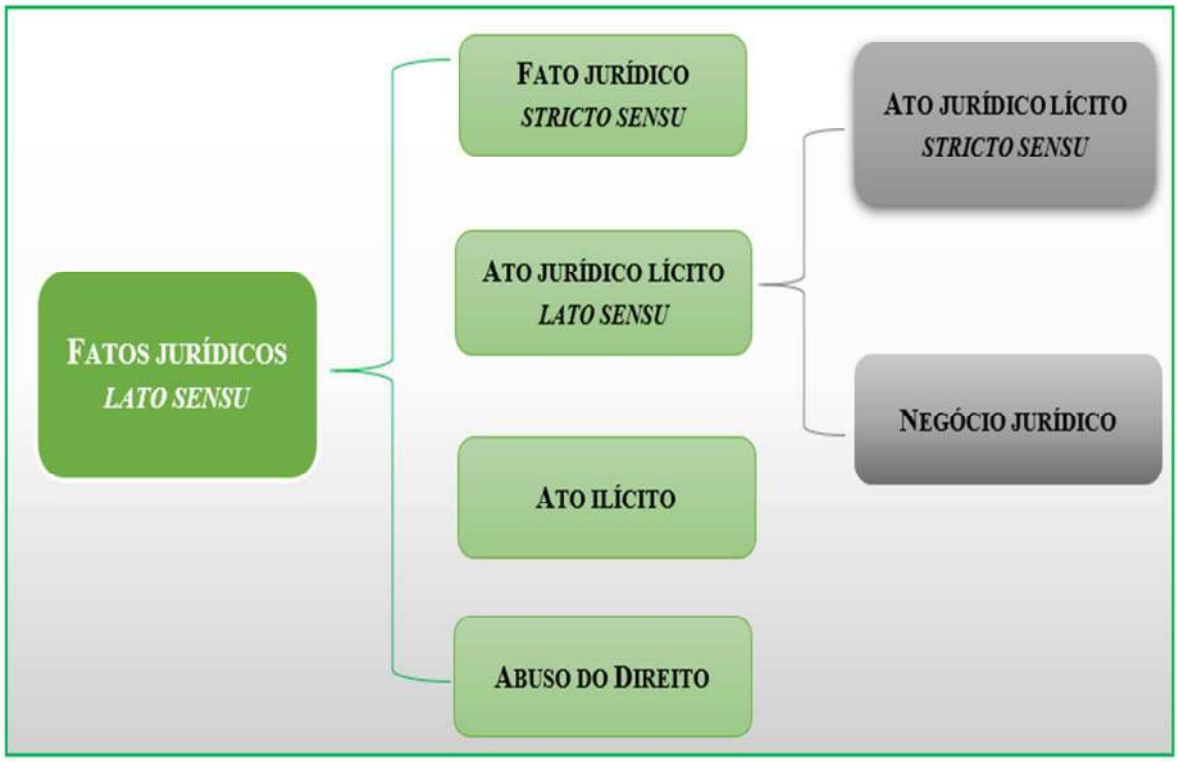
[174] Maria Helena Diniz também é partidária dessa mesma divisão dos atos jurídicos *lato sensu* em ato jurídico *stricto sensu* e negócio jurídico. (DINIZ, 2007, p. 42-43).

[175] São aqueles atos previstos no art. 185 do Código Civil: "aos atos jurídicos lícitos, que não sejam negócios jurídicos, aplicam-se, no que couber, as disposições do Título anterior". A manifestação de vontade existente no ato jurídico *stricto sensu* apenas serve para impulsionar os efeitos jurídicos que já são impostos pela lei, ou seja, esses efeitos não podem ser alterados pela declaração de vontade. Têm-se, como exemplos desses atos, a fixação de domicílio, o reconhecimento da paternidade, a quitação, o perdão, o protesto cambial quando necessário ao exercício do direito de ação, dentre outros. A diferença entre negócio jurídico e ato jurídico *stricto sensu* estaria, basicamente, no fato de que o primeiro seria uma ação livre, ao passo em que o segundo seria uma ação necessária, já que, neste último caso, o agente não pode moldar os efeitos jurídicos, que necessariamente lhe serão aplicáveis pela lei. Por outro lado, o agente, respeitados os limites da lei, tem a liberdade de fazer ou não a doação de um bem, de estipular condições ou encargos para a doação, de escolher o que e a quem doar, de emitir ou não um testamento, de inserir nas disposições testamentárias a forma como serão repartidos os seus bens, o que demonstra serem a doação e o testamento, por exemplo, atos de ação livre, atos negociais, negócios jurídicos (VILLELA, 1982, p. 265).

implica a declaração expressa da vontade, instauradora de uma relação entre dois ou mais sujeitos tendo em vista um objeto protegido pelo ordenamento jurídico" (2004, p. 208-209).

Sintetizando o acima exposto, e para melhor visualização das ramificações dos fatos jurídicos *lato sensu*, apresenta-se a seguinte esquematização:

Figura 18: Fatos jurídicos *lato sensu.*



Fonte: autoria própria.

Do exposto acima, reconhecem-se como fatos jurídicos *lato sensu* ligados à conduta humana: (i) os negócios jurídicos; (ii) os atos jurídicos lícitos *stricto sensu*; (iii) os atos ilícitos; e (iv) o abuso do direito. Conforme se observa na figura supra, o negócio jurídico seria espécie de ato jurídico lícito *lato sensu*, que, por sua vez, seria um fato jurídico *lato sensu*[176].

Os negócios jurídicos "põem em vigor uma regulação jurídica vinculante para os seus autores, [...] dentro dos limites jurídicos da autonomia privada" (VASCONCELOS, 2012, p. 247). Dessa forma, o negócio jurídico seria um ato de vontade, sendo os seus efeitos jurídicos correspondentes àquilo que foi querido pelas partes, dentro dos limites legais. Funda-se na autonomia privada, isto é, no "poder que os particulares têm de regular, pelo exercício de sua

[176] Essa mesma divisão é encontrada no Código Civil de 2002, em seu Livro III, da Parte Geral.

própria vontade, as relações de que participam, estabelecendo-lhes o conteúdo e a respectiva disciplina jurídica" (AMARAL, 2006, p. 345).

Nesse sentido, o negócio jurídico fundado na autonomia privada revela uma declaração de vontade que, para que possa surtir os efeitos jurídicos queridos pelas partes, deve basicamente: (i) obedecer aos requisitos de validade impostos pelo ordenamento jurídico, quais sejam, agente capaz, objeto lícito, possível, determinado ou determinável, forma prescrita ou não defesa em lei (art. 104 do Código Civil); e (ii) ser livre de vícios, isto é, não contaminado pelo erro ou ignorância, dolo, coação, estado de perigo, lesão, fraude contra credores e simulação (arts. 138 a 165 do Código Civil).

Não se pretende aqui realizar um amplo estudo do instituto do negócio jurídico e nem apontar os seus tipos e as suas classificações[177]. Apenas tem-se o propósito de abordar alguns elementos necessários à compreensão de que os negócios aos quais se refere o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 seriam, na realidade, os *negócios jurídicos*.

Nesse contexto, voltando-se às definições semânticas colhidas do dicionário Houaiss, pode-se afirmar que, ainda que os negócios mencionados pela Lei nº 11.076/2004 sejam considerados, na acepção da palavra, como "trato", "atividade" ou "acordo", não há dúvidas de que seriam negócios jurídicos.

Ora, trato, atividade ou acordo, entre um produtor rural, ou sua cooperativa, e um terceiro, ligados à produção, comercialização, beneficiamento ou à industrialização de insumos ou produtos agropecuários ou de máquinas e implementos empregados na atividade agropecuária, constituem, nitidamente, um negócio jurídico, haja vista serem:

(i) um fato jurídico *lato sensu*, ou seja, um acontecimento humano apto a criar, modificar ou extinguir relações jurídicas. Se assim não fossem, se não gerassem efeitos jurídicos, tais atos não seriam capazes de dar ensejo a direitos creditórios. Da mesma forma, se fossem um acontecimento natural, não dependeriam da interferência do produtor rural, ou sua cooperativa, e de um terceiro;

---

[177] De toda forma, convém destacar a mais usual classificação dos negócios jurídicos, qual seja, àquela que se prende ao seu polo. Nesse contexto, os negócios jurídicos podem ser: (i) *bilaterais,* ou seja, aqueles que resultam da manifestação de duas partes, apta a constituir, modificar ou encerrar uma relação jurídica patrimonial entre elas, a exemplo dos *contratos* em geral (contrato de compra e venda, empréstimo, prestação de serviços etc.); (ii) *plurilaterais*, correspondendo aos negócios jurídicos dos quais participam manifestações de vontade em sentido paralelo, em mais de dois polos, como, por exemplo, os contratos sociais envolvendo mais de dois sócios; e (iii) *unilaterais,* isto é, aqueles que comportam apenas uma declaração de vontade, apenas um centro de interesse, tais como o testamento, a fiança, a renúncia ou aceitação da herança, a confissão de dívida e a remissão de dívida. A qualidade de "unilateral" não depende necessariamente do número de indivíduos que participam do negócio jurídico, mas sim do número de centros de interesses contrapostos, do número de partes, sendo que "o conceito exato de parte pode-se dizer direcional, e traduz o sentido da declaração de vontade" (PEREIRA, 2011, p. 427).

(ii) um ato jurídico lícito *lato sensu* enquadrado na categoria de negócio jurídico – e não na de ato jurídico *stricto sensu*, que é o comportamento humano de caráter não negocial capaz de gerar efeitos jurídicos previstos em lei. Isso porque, a própria Lei nº 11.076/2004 faz menção ao termo *negócio*. Se este não fosse um negócio jurídico, isto é, se não fosse um ato jurídico negocial, mas um puro ato jurídico lícito *stricto sensu*, o legislador não teria empregado o termo *negócio*, que é próprio de um ato negocial.

Ademais, a Lei nº 11.076/2004 conduz à ilação de que estaria se referindo a negócios jurídicos quando enquadra, no leque de "negócios", os financiamentos e empréstimos, que são negócios jurídicos.

O *empréstimo* é um negócio jurídico em que uma das partes recebe certo bem de forma temporária, devendo restituí-lo à outra parte no prazo acordado. De acordo com o Código Civil[178], o empréstimo é gênero do qual fazem parte duas espécies de contratos, quais sejam, de comodato e de mútuo, ambos contratos típicos.

O *contrato de comodato* corresponde ao empréstimo gratuito de coisas não fungíveis, perfazendo-se com a tradição do objeto (art. 579 do Código Civil). O *contrato de mútuo,* a seu turno, é o empréstimo de coisas fungíveis, por meio do qual o mutuário fica obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa de igual gênero, qualidade e quantidade (art. 586 do Código Civil), podendo ser gratuito ou oneroso. Quando destinado a fins econômicos, de acordo com o art. 591, presumem-se devidos juros, sendo essa modalidade também conhecida como mútuo feneratício, a qual consiste num contrato oneroso que se aperfeiçoa com a tradição (entrega do dinheiro ao mutuário).

Quando o mútuo é convencionado a prazo, seja ele exigível em uma única futura parcela, seja em prestações periódicas a serem pagas pelo mutuário, dá-se o nome de financiamento.

Os contratos de empréstimo e de financiamento, portanto, assim como qualquer contrato em geral, são negócios jurídicos. Importante ressaltar que o termo *financiamento* pode, ainda, estar ligado a outros institutos não configurados como contratos, a exemplo de títulos de crédito. Empréstimos e financiamentos seriam, em síntese, instrumentos de concessão de crédito, sejam esses instrumentos de natureza contratual, sejam de natureza cambiária.

Fábio Ulhoa Coelho cita, por exemplo, os seguintes títulos de crédito, referindo-os como títulos de investimento: (i) Cédula de Crédito Rural, Nota de Crédito Rural e CRA (ligados ao financiamento de atividades agropecuárias); (ii) Cédula de Crédito Industrial e Nota de Crédito Industrial (ligadas ao financiamento da indústria); (iii) Cédula de Crédito Comercial e Nota de

[178] Capítulo VI, do Título VI, do Livro I, da Parte Especial do Código Civil.

Crédito Comercial (relacionadas ao financiamento de atividade comercial); (iv) Cédula de Crédito à Exportação e Nota de Crédito à Exportação (ligadas ao financiamento da produção de bens para a exportação); e (v) Cédula de Crédito Imobiliário e Certificado de Recebíveis Imobiliários (ligados ao financiamento de atividades imobiliárias) (COELHO, 2011, p. 340). A este rol seria possível acrescentar todos os títulos de crédito existentes no ordenamento jurídico pátrio, pois, como o nome indica, são instrumentos que implicam na concessão de crédito.

Os títulos de crédito em geral, uma vez emitidos, passam também a ser caracterizados como negócios jurídicos. Dessa forma, quando a Lei nº 11.076/2004 refere-se a *negócios*, estaria permitindo a inclusão, nessa categoria, da emissão de títulos de créditos.

Sabe-se que o título de crédito somente produz efeitos quando preenche os requisitos da lei (art. 887 do Código Civil). Como requisito elementar e indispensável à sua validade, tem-se o ato de sua emissão ou saque, que exige a assinatura do emitente no título (art. 889 do Código Civil) ou do seu mandatário com poderes especiais[179].

A assinatura do emitente (ou do seu mandatário com poderes especiais) – que, a depender do título, pode se dar de maneira eletrônica (escritural) ou de próprio punho (autógrafa) – é um ato de vontade, ou seja, um produto da vontade humana voltado à produção de efeitos jurídicos.

A declaração expressa da vontade do emitente, quando respeitados os requisitos legais, tem o potencial de instaurar uma relação jurídica que o vinculará perante o terceiro titular do título. Por exemplo, ao emitir um CRA, a companhia securitizadora fica obrigada a cumprir com a obrigação constante do título em favor do seu credor, pois assim se comprometeu através de sua declaração de vontade.

Dessa forma, o título de crédito, para que possa dar ensejo à obrigação cambial, para que valha como um negócio jurídico, deve, antes de mais nada, estar preenchido e assinado pelo seu emitente.

Valendo-se dos ensinamentos de Antônio Junqueira de Azevedo, entende-se que os títulos de crédito serão considerados negócios jurídicos quando respeitarem três planos de projeção, quais sejam, o plano da existência, validade e eficácia:

> Se tivermos em mente que o negócio jurídico deve ser examinado em três planos sucessivos de projeção (existência, validade e eficácia), [...] que elemento é tudo aquilo de que algo mais complexo se compõe [...], que, por outro lado, requisitos (de *requirere*, requerer, exigir) são condições, exigências, que devem satisfazer para

[179] Não apenas os títulos de crédito atípicos, que se sujeitam ao art. 889 do Código Civil, dependem da assinatura do emitente para a sua emissão, mas todos os títulos de crédito em geral, podendo essa assinatura ser autógrafa ou escritural, a depender da espécie do título.

> preencher certos fins, e, finalmente, que fatores é tudo que concorre para determinado resultado, sem propriamente dele fazer parte, temos que o negócio jurídico, no plano da existência, precisa de elementos para existir; no plano da validade, de requisitos para ser válido; e, no plano da eficácia, de fatores de eficácia para ser eficaz (AZEVEDO, 2002, p. 26).

Assim, o título de crédito, no plano da: (i) *existência*, deve possuir ao menos um agente (emitente), um objeto (consistente nos direitos que o título confere), uma forma (documento cartular ou escritural, conforme o caso, que esteja datado, preenchido e assinado pelo emitente), e uma declaração de vontade (declaração cambiária do emitente), tudo isso necessário à criação do título; (ii) *validade,* deve possuir requisitos para ser válido, quais sejam: capacidade do emitente, objeto lícito, possível, determinado ou determinável, forma prescrita ou não defesa em lei[180], manifestação de vontade não viciada; (iii) *eficácia,* deve possibilitar a produção dos efeitos jurídicos a ele vinculados, o que ocorre quando há a regular criação/emissão do título[181].

De todo o exposto, é possível concluir que os *negócios* de que trata a Lei nº 11.076/2004 seriam os *negócios jurídicos*, incluindo, mas não se limitando, à emissão de títulos de crédito[182], celebração de contratos em geral – tais como contratos de mútuo, de compra e venda, etc. – dentre outros.

Referidos negócios, contudo, *devem estar relacionados* com a produção, comercialização, beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, e devem, ainda, conter em seu polo um produtor rural ou uma cooperativa de produtores rurais.

Assim, como exemplo de negócios jurídicos compreendidos no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, pode-se citar: (i) contrato de compra e venda de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária; (ii) contrato de financiamento para a produção, comercialização, beneficiamento ou a industrialização de

---

[180] Em se tratando de títulos de crédito, o requisito de validade dos negócios jurídicos consistente na forma prescrita ou não defesa em lei (art. 104 do Código Civil) é facilmente constatado na leitura dos arts. 887 e 889 do Código Civil, que tratam dos requisitos legais que devem os títulos de crédito observar: "Art. 887. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os *requisitos da lei"* [grifo nosso], que no caso dos títulos nominados ou típicos encontram-se previstos nas leis especiais e, para os títulos atípicos, são os arrolados no art. 889 do Código Civil: "Art. 889. Deve o título de crédito conter a data da emissão, a indicação precisa dos direitos que confere, e a assinatura do emitente". A ausência do atributo do formalismo no momento da emissão do título pela falta de requisito legal não é capaz de contaminar a validade do negócio subjacente, a teor do art. 888 do Código Civil.

[181] Nesse mesmo sentido, vide BORGES, 1971, p. 22.

[182] Na própria exposição de motivos do Projeto de Lei de Conversão da Medida Provisória nº 221/2004, que foi convertida na Lei nº 11.076/2004, consta que o CRA pode estar lastreado em contratos, bem como em títulos de crédito, tais como Cédulas de Crédito Rural, Duplicatas Rurais, Notas Promissórias Rurais, Certificados de Depósitos Agropecuários (CDA) e Warrant Agropecuário (WA) (BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei de Conversão da Medida Provisória nº 221, de 2004. 2004. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=257714. Acesso em: 27 jan. 2020).

produtos ou insumos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária; (iii) Cédulas de Crédito Rural, Duplicatas Rurais, Notas Promissórias Rurais, Certificados de Depósitos Agropecuários (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), Cédula de Produto Rural (CPR), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), que são títulos ligados ao financiamento do agronegócio; (iv) dentre outros negócios jurídicos que cumpram com os requisitos previstos no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004.

A referida Lei nº 11.076/2004, contudo, deixa claro que tais *negócios jurídicos* devem envolver um *produtor rural* ou sua *cooperativa*. Passa-se, assim, a analisar o significado desses termos.

3.1.4 Produtor rural e cooperativa de produtores rurais

A Lei nº 11.076/2004 não define o que se entende por *produtor rural* ou *cooperativa de produtores rurais*. De toda forma, é possível recorrer a outras normas do ordenamento jurídico pátrio para a compreensão desses termos, a exemplo da Lei nº 5.764/1971, da Instrução Normativa SRP da Receita Federal do Brasil nº 971/2009 (doravante IN 971), e do Projeto de Lei do Senado nº 325/2006[183].

As *cooperativas de produtores rurais*, por revestirem-se da natureza de sociedade cooperativa, sujeitam-se ao regime da Lei nº 5.764/1971, que define a Política Nacional de Cooperativismo e institui o regime jurídico desse tipo societário. De acordo com o referido diploma, as *cooperativas* são sociedades de pessoas, de natureza civil[184], formadas por pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum (arts. 3º e 4º, da Lei nº 5.764/1971).

No que se referem às cooperativas constituídas por produtores rurais, há a previsão de que nelas podem também ingressar as pessoas jurídicas que pratiquem as mesmas atividades econômicas das pessoas físicas associadas (art. 29, § 2°, da Lei nº 5.764/1971). Além disso, é permitido que tais cooperativas se dediquem a vendas em comum, podendo até mesmo desenvolver as atividades de armazéns do agronegócio, emitindo Certificado de Depósito

[183] Em que pese ter esta dissertação recorrido aos normativos citados, convém destacar que o termo "produtor rural" é mencionado também em algumas outras normas pátrias, a exemplo da Lei nº 5.889/1973, que estabelece normas reguladoras do trabalho rural, da Lei nº 8.171/1991, que regula a política agrícola, dentre outras.
[184] Com a entrada em vigor do Código Civil de 2002, as cooperativas passaram a receber a natureza jurídica de sociedades simples (e não mais de "sociedade civil"), nos termos do art. 1.096 do referido diploma normativo.

Agropecuário (CDA) e Warrant Agropecuário (WA) para os produtos de seus associados que estejam conservados em seus armazéns, sejam estes próprios ou arrendados (art. 82, da Lei nº 5.764/1971).

A IN 971[185], por sua vez, divide as cooperativas formadas por produtores rurais em duas categorias, a saber, *cooperativa de produção rural* e *cooperativa de produtores rurais:*

> Art. 165. Considera-se: [...]
>
> XX - cooperativa de produção rural, a sociedade de produtores rurais pessoas físicas, ou de produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas que, organizada na forma da lei, constitui-se em pessoa jurídica com o objetivo de produzir e industrializar, ou de produzir e comercializar, ou de produzir, industrializar e comercializar a sua produção rural;
> XXI - cooperativa de produtores rurais, a sociedade organizada por produtores rurais pessoas físicas ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, com o objetivo de comercializar, ou de industrializar, ou de industrializar e comercializar a produção rural dos cooperados (art. 165, XX e XXI da IN 971).

Conforme o Normativo da Receita Federal em comento, a diferença entre *cooperativa de produção rural* e *cooperativa de produtores rurais* estaria, basicamente, no fato de que a primeira se volta necessariamente à produção rural, podendo combiná-la com a industrialização e a comercialização, ao passo em que a segunda não tem por escopo a produção rural em si, mas apenas a comercialização e/ou industrialização da produção rural de seus cooperados.

Fazendo cotejo com a Lei nº 11.076/2004, entende-se que esta, por se referir genericamente a "produtores rurais, *ou suas cooperativas*", sem fazer qualquer ressalva ao tipo cooperativo em questão, estaria se referindo tanto à cooperativa de produtores rurais quanto à cooperativa de produção rural, haja vista ambas serem cooperativas formadas por produtores rurais. Dessa forma, sempre que esta dissertação se referir indistintamente a "cooperativas de produtores rurais", estar-se-á considerando que referida expressão abarca ambos os tipos cooperativos aqui mencionados, pois essa seria a interpretação mais coerente a ser dada à referida lei.

Assim, resta nítido que as cooperativas mencionadas na Lei nº 11.076/2004 seriam as sociedades formadas por produtores rurais pessoas físicas, ou produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, que reciprocamente se obrigaram a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum, consistente

[185] Dispõe sobre normas gerais de tributação previdenciária e de arrecadação das contribuições sociais destinadas à Previdência Social e outras entidades ou fundos, administradas pela Secretaria da Receita Federal do Brasil.

na produção, beneficiamento, industrialização, armazenamento e/ou comercialização da produção rural própria e/ou da de seus cooperados.

Mas, o que seriam produtores rurais? Para se formular a resposta, faz-se necessário recorrer novamente à IN 971, assim como ao Projeto de Lei do Senado nº 325/2006[186].

Nesse contexto, nos termos da IN 971:

> Art. 165. Considera-se:
> I - produtor rural, a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos [...] (art. 165, I, da IN 971).

Referida norma esclarece que o *produtor rural pessoa jurídica* corresponderia:

(i) ao empregador rural constituído sob a forma de empresário individual ou de sociedade empresária, que tenha por fim apenas a atividade de produção rural[187], estando também incluídos nessa atividade o beneficiamento[188], a industrialização rudimentar[189] e as atividades de industrialização dessa produção rural, executadas pelo produtor rural sem departamentalização ou divisões setoriais que dividam a atividade rural da industrial[190];

(ii) à agroindústria que se dedique às atividades de produção rural e de industrialização de seus próprios produtos de origem animal ou vegetal (que estejam em estado natural ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar, assim como os subprodutos e os resíduos obtidos por esses processos)[191];

(iii) à agroindústria que se dedique às atividades de produção rural e de industrialização de produtos próprios e daqueles adquiridos de terceiros, que sejam de origem animal ou vegetal, em estado natural ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar (assim como os subprodutos e os resíduos obtidos por esses processos)[192]; ou

---

[186] Cumpre esclarecer que o Projeto de Lei em questão é uma norma de *lege ferenda*, que não tem força normativa, até mesmo por ter sido arquivado em 10 de janeiro de 2011, em razão do final da legislatura. Dessa forma, referida proposição está sendo citada na presente dissertação apenas em caráter assessório, da mesma forma como se recorre à doutrina para o estudo de determinado assunto.
[187] Art. 165, I, b, 1, da IN 971.
[188] Art. 165, III, c/c art. 165, § 1º, I, da IN 971.
[189] Art. 165, IV c/c art. 165, § 1º, I, da IN 971.
[190] Art. 165, § 1º, II, da IN 971.
[191] Art. 165, I, b, 2 c/c art. 165, II, da IN 971. Nesse mesmo sentido, a Lei nº 8.212/1991, que dispõe sobre a organização da Seguridade Social, inclui na categoria de produtor rural a agroindústria, definindo-a como a pessoa jurídica cuja atividade econômica seja a industrialização de produção própria ou de produção própria e da adquirida de terceiros, ainda que comercialize resíduos vegetais, partes ou sobras da produção, desde que a receita bruta proveniente dessa comercialização represente menos de um por cento de sua receita bruta decorrente da comercialização da produção (art. 22-A da Lei nº 8.212/1991).
[192] Art. 165, I, b, 2 c/c art. 165, II, da IN 971.

(iv) à agroindústria que mantenha abatedouro de animais da produção própria ou da produção própria e da adquirida de terceiros[193].

Nesse sentido, nos termos da IN 971, para ser caracterizada como produtora rural, a pessoa física ou a pessoa jurídica deve necessariamente praticar atividades de produção rural, podendo combiná-las com: (i) a industrialização de seus próprios produtos agropecuários que se encontrem *in natura* ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar; (ii) a industrialização dos referidos produtos próprios e daqueles adquiridos de terceiros, desde que também se encontrem no estado *in natura* ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar; e (iii) atividade de abatedouro de animais da produção própria ou da produção própria e da adquirida de terceiros.

Em suma, de acordo com a IN 971, se a pessoa física ou jurídica praticar apenas a atividade de industrialização de produtos agropecuários, sem se dedicar à produção rural, *não* será enquadrada como produtora rural. Ademais, a IN 971 dá a entender que, ainda que a pessoa jurídica pratique atividade de produção rural, se efetuar a industrialização apenas de produtos agropecuários adquiridos de terceiros, sem qualquer industrialização de produtos *próprios*, não seria considerada uma agroindústria produtora rural. Da mesma forma, referido normativo também permite concluir que, ainda que a pessoa jurídica pratique atividade de produção rural, se praticar a atividade de abatedouro apenas de animais da produção de terceiros, não seria considerada uma agroindústria produtora rural.

Isso porque, a IN 971 utiliza o complemento "e", ao dispor que será produtora rural "a agroindústria que desenvolve as atividades de produção rural e de industrialização da produção rural própria ou da produção rural própria e da adquirida de terceiros" (art. 165, I, b, 2, da IN 971), e ao dispor que será produtora rural a "pessoa jurídica que mantenha abatedouro de animais da produção própria ou da produção própria e da adquirida de terceiros" (art. 165, § 2º, da IN 971).

A IN 971, em razão de seu escopo, obviamente somente tem aplicabilidade em matéria tributária e previdenciária, não possuindo qualquer função de regulamentação da Lei nº 11.076/2004. Assim, ao se importar as noções contidas no art. 165 da IN 971 para o campo da securitização de recebíveis do agronegócio, verifica-se que o complemento "e", acima tratado, não seria adequado para a interpretação da referida lei, pois mais lógico seria considerar como produtor rural todas as pessoas físicas e jurídicas que *exerçam preponderantemente atividades agropecuárias*, não importando se também exerçam a industrialização da produção rural (seja

[193] Art. 165, § 2º, da IN 971.

da produção rural própria, seja da adquirida de terceiros), e nem se exerçam a atividade de abatedouro (seja de animais da produção própria, seja da adquirida de terceiros).

Entende-se que o mais razoável seria avaliar se a principal atividade econômica da agroindústria é aquela de natureza agropecuária. Sendo dessa natureza, independentemente se pratica a industrialização de produtos próprios ou o abatedouro da produção própria, e/ou se pratica a industrialização de produtos de terceiros ou o abatedouro da produção de terceiros, a pessoa jurídica não perderia a sua natureza de produtora rural.

O conceito de produtor rural é também abordado no Projeto de Lei do Senado nº 325/2006, de autoria do Senador Antônio Carlos Valadares, que se propunha a instituir um "Estatuto do Produtor Rural". Embora referida proposição tenha sido arquivada em 10 de janeiro de 2011, em razão do final da legislatura[194], ela não perde sua importância no que se refere à definição de "produtor rural", podendo ainda servir de base para o estudo da matéria.

O Projeto de Lei acima mencionado traçou uma conceituação para "produtor rural" capaz de abarcar um grande leque de agentes do agronegócio – sejam eles pequenos, médios ou grandes, familiares ou industriais, com ou sem finalidade econômica. Referida proposição também enfatizou que o agronegócio deve ser considerado como inserido num grande sistema, conforme já sustentava os professores Davis e Goldman[195], que, como visto no primeiro capítulo dessa dissertação, consideram o agronegócio como um sistema macro, composto por diferentes agentes que atuam "antes, dentro ou depois da porteira".

Sobre o conceito de produtor rural, referida proposição normativa assim dispõe:

> Art. 2º Para os fins desta Lei, define-se: I – produtor rural: pessoa física ou jurídica que explora a terra, com fins econômicos ou de subsistência, por meio da agricultura, da pecuária, da silvicultura, do extrativismo sustentável, da aquicultura, além de atividades não agrícolas que contribuam para o desenvolvimento da agricultura e para o progresso do meio rural, respeitada a função social da terra [...][196].

---

[194] Nos termos do art. 332 do Regimento Interno do Senado Federal.

[195] O referido Projeto de Lei enfatiza ter levado em consideração o conceito de agronegócio tal como proposto pelos professores Davis e Goldman: "fiz questão de incluir no projeto o conceito de agronegócio cientificamente aceito em todo o mundo, cunhado pelos professores Davis e Goldman, da Universidade de Harvard, em 1957. O conceito preceitua que o agronegócio engloba todas as atividades de 'antes da porteira', que é a produção de insumos, máquinas e equipamentos, de 'dentro da porteira', que é a produção agropecuária propriamente dita, e de 'depois da porteira', que é a agroindústria e os setores de distribuição, além dos serviços de apoio. Disse que fiz questão de colocar o conceito correto de agronegócio com o objetivo de destruir a falsa impressão, que se difundiu pelo Brasil, que o agronegócio se opõe à agricultura familiar. Na verdade, a agricultura familiar, assim como a grande agricultura empresarial, está inserida no agronegócio. Faz parte dele, e não é o seu oposto, como se prega por aí" (BRASIL. Senado Federal. *Projeto de Lei do Senado nº 325/2006*. Brasília, DF, 11 dez. 2006, p. 9. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleggetter/documento?dm=4516340&ts=1567528977993&disposition=inline. Acesso em: 28 nov. 2019).

[196] Ibid., p. 1.

O próprio Projeto de Lei em comento explica que:

> adota um conceito bastante amplo para produtor rural. Engloba pessoas físicas e jurídicas que exerçam as atividades de agricultura, pecuária, silvicultura, extrativismo ou aquicultura, bem como atividades rurais não agrícolas que se integram ou venham a complementar a renda dos agricultores, com finalidade econômica ou de subsistência. Isso porque o Estatuto está endereçado a todos os produtores rurais, sejam eles pequenos, médios ou grandes, patronais ou familiares[197].

O trecho supra remete à ideia de que o agronegócio não se limita à fase da produção rural *stricto sensu* conduzida por pequenos produtores rurais. Nesse sentido, todas as atividades agropecuárias, independentemente de como e por quem são conduzidas, deveriam estar compreendidas no sistema do agronegócio, sob pena de se dar maior importância a determinados sujeitos e atividades em detrimento de outros que, tanto quanto aqueles, são essenciais ao desenvolvimento do agronegócio nacional.

Nesse contexto, o Projeto de Lei reconheceu expressamente que seriam produtores rurais até mesmo aqueles que praticam atividades não agrícolas, desde que elas contribuam para o desenvolvimento da agricultura e para o progresso do meio rural.

Realmente, não se pode negar que há atividades que, embora não sejam agropecuárias, são indispensáveis ao desenvolvimento da agropecuária e do progresso do meio rural. Contudo, entende-se que esse simples fato não seria suficiente para equiparar aos produtores rurais aqueles que as desenvolvem.

Não se nega importância àqueles agentes que praticam atividades indispensáveis à agropecuária, como, por exemplo, os distribuidores de insumos que comercializam e distribuem insumos veterinários e agrícolas (tais como defensivos e fertilizantes) aos produtores rurais em sentido estrito, para que estes possam desenvolver a atividade agropecuária.

Referidos distribuidores de insumos, de acordo com a IN 971, *não* são produtores rurais, pois não desenvolvem atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, e nem a extração de produtos primários de origem vegetal ou animal, como exige o art. 165, I, do referido normativo. Mesmo não sendo produtores rurais, a atividade que praticam (distribuição de insumos agropecuários a produtores rurais *stricto sensu*) é de suma importância para o desenvolvimento da agropecuária e para o progresso do meio rural.

Assim, em que pese realmente existir agentes que contribuem para o desenvolvimento rural, entende-se que, ao se permitir uma interpretação exageradamente extensiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, visando à inclusão de tais sujeitos no conceito de produtor rural,

---

[197] Ibid., p. 9.

estar-se-ia descaracterizando, de certa forma, o escopo da lei de favorecer o crédito ao produtor rural e criando uma concorrência de outros "créditos" estranhos ao segmento rural em sua origem.

Todos os agentes econômicos da cadeia do agronegócio são indispensáveis ao desenvolvimento agropecuário e rural. O supermercado, à guisa de ilustração, que comercializa produtos industrializados aos consumidores é essencial ao segmento em questão. Se não fosse o supermercado ofertando produtos de origem agropecuária aos consumidores, a produção rural perderia o sentido de ser, uma vez que o produtor rural *stricto sensu* estaria produzindo produtos para os quais não haveria demanda de consumo, o que implicaria no desestímulo de tal produção.

Contudo, não se pode considerar quaisquer agentes econômicos como produtores rurais apenas porque eles fomentam de alguma forma a atividade rural. Do contrário, até mesmo o consumidor ou a instituição financeira deveriam ser considerados produtores rurais por equiparação ou destinação, haja vista serem indispensáveis ao desenvolvimento do meio rural, seja pelo consumo seja pena concessão de crédito.

De toda forma, deve-se buscar uma forma de se equacionar o disposto no Projeto de Lei em comento com o previsto na IN 971, para que não se estenda excessivamente o sentido do termo *produtor rural* e nem que o restrinja irrazoavelmente.

Assim, ao se levar em consideração que o intuito da Lei nº 11.076/2004 é o de fomentar o sistema do agronegócio, bem como ao se considerar que referida norma deve ser interpretada em favor da liberdade econômica e do respeito aos investimentos, como determina o art. 1º, § 2º, da Lei nº 13.874/2019, iria de encontro à liberdade econômica, ao respeito aos investimentos em CRA, e ao fomento do agronegócio[198], o ato de restringir o alcance do termo *produtor rural* somente àqueles que: (i) explorem exclusivamente a atividade agropecuária, pesqueira, silvicultural ou a extração de produtos primários vegetais ou animais, desconsiderando-se outras atividades correlatas, a exemplo da aquicultura e demais criações de animais; e que, cumulativamente, (ii) não pratiquem a industrialização apenas da produção de terceiros ou o abatedouro de animais apenas da produção de terceiros.

[198] Afirma-se que *irrazoáveis* restrições à abrangência da expressão "produtor rural" iriam de encontro à liberdade econômica, ao respeito aos investimentos em CRA, e ao fomento do agronegócio pelo fato de que, com estas restrições, estar-se-ia reduzindo as opções de negócios que poderiam servir de lastro à emissão de CRAs, o que poderia ocasionar a redução da oferta de tais títulos no mercado, limitando-se, por conseguinte, os investimentos em CRAs. Isso porque, para que sirva de lastro à uma emissão de CRA, o direito creditório deve ser originário de um negócio jurídico que tenha como parte um produtor rural. Quanto mais limitações houver para a caracterização de uma pessoa como produtora rural, mais limitações haverá para a caracterização de um direito creditório como sendo do agronegócio, e, consequentemente, para servir de lastro a emissões de CRAs.

Dessa forma, sustenta-se que, para fins do disposto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, *produtores rurais* seriam todas as pessoas físicas ou jurídicas que, com finalidade econômica ou de subsistência[199], em caráter permanente ou temporário, em área urbana ou rural, diretamente ou por intermédio de prepostos, em imóvel próprio ou não, dediquem-se à:

(i) agricultura;

(ii) horticultura;

(iii) floricultura;

(iv) aquicultura;

(v) apicultura;

(vi) avicultura;

(vii) piscicultura;

(viii) pecuária;

(ix) demais criações de quaisquer espécies de animais ou vegetais;

(x) silvicultura;

(xi) atividade de extrativismo vegetal;

(xii) pesca e demais atividades de extrativismo animal;

(xiii) produção de biogás, gás metano ou de biocombustíveis através da manipulação de materiais agropecuários, orgânicos ou de biomassa em geral;

(xiv) prática de quaisquer das atividades mencionadas nos itens anteriores combinadas com a atividade de beneficiamento ou industrialização da produção rural própria, desde que quaisquer das atividades agropecuárias previstas nos itens "i" a "xiii" sejam sua atividade econômica preponderante;

(xv) prática de quaisquer das atividades mencionadas nos itens anteriores combinada com a atividade de beneficiamento ou industrialização da produção rural adquirida de terceiros, desde que quaisquer das atividades agropecuárias previstas nos itens "i" a "xiii" sejam sua atividade econômica preponderante;

(xvi) prática de quaisquer das atividades mencionadas nos itens nos itens "i" a "xiii" combinada com a atividade de abatedouro de animais da produção própria; e/ou

(xvii) prática de quaisquer das atividades mencionadas nos itens nos itens "i" a "xiii" combinada com a atividade de abatedouro de animais da produção de terceiros, desde que

[199] Importante esclarecer que o termo "subsistência" aqui empregado *não deve* ser compreendido como a atividade da pessoa física voltada à produção ou à obtenção de bens exclusivamente para o consumo próprio, haja vista não estar tal atividade inserida no âmbito do agronegócio, o qual pressupõe sempre uma comercialização do produto agropecuário, ainda que o resultado obtido com essa comercialização sirva para a sobrevivência ou a subsistência do produtor.

quaisquer das atividades agropecuárias previstas nos referidos itens sejam sua atividade econômica preponderante.

Dessa forma, sustenta-se que se a pessoa física ou jurídica praticar, como atividade produtiva principal ou exclusiva, quaisquer das atividades mencionadas nos itens "i" a "xiii" (independentemente de as combinar com o beneficiamento ou a industrialização da produção rural própria ou da adquirida de terceiros, bem como independentemente de as combinar com o abatedouro de animais da produção própria ou daqueles adquiridos de terceiros), será considerada produtora rural, seja esse beneficiamento ou essa industrialização considerados rudimentares, sejam considerados avançados.

Uma vez esboçado o que se entende por *produtor rural* e por *cooperativas de produtores rurais*, faz-se necessário recorrer ao significado de *produção*, *beneficiamento*, *industrialização*, e *comercialização*, verbetes que também se encontram presentes no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, que faz menção 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"* (grifo nosso). É o que será abordado a seguir.

3.1.5 Produção, beneficiamento, industrialização e comercialização

A Lei nº 11.076/2004 não define o que se entende por *produção*, *beneficiamento*, *industrialização* e *comercialização*, o que leva à necessidade de se recorrer à literatura especializada, bem como a outras normas do ordenamento jurídico nacional para o estudo da matéria.

Acertado conceito para o termo "produção" é aquele traçado conjuntamente pelo Banco Mundial, Fundo Monetário Internacional, Organização das Nações Unidas, Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico, Comissão Europeia e pela Organização das Nações Unidas para Alimentação e Agricultura: "a produção é uma atividade, realizada sob a responsabilidade e o controle de uma unidade institucional e gerenciada por ela, que utiliza o trabalho, o capital e os bens e serviços para produzir outros bens ou serviços" (NATIONS UNIES, 2016, p. 349, tradução nossa)[200].

[200] Original em francês: "La production est une activité, réalisée sous la responsabilité et le contrôle d'une unité institutionnelle et gérée par elle, qui utilise du travail, des capitaux et des biens et services pour produire d'autres biens ou services" (NATIONS UNIES, 2016, p. 349).

Nesse sentido, fazendo cotejo com a definição acima, é possível sustentar que a *produção* a que se refere a Lei nº 11.076/2004 poderia ser entendida como a atividade realizada sob a responsabilidade de uma pessoa física ou jurídica, que utiliza o trabalho e o capital, assim como bens e serviços, para produzir outros bens, quais sejam, produtos de origem agropecuária, ou produtos que sejam destinados à atividade agropecuária (tais como insumos, máquinas e implementos).

Seria considerada produção, por exemplo, a atividade de plantação para posterior colheita, realizada sob a responsabilidade do produtor rural pessoa física ou jurídica, que utiliza trabalho próprio e/ou de terceiros, capital, ferramentas, insumos e bens necessários à execução da referida atividade, visando produzir outros bens (produtos da colheita).

No contexto da produção agropecuária, verifica-se que a IN 971 traz um conceito para "produção rural":

> Art. 165. Considera-se: [...] II - produção rural, os produtos de origem animal ou vegetal, em estado natural ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar, bem como os subprodutos e os resíduos obtidos por esses processos.

Contudo, a expressão "produção rural" acima citada está sendo empregada, na realidade, como sinônimo de *produto rural*, pois ela não faz menção à atividade de produzir bens, mas sim aos bens já produzidos, sejam eles em estado natural ou submetidos a processos de industrialização rudimentar ou beneficiamento. De toda forma, o trecho acima transcrito faz menção a "*beneficiamento*" e "*industrialização*", termos que a presente dissertação também se propõe a investigar.

Assim, adentrando-se na referida IN 971, é possível localizar o significado de tais termos:

> Art. 165. Considera-se: [...]
> III - *beneficiamento*, a primeira modificação ou o preparo dos produtos de origem animal ou vegetal, realizado diretamente pelo próprio produtor rural pessoa física e desde que não esteja sujeito à incidência do Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI), por processos simples ou sofisticados, para posterior venda ou industrialização, sem lhes retirar a característica original, assim compreendidos, dentre outros, os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento;
> IV - *industrialização rudimentar*, o processo de transformação do produto rural, realizado pelo produtor rural pessoa física ou pessoa jurídica, alterando-lhe as características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares (art. 165 da IN 971, grifo nosso).

Embora a IN 971, ao tratar da produção rural, exija que a industrialização seja rudimentar, o normativo não se limita a esse caráter rudimentar quando menciona que a agroindústria que "desenvolve as atividades de produção rural e de industrialização da produção rural própria ou da produção rural própria e da adquirida de terceiros" (art. 165, I, b, da IN 971) é também considerada produtora rural.

Assim, nos termos da IN 971, desde que produza produtos agropecuários *in natura*, a agroindústria não perderia sua característica de produtora rural caso se dedique, posteriormente, a um beneficiamento ou a uma industrialização mais elaborada desses produtos que foram por ela produzidos.

Nesse contexto, para uma melhor compreensão do vocábulo "industrialização", sem se ater ao adjetivo "rudimentar" empregado pela IN 971, recorre-se ao Decreto nº 7.212/2010, que regulamenta a cobrança, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI):

> Art. 4º Caracteriza *industrialização* qualquer operação que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do produto, ou o aperfeiçoe para consumo, tal como:
> I - a que, exercida sobre matérias-primas ou produtos intermediários, importe na obtenção de espécie nova (transformação);
> II - a que importe em modificar, aperfeiçoar ou, de qualquer forma, alterar o funcionamento, a utilização, o acabamento ou a aparência do produto (*beneficiamento*);
> III - a que consista na reunião de produtos, peças ou partes e de que resulte um novo produto ou unidade autônoma, ainda que sob a mesma classificação fiscal (montagem);
> IV - a que importe em alterar a apresentação do produto, pela colocação da embalagem, ainda que em substituição da original, salvo quando a embalagem colocada se destine apenas ao transporte da mercadoria (acondicionamento ou reacondicionamento); ou
> V - a que, exercida sobre produto usado ou parte remanescente de produto deteriorado ou inutilizado, renove ou restaure o produto para utilização (renovação ou recondicionamento).
> Parágrafo único. São irrelevantes, para caracterizar a operação como industrialização, o processo utilizado para obtenção do produto e a localização e condições das instalações ou equipamentos empregados (art. 4º, do Decreto nº 7.212/2010, grifo nosso).

Da leitura do dispositivo acima, percebe-se que os conceitos de industrialização e de beneficiamento, para fins de cobrança, fiscalização, arrecadação e administração do IPI, são bem mais abrangentes que aqueles encontrados na normativa concernente à tributação previdenciária.

De acordo com o Decreto nº 7.212/2010, ressalvadas as exceções previstas em seu art. 5º, qualquer processo que resulte na modificação da natureza, do funcionamento, do acabamento, da apresentação ou da finalidade do produto, ou que vise aperfeiçoá-lo para

consumo, independentemente do meio e ferramentas utilizados para tanto, será considerado como *industrialização*, na qual incluem-se:

(i) a *transformação* de matérias-primas ou produtos intermediários em nova espécie;

(ii) a *montagem* de peças, produtos ou partes visando à obtenção de um novo produto;

(iii) o *acondicionamento ou reacondicionamento* do produto visando à alteração de sua apresentação;

(iv) a *renovação ou recondicionamento* de produto usado, partes de produto deteriorado ou inutilizado, visando à sua renovação ou restauração para utilização; ou

(v) o *beneficiamento*, que significa a modificação, aperfeiçoamento ou a alteração, de qualquer forma, do funcionamento, utilização, aparência ou acabamento do produto.

Tendo em vista não estar a Lei nº 11.076/2004 ligada a finalidades tributárias específicas, mas sim ao fomento do agronegócio, deduz-se que, *exceto quando empregados para a caracterização de um produto como sendo agropecuário,* o termo *industrialização* não deve se ater à ideia de industrialização rudimentar, assim como o termo *beneficiamento* não deve se limitar à primeira modificação ou preparação dos produtos *in natura*, realizadas diretamente pelo produtor rural pessoa física.

Nesse sentido, entende-se que o legislador, ao não estipular na Lei nº 11.076/2004 qualquer limitação à amplitude dos termos *produção*, *industrialização* e *beneficiamento* de produtos ou insumos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, estaria possibilitando a mais extensa compreensão dos seus respectivos significados, de modo que poderiam ser entendidos da seguinte forma:

(i) *produção*: atividade realizada sob a responsabilidade de uma pessoa física ou jurídica, que emprega capital, trabalho, bens e/ou serviços, para produzir insumos ou produtos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária;

(ii) *industrialização:* qualquer operação que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do insumo ou do produto agropecuário, das máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, ou os aperfeiçoe para consumo, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto; e

(iii) *beneficiamento:* qualquer modificação, aperfeiçoamento ou alteração do funcionamento, da utilização, do acabamento ou da aparência do insumo ou do produto agropecuário, das máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto.

O art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, além de se referir à produção, beneficiamento e industrialização, também trata da *comercialização* de produtos ou insumos agropecuários,

máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. Contudo, a norma em questão não esclarece o que se entende por comercialização, o que implica na necessidade de se recorrer a outras fontes normativas para a análise do termo.

Nessa empreitada, é possível se deparar com a Lei nº 10.711/2003, que dispõe sobre o Sistema Nacional de Sementes e Mudas e explica que, no que se refere aos insumos agropecuários, a comercialização seria "o ato de anunciar, expor à venda, ofertar, vender, consignar, reembalar, importar ou exportar" referidos produtos (art. 2º, XIV, da Lei nº 10.711/2003).

É possível deparar-se, ainda, com o Manual de Crédito Rural, no qual depreende-se que a *comercialização de produtos agropecuários* seria um passo seguinte à produção propriamente dita, englobando o armazenamento, a manipulação, o acondicionamento, a preservação, o transporte e a estocagem dessa produção[201], assim como a venda da produção e/ou a sua entrega à cooperativa de produtores rurais[202].

Na realidade, a *comercialização* seria o exercício de todos os atos necessários para se colocar em circulação aquilo que fora produzido, até que o produto alcance o consumidor final. Nesse sentido, Sérgio Alberto Brandt explica que comercialização é:

> o desempenho de todas as atividades necessárias ao atendimento das necessidades e desejos dos mercados, planejando a disponibilidade da produção, efetuando transferência de propriedade de produtos, provendo meios para a sua distribuição física e facilitando a operação de todo o processo de mercado (BRANDT, 1980, p. 11).

Dessa forma, a comercialização de produtos ou insumos agropecuários, de máquinas ou de implementos utilizados na atividade agropecuária compreenderia todas as atividades, funções e instituições necessárias à transferência desses bens dos locais de produção aos de consumo (STEELE; VERA FILHO; WELSH, 1971, p.23).

---

[201] Chega-se a esse entendimento ao se analisar o que o Manual de Crédito Rural, em seu Capítulo denominado "Finalidades Especiais", na Seção "atividade pesqueira e aquícola", entende por *crédito para comercialização*: "9. a concessão de crédito para comercialização do pescado e de produtos da aquicultura compreende: a) isoladamente ou como extensão do custeio, o suprimento de recursos para despesas posteriores à captura e à produção próprias, tais como armazenamento, seguro, manipulação, preservação, acondicionamento, impostos, fretes e carretos [...]" (BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Manual do Crédito Rural (MCR)*. Brasília, DF, 04 jul. 2019 [atual.], p. 68. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/mcr/completo. Acesso em: 19 jan. 2020). O referido Manual esclarece ainda que: "1 - O crédito de comercialização visa a cobrir despesas próprias da fase sucessiva à coleta da produção, inclusive a sua estocagem" (Ibid., p. 109).

[202] É o que se verifica no trecho a seguir: "8 - O crédito rural pode ter as seguintes finalidades: c) comercialização; (Circ 1.268) 11 - O crédito de comercialização se destina: (Res 4.576 art 1°; Res 4.583 art 1º) a) ao produtor rural, para cobrir despesa posterior à coleta de sua exploração [...] (Ibid., p. 7).

Certo é que até chegar ao consumidor final a produção agropecuária passa, normalmente, por um longo caminho, estando inserida no que se denomina cadeia do agronegócio, conforme se verificou no capítulo 1 dessa dissertação.

A cadeia produtiva de produtos de origem agropecuária é formada basicamente: (i) pelos fornecedores de insumos, máquinas e implementos agropecuários, necessários ao cultivo da terra e à criação de animais, correspondendo ao segmento "*antes da porteira*"; (ii) pelos produtores rurais em sentido estrito, que se dedicam às atividades "*dentro da porteira*"; (iii) por aqueles que atuam "*depois da porteira*" transformando, beneficiando e processando os produtos produzidos na fase "*dentro da porteira*"; (iv) pelos empresários, que distribuem os produtos agropecuários para venda ao consumidor final, e que também atuam no segmento "*depois da porteira*"; e (v) pelo próprio consumidor final, que representa o último nível da cadeia do agronegócio.

Na realidade, a comercialização pode estar inserida em diferentes níveis da cadeia do agronegócio. Por exemplo, no segmento "antes da porteira", há a comercialização de insumos, máquinas e implementos agropecuários, que são adquiridos pelo produtor rural para a prática de suas atividades "dentro da porteira". Na fase "depois da porteira", o produtor rural pode efetuar a venda direta dos produtos agropecuários que produziu às agroindústrias que irão beneficiar ou industrializar referidos produtos. Ainda na fase "depois da porteira", há também a comercialização da produção destinada ao consumidor final.

Do exposto, entende-se que a *comercialização* de produtos e insumos agropecuários, de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária compreenderia todos os atos necessários à transferência desses bens dos locais de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita, a importação e/ou a exportação.

Contudo, considerando que o objetivo da Lei nº 11.076/2004 é o de estabelecer mecanismos para o financiamento do agronegócio *nacional*, entende-se que, dos atos compreendidos no conceito de comercialização acima elencados, apenas um deveria ficar de fora quando da interpretação do art. 23, § 1º, da referida lei, qual seja, a *importação*. Do contrário, estar-se-ia criando ferramentas para o financiamento do agronegócio estrangeiro, em detrimento do brasileiro, o que não faz o menor sentido.

Em síntese, para não se perder de vista a finalidade da Lei nº 11.076/2004 (investimento no agronegócio) e não a desvirtuar, os termos "produção", "beneficiamento", "industrialização" e "comercialização" mencionados em seu art. 23, § 1º, podem sim receber ampla interpretação,

conforme o foi acima apresentado, mas desde que sejam atos que contem com a participação direta do produtor rural (ou de cooperativas de produtores rurais).

Ou seja, para os fins da legislação em comento, a produção, a comercialização, a industrialização e o beneficiamento – sejam eles rudimentares ou sujeitos a tecnologias avançadas –, além de precisarem ter por objeto produtos ou insumos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, devem ser atividades que contem com a presença do produtor rural (pessoa física ou jurídica) ou cooperativas de produtores rurais – os quais, conforme se verificou no item 3.1.4, acima, são aquelas pessoas que necessariamente se dedicam, como atividade preponderante, à agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pecuária, suinocultura, avicultura, piscicultura, apicultura e outras criações animais ou vegetais, pesca, silvicultura, extrativismo vegetal ou animal, produção de biogás, de gás metano ou de biocombustíveis.

Tendo-se analisado o sentido das palavras *produção*, *beneficiamento*, *industrialização* e *comercialização*, faz-se necessário perquirir o significado dos termos *insumos agropecuários*, *produtos agropecuários*, *máquinas* e *implementos*, uma vez que a Lei nº 11.076/2004 se refere à produção, beneficiamento, industrialização e comercialização desses tipos de bens. É o que se analisará a seguir.

3.1.6 Insumos agropecuários e produtos agropecuários

A Lei nº 11.076/2004 é silente acerca do significado de *insumos agropecuários* e *produtos agropecuários*. Assim, recorrendo-se aos ensinamentos de Aliomar Baleeiro, constata-se que *insumo*:

> é uma algaravia de origem espanhola, inexistente em português, empregada por alguns economistas para traduzir a expressão inglesa 'input', isto é, o conjunto dos fatores produtivos, como matérias-primas, energia, trabalho, amortização do capital, etc., empregados pelo empresário para produzir o 'output' ou o produto final. [...] Insumos são os ingredientes da produção, mas há quem limite a palavra aos "produtos intermediários" que, não sendo matérias-primas, são empregados ou se consomem no processo de produção (BALEEIRO, 1980, p.214).

Partindo-se da definição acima, nota-se que *insumos* seriam os elementos utilizados para se produzir determinado produto, tais como a matéria-prima, as ferramentas e as máquinas.

A Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1911/2019 (doravante IN 1911)[203] conceitua *insumos* como sendo "os bens ou serviços considerados essenciais ou relevantes, que integram o processo de produção ou fabricação de bens destinados à venda ou de prestação de serviços" (art. 172 da IN 1911).

A Receita Federal do Brasil, em Parecer Normativo COSIT/RFB, explica que esse conceito de insumos "deve ser aferido à luz dos critérios da essencialidade ou da relevância do bem ou serviço para a produção de bens destinados à venda ou para a prestação de serviços"[204]. Nesse contexto, fazendo menção ao Recurso Especial nº 1.221.170/PR, julgado pela Primeira Seção do Superior Tribunal de Justiça, a Receita Federal esclarece que:

> Segundo a tese acordada na decisão judicial em comento [Recurso Especial nº 1.221.170/PR]: a) o "critério da essencialidade diz com o item do qual dependa, intrínseca e fundamentalmente, o produto ou o serviço": a.1) "constituindo elemento estrutural e inseparável do processo produtivo ou da execução do serviço"; a.2) "ou, quando menos, a sua falta lhes prive de qualidade, quantidade e/ou suficiência"; b) já o critério da relevância "é identificável no item cuja finalidade, embora não indispensável à elaboração do próprio produto ou à prestação do serviço, integre o processo de produção, seja": b.1) "pelas singularidades de cada cadeia produtiva"; b.2) "por imposição legal"[205].

No trecho acima citado, percebe-se que o conceito de insumo estaria ligado à avaliação de sua essencialidade e relevância no processo produtivo de um determinado bem.

Mais especificamente sobre os "insumos agropecuários", convém citar o Convênio ICMS 100/97, que reduz a base de cálculo do Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) nas saídas dos *insumos agropecuários* que especifica. Referido Convênio detalha extensamente em suas cláusulas primeira e segunda o que seria considerado como *insumo agropecuário*:

> Cláusula primeira. [...]:
> I - inseticidas, fungicidas, formicidas, herbicidas, parasiticidas, germicidas, acaricidas, nematicidas, raticidas, desfolhantes, dessecantes, espalhantes, adesivos, estimuladores e inibidores de crescimento (reguladores), vacinas, soros e medicamentos, produzidos para uso na agricultura e na pecuária, inclusive inoculantes, vedada a sua aplicação quando dada ao produto destinação diversa;
> II - ácido nítrico e ácido sulfúrico, ácido fosfórico, fosfato natural bruto e enxofre, saídos dos estabelecimentos extratores, fabricantes ou importadores para:
> a) estabelecimento onde sejam industrializados adubos simples ou compostos, fertilizantes e fosfato bi-cálcio destinados à alimentação animal;

---

[203] Regulamenta a apuração, a cobrança, a fiscalização, a arrecadação e a administração da Contribuição para o PIS/Pasep, da Cofins, da Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e da Cofins-Importação.
[204] BRASIL. Ministério da Fazenda. Receita Federal do Brasil. *Parecer normativo COSIT/RFB nº 05, de 17 de dezembro de 2018.* Brasília, DF: Ministério da Fazenda, p. 10, 2018. Disponível em: http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto = 97407&visao=original. Acesso em: 27 jan. 2020.
[205] Ibid., p. 36.

b) estabelecimento produtor agropecuário;
c) quaisquer estabelecimentos com fins exclusivos de armazenagem;
d) outro estabelecimento da mesma empresa daquela onde se tiver processado a industrialização;
III - rações para animais, concentrados, suplementos, aditivos, premix ou núcleo, fabricados pelas respectivas indústrias, devidamente registradas no Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento – MAPA [...];
IV - calcário e gesso, destinados ao uso exclusivo na agricultura, como corretivo ou recuperador do solo;
V - semente genética, semente básica, semente certificada [...] destinadas à semeadura [...];
VI - alho em pó, sorgo, milheto, sal mineralizado, farinhas de peixe, de ostra, de carne, de osso, de pena, de sangue e de víscera, calcário calcítico, caroço de algodão, farelos e tortas de algodão, de babaçu, de cacau, de amendoim, de linhaça, de mamona, de milho e de trigo, farelos de arroz, de girassol, de glúten de milho, de gérmen de milho desengordurado, de quirera de milho, de casca e de semente de uva e de polpa cítrica, glúten de milho, silagens de forrageiras e de produtos vegetais, feno, óleos de aves, resíduos de óleo e gordura de origem animal ou vegetal, descartados por empresas do ramo alimentício, e outros resíduos industriais, destinados à alimentação animal ou ao emprego na fabricação de ração animal;
VII - esterco animal;
VIII - mudas de plantas;
IX - embriões, sêmen congelado ou resfriado, exceto os de bovino, ovos férteis, aves de um dia, exceto as ornamentais, girinos e alevinos;
X - enzimas preparadas para decomposição de matéria orgânica animal [...];
XI - gipsita britada destinada ao uso na agropecuária ou à fabricação de sal mineralizado;
XII - casca de coco triturada para uso na agricultura;
XIII - vermiculita para uso como condicionador e ativador de solo;
XIV - Extrato Pirolenhoso Decantado, Piro Alho, Silício Líquido Piro Alho e Bio Bire Plus, para uso na agropecuária;
XV - óleo, extrato seco e torta de Nim (Azadirachta indica A. Juss);
XVI - condicionadores de solo e substratos para plantas, desde que os produtos estejam registrados no órgão competente do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento e que o número do registro seja indicado no documento fiscal.
XVII - torta de filtro e bagaço de cana, cascas e serragem de pinus e eucalipto, turfa, torta de oleaginosas, resíduo da indústria de celulose (dregs e grits), ossos de bovino autoclavado, borra de carnaúba, cinzas, resíduos agroindustriais orgânicos, destinados para uso exclusivo como matéria prima na fabricação de insumos para a agricultura.
[...] § 5º O benefício previsto nesta cláusula, outorgado às saídas dos produtos destinados à pecuária, estende-se às remessas com destino a:
I - apicultura;
II - aqüicultura;
III - avicultura;
IV - cunicultura;
V - ranicultura;
VI - sericultura.
[...]
Cláusula segunda [...]:
I - farelos e tortas de soja e de canola, cascas e farelos de cascas de soja e de canola, sojas desativadas e seus farelos, quando destinados à alimentação animal ou ao emprego na fabricação de ração animal;
II - milho, quando destinado a produtor, à cooperativa de produtores, à indústria de ração animal ou órgão oficial de fomento e desenvolvimento agropecuário vinculado ao estado ou Distrito Federal;
III - amônia, uréia, sulfato de amônio, nitrato de amônio, nitrocálcio, MAP (mono-amônio fosfato), DAP (di-amônio fosfato), cloreto de potássio, adubos simples e compostos, fertilizantes e DL Metionina e seus análogos, produzidos para uso na agricultura e na pecuária, vedada a sua aplicação quando dada ao produto destinação diversa.

> IV - aveia e farelo de aveia, destinados à alimentação animal ou ao emprego na fabricação de ração animal. [...][206]

Utilizando-se como referência os normativos acima reproduzidos, bem como o entendimento da Receita Federal do Brasil no mencionado Parecer Normativo COSIT/RFB, é possível afirmar que a Lei nº 11.076/2004, por não trazer nenhuma limitação à abrangência do vocábulo "insumos", estaria permitindo que nele se enquadrem *quaisquer* matérias primas ou itens necessários, essenciais e/ou relevantes para a produção de determinados produtos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, desde que integrem o processo de produção, a exemplo, dentre outros, dos insumos agropecuários listados no Convênio ICMS 100/97, acima citado.

O termo *produtos*, por sua vez, poderia ser entendido como os bens que surgem de um processo de produção (NATIONS UNIES, 2016, p. 350). A IN 971 traz um conceito para *produtos agropecuários*, em que pese a eles se referir impropriamente como "produção rural":

> Art. 165. Considera-se: [...] II - produção rural, os produtos de origem animal ou vegetal, em estado natural ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar, bem como os subprodutos e os resíduos obtidos por esses processos.

Como afirmado anteriormente, a expressão *produção rural* acima citada está sendo empregada, na realidade, como sinônimo de *produto rural*, pois ela não faz menção à atividade de produzir bens, mas sim aos bens já produzidos, sejam eles em estado natural ou submetidos a processos de industrialização rudimentar ou beneficiamento.

Com base no art. 165 da IN 971, chega-se à conclusão de que *produtos agropecuários* corresponderiam a:

(i) produtos de origem vegetal ou animal que estejam no estado *in natura* ou que tenham sido submetidos a processo de *beneficiamento* pelo produtor rural, visando à primeira modificação ou preparação de tais produtos, para posterior comercialização ou industrialização, sem lhes retirar a característica original, tais como os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento (art. 165, incisos II e III, da IN 971);

---

[206] BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Nacional de Política Fazendária. *Convênio ICMS 100/97, de 06 de novembro de 1997*. Reduz a base de cálculo do ICMS nas saídas dos insumos agropecuários que especifica, e dá outras providências. Brasília, DF: Conselho Nacional de Política Fazendária, 06 nov. 1997. Disponível em: https://www.confaz.fazenda.gov.br/legislacao/convenios/1997/CV10097. Acesso em: 29 nov. 2019.

(ii) produtos de origem vegetal ou animal que estejam no estado *in natura* ou que tenham sido submetidos a processo de *industrialização* rudimentar pelo produtor rural, sendo esta entendida como a transformação de tais produtos, alterando-lhe as características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares (art. 165, incisos II e IV, da IN 971); ou

(iii) os subprodutos e os resíduos dos produtos de origem vegetal ou animal, obtidos por meio dos referidos processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar, assim entendidos como aqueles que, através dos referidos processos, surgem sob nova forma, como, por exemplo, o farelo, o caroço, o pelo etc.

Conforme a própria IN 971 permite concluir em seu art. 165, seriam também produtos agropecuários não apenas aqueles vindos exclusivamente da agricultura ou da pecuária, mas também os produtos da pesca, da silvicultura, do extrativismo vegetal ou animal. A esse rol a presente dissertação julga oportuno incluir ainda os produtos da aquicultura, apicultura, avicultura, suinocultura, piscicultura e demais criações de animais, da horticultura e floricultura, que também são atividades agropecuárias hábeis a gerar produtos agropecuários.

Desse modo, para fins do previsto no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, entende-se que podem ser considerados *produtos agropecuários* os produtos de origem vegetal ou animal (obtidos a partir da agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pesca, piscicultura, pecuária, apicultura, suinocultura, avicultura, e demais criações de animais, bem como da silvicultura e do extrativismo vegetal ou animal), desde que:

(i) estejam em estado *in natura;*

(ii) tenham sido submetidos, pelo produtor rural pessoa física ou jurídica, a processo de beneficiamento simples (sendo este entendido como a primeira modificação ou preparação de tais produtos, realizada diretamente pelo produtor rural, para posterior comercialização ou industrialização, sem lhes retirar a característica original, tais como os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento, assim como os subprodutos e resíduos obtidos desse beneficiamento); ou

(iii) tenham sido submetidos, pelo produtor rural pessoa física ou jurídica, a processo de industrialização rudimentar (sendo esta entendida como a transformação de tais produtos, realizada diretamente pelo produtor rural, alterando-lhes as características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares, assim como os subprodutos e resíduos obtidos dessa industrialização).

Essas limitações à configuração de um produto como sendo agropecuário – quais sejam, que esteja em estado *in natura,* ou que tenha sido submetido a processo de simples beneficiamento ou de industrialização rudimentar pelo produtor rural – justificam-se pelo fato de que, do contrário, estar-se-ia permitindo que quaisquer produtos derivados da agropecuária fossem considerados produtos agropecuários. Se assim se permitisse, até mesmo um pneu para veículo automotor seria considerado um produto agropecuário, haja vista derivar de uma atividade agrícola (extração de látex), o que não parece ser a interpretação mais coerente a ser dada ao art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004.

Assim, visto o conceito de *insumos* e *produtos agropecuários*, passa-se a investigar o significado dos termos *máquinas* e *implementos*.

3.1.7 Máquinas e implementos

A Lei nº 11.076/2004 não define o que seriam *máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária*. Contudo, ao se recorrer a outras normas do ordenamento jurídico, é possível identificar a ideia detrás dessa expressão. É o que se verifica, por exemplo, na Lei nº 6.729/1979 e no Convênio ICMS 52/91[207].

A Lei nº 6.729/1979[208] define *máquina agrícola* como sendo: "a colheitadeira, a debulhadora, a trilhadeira e demais aparelhos similares destinados à agricultura, automotrizes ou acionados por trator ou outra fonte externa" (art. 2º, VI, da Lei nº 6.729/1979). *Implemento agrícola* seria: "o arado, a grade, a roçadeira e demais petrechos destinados à agricultura" (art. 2º, VII, da Lei nº 6.729/1979).

O Convênio ICMS 52/91[209] concede redução da base de cálculo do ICMS nas operações com *equipamentos industriais e implementos agrícolas* e, em seu Anexo II[210], elenca que as *máquinas e implementos agrícolas* agraciados pela referida redução seriam: (i) reservatórios, tambores, latas e recipientes semelhantes para transporte de leite; (ii) silos para armazenamento de cereais, grãos e outras matérias sólidas; (iii) troncos de contenção bovina; (iv) comedouro para animais; (v) ninhos metálicos para aves; (vi) esteiras para proteção de pneus de tratores;

---

[207] O tema é tratado também, por exemplo, na Resolução SF - 04/98, aprovada pela Secretaria da Fazenda do Estado de São Paulo. Disponível em: https://legislacao.fazenda.sp.gov.br/Paginas/resf041998.aspx. Acesso em: 29 nov. 2019.

[208] Dispõe sobre a concessão comercial entre produtores e distribuidores de veículos automotores de via terrestre.

[209] BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Nacional de Política Fazendária. *Convênio ICMS 52/91, de 30 de setembro de 1991*. Concede redução da base de cálculo nas operações com equipamentos industriais e implementos agrícolas. Brasília, DF: Conselho Nacional de Política Fazendária, 30 set. 1991. Disponível em: https://www.confaz.fazenda.gov.br/legislacao/convenios/1991/CV052_91. Acesso em: 29 nov. 2019.

[210] Com a redação dada pelo Convênio ICMS 89/90.

(vii) pás, machados, picadeiras, tesoura, enxadas, raspadeiras e ferramentas semelhantes, bem como quaisquer ferramentas manuais para agricultura, horticultura e silvicultura; (viii) secadores para produtos agrícolas; (ix) balanças bovinas; (x) irrigadores e sistemas de irrigação para lavouras; (xi) máquinas e aparelhos de uso agrícola, hortícola ou florestal para preparação ou trabalho do solo; (xii) aparelhos para colheita, máquinas e aparelhos para debulha e outras máquinas ou partes de máquinas para limpar ou selecionar produtos agrícolas; (xiii) máquinas de ordenhar; (xiv) tratores agrícolas; (xv) aviões agrícolas e suas partes; entre outros que se encontram previstos no referido Convênio[211].

É de se observar que tanto a Lei nº 6.729/1979 quanto o Convênio ICMS 52/91 são abrangentes ao tratarem de *máquinas e implementos*. A Lei nº 6.729/1979, por exemplo, vale-se de expressões genéricas, tais como "*demais* aparelhos similares destinados à agricultura", "*demais* petrechos destinados à agricultura".

O Convênio ICMS 52/91, por sua vez, embora elenque de maneira taxativa quais seriam as máquinas e implementos agropecuários beneficiados com a redução da base de cálculo do ICMS, acaba permitindo a adoção de uma interpretação de certo modo extensiva, haja vista empregar termos genéricos, tais como "reservatórios, tambores, latas e *recipientes semelhantes*" e "*quaisquer ferramentas* manuais para agricultura, horticultura e silvicultura".

Do exposto, utilizando a Lei nº 6.729/1979 e o Convênio ICMS 52/91 como suporte para a interpretação do art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004, pode-se concluir que as *máquinas* e *implementos* utilizados na atividade agropecuária, referidos neste artigo, corresponderiam a quaisquer aparelhos, equipamentos, ferramentas ou apetrechos que sejam utilizados na atividade agropecuária, independentemente de sua complexidade, da forma de sua utilização, de serem manuais ou dotados de movimento próprio, de envolverem grande tecnologia ou não. Estariam enquadrados nessa classificação, por exemplo, desde um simples arado até uma aeronave empregada na atividade agrícola, haja vista ambos serem utilizados na atividade agropecuária.

Para finalizar a exposição quanto aos termos apresentados no item 3.1, resta perscrutar o que seria a "atividade agropecuária" para fins de interpretação do art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/2004. É o que se explorará a seguir.

---

[211] BRASIL. Ministério da Economia. Conselho Nacional de Política Fazendária. *Convênio ICMS 52/91, de 30 de setembro de 1991*. Concede redução da base de cálculo nas operações com equipamentos industriais e implementos agrícolas. Brasília, DF: Conselho Nacional de Política Fazendária, 30 set. 1991. Disponível em: https://www.confaz.fazenda.gov.br/legislacao/convenios/1991/CV052_91. Acesso em: 29 nov. 2019.

3.1.8 Atividade agropecuária

A palavra *agropecuária*, etimologicamente, representa a união dos termos "agro" e "pecuária". O termo *agro* exprime a noção de *agricultura*, que seria "a atividade pela qual se extrai do solo ou da natureza (produção hidropônica, por exemplo) os frutos desejados" (LIMA, 1994, p. 21). Já a *pecuária*, segundo Raymundo Laranjeira:

> é o exercício rurígena de criação de animais, que devam ser objeto de uma avaliação econômica. Estes animais podem ser utilizados para montaria, tração, carga, etc.; podem se destinar a pronta alimentação – carnes e leite – ou, ainda, oferecer subprodutos necessários à confecção de gênero diferente, como vestimentas de couro, farinha de osso, lã" (LARANJEIRA, 1981, p. 69-70).

Embora remeta à noção de agricultura e pecuária, a *agropecuária* não se limita a tais atividades, compreendendo, também, qualquer tipo de atividade produtiva ou extrativista por meio das quais se obtenham produtos vegetais e/ou animais.

Como sinônimo de *agropecuária*[212], costuma-se utilizar a expressão *atividade agrícola*, a qual estaria ligada à noção de *agrariedade* proposta pelo professor italiano Antônio Carrozza, em sua *teoria agrobiológica da agrariedade* (ou, simplesmente, *teoria da agrariedade*), cujo substrato depreende-se do seguinte trecho:

> a atividade produtiva agrícola consiste no desenvolvimento de um ciclo biológico, vegetal ou animal, ligado direta ou indiretamente ao desfrute das forças e dos recursos naturais e que se resolve economicamente na obtenção de frutos (vegetais ou animais) destinados ao consumo, sejam como se encontram, sejam submetidos a uma ou mais transformações (CARROZZA, 1996, p. 10, tradução nossa)[213].

Antônio Carrozza defende que teria natureza *agrícola* toda a atividade humana voltada à produção vegetal ou animal, dependente de um ciclo biológico, que se extingue com a coleta dos frutos (vegetais ou animais) destinados ao consumo, sejam eles em estado *in natura*, sejam submetidos a transformações.

O Direito brasileiro acolhe *a teoria da agrariedade* quando considera como atividades agropecuárias ou agrícolas aquelas ligadas à produção vegetal ou animal, conforme se verifica, por exemplo, no art. 494 da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº

---

[212] É comum verificar-se o uso coloquial do termo "agronegócio" como sinônimo de "agropecuária", o que, frisa-se, são conceitos que tecnicamente não se confundem.

[213] Original em italiano: "l' attività produttiva agrícola consiste nello svolgimento di un ciclo biologico concernente l'allevamento di esseri animali o vegetali, che risulta legato direttamente o indirettamente allo sfrut tamento delle forze e delle risorse naturali, e che si risolve economicamente nell'ottenimento di frutti (vegetali o animali) destinati al consumo, sia come tali sia previa una o piu trasformazioni" (CARROZZA, 1996, p. 10).

1911, de 11 de outubro de 2019 (doravante IN 1911[214]) e no art. 249 da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1700, de 14 de março de 2017[215] (doravante IN 1700).

Contudo, o ordenamento jurídico pátrio não se prende absolutamente à noção de agrariedade, haja vista considerar também como atividade agropecuária até mesmo aquela voltada à simples extração vegetal ou animal, que independe da manipulação de um ciclo biológico. É o que se deduz do art. 494 da IN 1911, *in verbis*:

> Art. 494. Para efeitos do disposto nos arts. 491 e 492 entende-se por:
> I - atividade agropecuária:
> a) a agricultura;
> b) a pecuária;
> c) a extração e a exploração vegetal e animal;
> d) a exploração da apicultura, avicultura, cunicultura, suinocultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais; e
> e) a transformação de produtos decorrentes da atividade rural, sem que sejam alteradas a composição e as características do produto *in natura*, feita pelo próprio agricultor ou criador, com equipamentos e utensílios usualmente empregados nas atividades rurais, utilizando exclusivamente matéria-prima produzida na área rural explorada, tais como a pasteurização e o acondicionamento do leite, assim como o mel e o suco de laranja, acondicionados em embalagem de apresentação (art. 494 da IN 1911)[216].

Com redação semelhante à contida no dispositivo acima reproduzido, a IN 1700 também define a atividade agropecuária (valendo-se, contudo, da expressão *atividade rural*), conforme se observa abaixo:

> Art. 249. A exploração da atividade rural inclui as operações de giro normal da pessoa jurídica em decorrência das seguintes atividades consideradas rurais:
> I - agricultura;
> II - pecuária;
> III - extração e exploração vegetal e animal;
> IV- exploração de atividades zootécnicas, tais como apicultura, avicultura, cunicultura, suinocultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais;
> V- cultivo de florestas que se destinem ao corte para comercialização, consumo ou industrialização;

---

[214] Regulamenta a apuração, a cobrança, a fiscalização, a arrecadação e a administração da Contribuição para o PIS/Pasep, da Cofins, da Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e da Cofins-Importação.

[215] Dispõe sobre a determinação e o pagamento do imposto sobre a renda e da contribuição social sobre o lucro líquido das pessoas jurídicas e disciplina o tratamento tributário da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins no que se refere às alterações introduzidas pela Lei nº 12.973/2014.

[216] A Lei nº 8.023/1990, que altera a legislação do Imposto de Renda sobre o resultado da atividade rural e dá outras providências, traz o mesmo conceito previsto no art. 494 da IN 1911, valendo-se, contudo, da expressão "atividade rural" ao invés de "atividade agropecuária: "Art. 2º Considera-se atividade rural: I - a agricultura; II - a pecuária; III - a extração e a exploração vegetal e animal; IV - a exploração da apicultura, avicultura, cunicultura, suinocultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais; V - a transformação de produtos decorrentes da atividade rural, sem que sejam alteradas a composição e as características do produto in natura, feita pelo próprio agricultor ou criador, com equipamentos e utensílios usualmente empregados nas atividades rurais, utilizando exclusivamente matéria-prima produzida na área rural explorada, tais como a pasteurização e o acondicionamento do leite, assim como o mel e o suco de laranja, acondicionados em embalagem de apresentação. Parágrafo único. O disposto neste artigo não se aplica à mera intermediação de animais e de produtos agrícolas" (art. 2º da Lei nº 8.023/1990).

> VI - venda de rebanho de renda, reprodutores ou matrizes;
> VII - transformação de produtos decorrentes da atividade rural, sem que sejam alteradas a composição e as características do produto *in natura*, feita pelo próprio agricultor ou criador, com equipamentos e utensílios usualmente empregados nas atividades rurais, utilizando exclusivamente matéria-prima produzida na área rural explorada, tais como:
> a) beneficiamento de produtos agrícolas:
> 1. descasque de arroz e de outros produtos semelhantes;
> 2. debulha de milho;
> 3. conserva de frutas;
> b) transformação de produtos agrícolas:
> 1. moagem de trigo e de milho;
> 2. moagem de cana-de-açúcar para produção de açúcar mascavo, melado e rapadura;
> 3. grãos em farinha ou farelo;
> c) transformação de produtos zootécnicos:
> 1. produção de mel acondicionado em embalagem de apresentação;
> 2. laticínio (pasteurização e acondicionamento de leite e transformação de leite em queijo, manteiga e requeijão);
> 3. produção de sucos de frutas acondicionados em embalagem de apresentação;
> 4. produção de adubos orgânicos;
> d) transformação de produtos florestais:
> 1. produção de carvão vegetal;
> 2. produção de lenha com árvores da propriedade rural; e
> 3. venda de pinheiros e madeira de árvores plantadas na propriedade rural; e
> e) produção de embriões de rebanho em geral, alevinos e girinos, em propriedade rural, independentemente de sua destinação (reprodução ou comercialização) (art. 249 da IN 1700).

Como se pode observar da leitura dos supracitados artigos da IN 1700 e da IN 1911, a *agropecuária* englobaria diversas atividades, dentre elas as *atividades agrossilvipastoris* que, nos termos da Lei nº 13.288/2016 (que dispõe sobre os contratos de integração), seriam as "atividades de agricultura, pecuária, silvicultura, aquicultura, pesca ou extrativismo vegetal" (art. 2º, V, da Lei nº 13.288/2016).

A *silvicultura* seria a plantação e o cultivo florestal voltados à extração de produtos para o comércio, a exemplo da madeira e do látex. Quando envolve a plantação e o cultivo de espécimes vegetais para sua posterior extração, a silvicultura enquadra-se no âmbito da própria agricultura, estando revestida do atributo da *agrariedade* proposto por Antônio Carrozza, haja vista estar ligada ao desenvolvimento de um ciclo biológico vegetal, voltado ao desfrute dos recursos naturais dele decorrentes.

A *silvicultura* está expressa na IN 1700, correspondendo ao "cultivo de florestas que se destinem ao corte para comercialização, consumo ou industrialização" (art. 249, V, da IN 1700). A Lei nº 9.430/1996[217] também considera a silvicultura como atividade rural, classificando-a como a atividade florestal consistente no cultivo de florestas que se destinam ao corte para comercialização, industrialização ou consumo (art. 59, da Lei nº 9.430/1996). Neste mesmo

[217] Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, e dá outras providências.

sentido, a Lei nº 11.326/2006[218] estabelece que são silvicultores aqueles que "cultivem florestas nativas ou exóticas e que promovam o manejo sustentável daqueles ambientes" (art. 3º, § 2º, I, da Lei nº 11.326/2006)[219].

A *aquicultura*, por sua vez, pode ser conceituada como a "produção de organismos aquáticos, como peixes, moluscos, crustáceos, anfíbios, répteis e plantas aquáticas para uso do homem" (RIZZARDO, 2018, p. 420). A *pesca*, espécie do gênero extrativismo (animal ou vegetal), seria a captura de organismos aquáticos diretamente da natureza, compreendendo desde a pesca artesanal, até a pesca industrial e ornamental. A pesca não se confunde com a aquicultura, haja vista esta última envolver o cultivo dos seres vivos aquáticos, ao passo em que a pesca se limita à extração de tais seres de seu ambiente. Essa diferença fica clara na Lei nº 11.326/2006, que estabelece que são aquicultores aqueles que explorem reservatórios hídricos (art. 3º, § 2º, II, da Lei nº 11.326/2006)[220], ao passo em que os pescadores são aqueles que exercem a atividade pesqueira (art. 3º, § 2º, IV, da Lei nº 11.326/2006)[221].

O *extrativismo vegetal*, da mesma forma que a pesca não se confunde com a aquicultura, também não se confunde com a silvicultura. No extrativismo vegetal, a extração dos produtos florestais é realizada sem o prévio desenvolvimento, pelo homem, de um ciclo biológico vegetal, isto é, sem que haja a plantação, o acompanhamento e o cultivo de espécimes vegetais, limitando-se apenas à sua simples extração. Conforme Arnaldo Rizzardo:

> O extrativismo vegetal consiste em retirar ou extrair da natureza os produtos que serão usados para a industrialização e comercialização, sendo exemplos o látex obtido das seringueiras, a fim de ser utilizado na fabricação de pneus e outras mercadorias; a lenha para a produção do carvão; o babaçu para o uso industrial e alimentício; a piaçava para o fabrico de vassouras e cordas. Não se inclui o extrativismo mineral, que visa à apreensão, sucção ou a coleta, em jazidas, de metais, rochas, petróleo, gás natural, etc. (RIZZARDO, 2018, p. 420).

---

[218] Estabelece diretrizes para a formulação da Política Nacional da Agricultura Familiar e Empreendimentos Familiares Rurais.

[219] Para se enquadrar no conceito de silvicultor, a Lei nº 11.326/2006 exige que sejam cumpridos alguns outros critérios específicos, voltados unicamente à sua caracterização como agricultor familiar ou empreendedor familiar e, consequentemente, ao seu enquadramento como beneficiário da referida lei. Considerando que estes critérios não têm aplicabilidade ao presente trabalho, eles não serão abordados.

[220] Além do fato de explorar reservatórios hídricos, a Lei nº 11.326/2006 exige que o aquicultor cumpra com alguns outros critérios específicos, voltados unicamente à sua caracterização como agricultor familiar ou empreendedor familiar e, consequentemente, ao seu enquadramento como beneficiário da referida lei. Considerando que estes critérios não têm aplicabilidade ao presente trabalho, eles não serão abordados.

[221] Além do fato de se dedicar à atividade pesqueira, a Lei nº 11.326/2006 exige que o pescador cumpra com alguns outros critérios específicos, voltados unicamente à sua caracterização como agricultor familiar ou empreendedor familiar e, consequentemente, ao seu enquadramento como beneficiário da referida lei. Considerando que estes critérios não têm aplicabilidade ao presente trabalho, eles não serão abordados.

Importante ressaltar que, como bem observou Arnaldo Rizzardo, não são consideradas atividades agropecuárias aquelas destinadas à exploração de produtos minerais, tais como as jazidas de minérios, minerais, combustíveis fósseis, rochas, petróleo, águas minerais, termais e gasosas, dentre outras.

A própria IN 1700 coaduna com esse entendimento, ao dispor que não são consideradas atividades rurais "as receitas decorrentes da venda de recursos minerais extraídos de propriedade rural, tais como metal nobre, pedras preciosas, areia, aterro e pedreiras" (art. 250, VI, da IN 1700).

Nesse mesmo sentido, o Instituto Nacional de Colonização e Reforma Agrária – INCRA, em parceria com a Receita Federal do Brasil, no âmbito do Cadastro Nacional de Imóveis Rurais – CNIR, assim esclarece: "as áreas ocupadas por jazidas ou minas devem ser declaradas como áreas não utilizadas pela atividade rural. *A exploração mineral é uma atividade econômica não enquadrável como atividade rural*"[222] (grifo nosso).

Dessa mesma forma, a Instrução Normativa SRF nº 256/2002 (que dispõe sobre normas de tributação relativas ao Imposto sobre a Propriedade Territorial Rural) deixa claro que as porções de terras ocupadas por jazidas ou minas não se enquadram como áreas utilizadas pela atividade rural, visto que somente receberia esse enquadramento a porção aproveitável do imóvel rural que tenha: (i) sido plantada com produtos vegetais; (ii) servido de pastagem; (iii) sido objeto de exploração extrativa; ou (iv) servido para a exploração de atividade aquícola ou granjeira (art. 30, II, da Instrução Normativa SRF nº 256/2002).

Nesse mesmo sentido, a Lei nº 11.326/2006 esclarece também que não se enquadram na categoria de extrativistas aqueles classificados como garimpeiros (art. 3º, § 2º, III, da Lei nº 11.326/2006).

Em que pese Arnaldo Rizzardo, na citação acima transcrita, não considerar a exploração de gases naturais como atividade rural, não se vêm razões para afastar a exploração do biogás e do gás metano dessa classificação, desde que referida exploração seja feita pelo produtor rural através da manipulação de matéria orgânica (como, por exemplo, através da fermentação do esterco), ou de biomassa em geral. Nesse sentido, e apenas a título de comparação, faz-se oportuno citar o conceito de atividades agrícolas presente no Código Rural e da Pesca Marítima francês (*Code Rural et de la Pêche Maritime*):

---

[222] BRASIL. Cadastro Rural. Como devem ser declaradas as áreas ocupadas por jazidas ou minas? Disponível em: http://www.cadastrorural.gov.br/perguntas-frequentes/itr/area-nao-utilizada/172-2014-como-devem-ser-declaradas-as-areas-ocupadas-por-jazidas-ou-minas. Acesso em: 27 jan. 2020.

> Artigo L311-1
> São consideradas *agrícolas* todas as *atividades correspondentes ao controle e à exploração de um ciclo biológico de caráter vegetal ou animal* e que constituam uma ou mais etapas necessárias ao desenrolar desse ciclo, bem como as atividades realizadas por um agricultor que sejam um prolongamento do ato de produção ou que sirvam de suporte à produção. [...] O mesmo se aplica à produção e, quando apropriada, à comercialização, por um ou mais operadores agrícolas, *de biogás, eletricidade e calor por metanização*, quando essa produção provier de pelo menos 50% de materiais agrícolas [...][223] (*Code Rural et de la Pêche Maritime*, article L311-1, grifo nosso e tradução nossa).

O normativo francês considera agrícola a atividade correspondente ao controle e exploração de um ciclo biológico animal ou vegetal, o que demonstra a adoção, nesse ponto, da *teoria da agrariedade.* Contudo, a esta não se atém, haja vista atribuir natureza agrícola também às atividades que sejam um prolongamento do controle e exploração de um ciclo biológico animal ou vegetal, ou que lhes sirvam de suporte, assim como as *de produção e comercialização de biogás, eletricidade e calor através do metano*, quando, para essa produção, forem utilizados ao menos 50% (cinquenta por cento) de materiais agrícolas.

O critério adotado pelo legislador francês para a avaliação da natureza agrícola da atividade de produção e comercialização de biogás, eletricidade e calor, através do metano, é bastante interessante. Tal critério consiste na verificação da porcentagem de utilização de materiais agrícolas na produção dos referidos produtos.

Em havendo a utilização de, ao menos, 50% (cinquenta por cento) de materiais agrícolas, referidas atividades seriam consideradas agrícolas. Talvez a adoção de um critério semelhante ao estabelecido pelo legislador francês seria capaz de afastar dúvidas acerca do caráter agropecuário de um determinado produto, tendo em vista que lhe seria atribuída uma análise quantitativa, e não qualitativa.

Por fim, a Lei nº 8.171/1991 (que dispõe sobre a política agrícola) estabelece que a atividade agrícola seria "a produção, o processamento e a comercialização dos produtos, subprodutos e derivados, serviços e insumos agrícolas, pecuários, pesqueiros e florestais" (art. 1º, parágrafo único, da Lei nº 8.171/1991).

---

[223] Original em francês: "Article L311-1. Sont réputées agricoles toutes les activités correspondant à la maîtrise et à l'exploitation d'un cycle biologique de caractère végétal ou animal et constituant une ou plusieurs étapes nécessaires au déroulement de ce cycle ainsi que les activités exercées par un exploitant agricole qui sont dans le prolongement de l'acte de production ou qui ont pour support l'exploitation. [...] Il en est de même de la production et, le cas échéant, de la commercialisation, par un ou plusieurs exploitants agricoles, de biogaz, d'électricité et de chaleur par la méthanisation, lorsque cette production est issue pour au moins 50% de matières provenant d'exploitations agricoles [...]". (*Code Rural et de la Pêche Maritime*. Article L311-1. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do;jsessionid=F5E5DBF5879012007926B1D03F576E33.tplgfr33s2?idArticle=LEGIARTI000038492093&cidTexte=LEGITEXT000006071367&categorieLien=id&dateTexte=. Acesso em: 01 fev. 2020).

Utilizando-se, como base, a IN 1911 e a IN 1700, assim como a Lei nº 8.171/1991, Lei nº 9.430/1996 e Lei nº 13.288/2016, e considerando que o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 não faz qualquer restrição à abrangência da expressão *atividade agropecuária*, conclui-se que estaria o legislador permitindo-lhe uma ampla análise, de modo que referida atividade compreenderia:

(i) a agricultura;

(ii) a horticultura;

(iii) a floricultura;

(iv) a pecuária;

(v) a aquicultura, apicultura, suinocultura, avicultura, cunicultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais ou vegetais;

(vi) o extrativismo animal e vegetal;

(vii) a pesca;

(viii) a produção de biogás, de metano e de biocombustíveis, quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária, orgânica ou de biomassa;

(ix) a transformação de produtos decorrentes das atividades acima elencadas, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, tais como: (a) o beneficiamento de produtos agrícolas (a exemplo da debulhação, descascamento, lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, secagem, socagem e lenhamento); (b) a industrialização rudimentar de produtos agrícolas (tais como a moagem de trigo, de milho, de cana-de-açúcar e de grãos em farinha ou farelo, assim como os processos de destilação, cozimento, torrefação, cristalização, fundição); (c) a industrialização rudimentar de produtos zootécnicos (como, por exemplo, a produção de mel acondicionado em embalagem, de laticínio, incluindo a pasteurização e o acondicionamento de leite, sua transformação em queijo, requeijão e manteiga, assim como os processos de resfriamento, fermentação, embalagem); (d) transformação de produtos florestais (como, por exemplo, a produção de carvão vegetal e de lenha, a venda de árvores); (e) a produção de embriões de rebanho em geral, de girinos e alevinos, e a captura de pescado; e/ou

(x) a industrialização de produtos decorrentes das atividades acima elencadas, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, independentemente de tal processo ser caracterizado como rudimentar ou não, desde que quaisquer das atividades elencadas nos itens "i" a "viii" sejam a sua principal atividade econômica.

Uma vez analisados os termos *direitos creditórios*, *originários*, *negócios*, *produtores rurais, cooperativas de produtores rurais*, *financiamentos, empréstimos*, *produção*, *comercialização*, *beneficiamento*, *industrialização*, *produtos agropecuários*, *insumos*

agropecuários, *máquinas*, *implementos* e *atividade agropecuária*, julga-se oportuno concluir o presente item dessa dissertação trazendo uma síntese do que se pode entender por *direitos creditórios do agronegócio*.

Assim, para fins do disposto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, sustenta-se que, para a configuração de direitos creditórios como sendo do agronegócio, faz-se necessária a conjugação de uma série de fatores, conforme se verifica nos itens a seguir:

(i) *direitos creditórios do agronegócio* são os direitos do credor de receber, de um devedor, determinada/determinável quantia em dinheiro ou determinado/determinável bem físico passível de avaliação pecuniária, podendo esse *crédito* surgir das mais diversas fontes obrigacionais, tais como de contratos, títulos de crédito, atos ilícitos que gerem o dever de indenizar, etc.;

(ii) o *crédito* mencionado no item "i", acima, deve *ser oriundo*, direta ou indiretamente, de *negócios jurídicos* em geral, incluindo contratos de empréstimos, financiamentos, compra e venda, emissão de títulos de crédito, etc.;

(iii) tais *negócios jurídicos* devem envolver, ao menos em um dos seus polos, pessoas físicas ou jurídicas que sejam *produtoras rurais* (ou que sejam *cooperativas formadas por produtores rurais* pessoas físicas, ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, que reciprocamente se obrigaram a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum, consistente na produção, beneficiamento, industrialização, armazenamento e/ou comercialização da produção rural própria e/ou da de seus cooperados);

(iv) os *produtores rurais* são aquelas pessoas físicas ou jurídicas que exploram a terra ou a natureza com fins econômicos ou para subsistência, em caráter permanente ou temporário, em área urbana ou rural, diretamente ou por intermédio de prepostos, em imóvel próprio ou não, através das atividades de agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pecuária, suinocultura, avicultura, piscicultura, apicultura e outras criações animais ou vegetais, pesca, silvicultura, extrativismo vegetal ou animal, produção de biogás, de gás metano ou de biocombustíveis, podendo, desde que estas atividades precedentes sejam sua atividade econômica principal, combiná-las também com o abatedouro da criação própria e/ou da adquirida de terceiros, assim como com o beneficiamento ou a industrialização (seja rudimentar ou não) dos produtos decorrentes de tais atividades, sejam estes produtos um resultado da produção própria e/ou da adquirida de terceiros;

(v) os *negócios jurídicos* mencionados acima nos itens "ii" e "iii" (que devem contar com um *produtor rural* e devem estar ligados, ainda que de forma indireta[224], à obrigação que gerou o *direito de crédito* mencionado no item "i", acima) devem estar relacionados com a *produção* de *produtos agropecuários,* ou seja, com a atividade realizada sob a responsabilidade de um *produtor rural*, que emprega capital, trabalho, bens e/ou serviços, para desenvolver seres vivos até que alcancem a condição de serem comercializados ou para obter *produtos de origem vegetal ou animal* (obtidos a partir da agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pesca, piscicultura, pecuária, apicultura, suinocultura, avicultura, e demais criações de animais, bem como da silvicultura e do extrativismo vegetal ou animal);

(vi) referidos produtos de origem vegetal ou animal, ou simplesmente *produtos agropecuários,* são aqueles que se encontram em estado *in natura* ou que tenham sido submetidos, pelo *produtor rural*, ao simples *beneficiamento*, que nesse caso é entendido como a primeira modificação ou preparação dos produtos para posterior comercialização ou industrialização, sem lhes retirar a característica original (tais como a lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento, assim como os subprodutos e resíduos obtidos desse beneficiamento), ou que tenham sido submetidos, pelo *produtor rural,* à *industrialização rudimentar* (que compreende, por exemplo, a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares, assim como os subprodutos e resíduos obtidos dessa industrialização);

(vii) os *negócios jurídicos* mencionados nos itens "ii" e "iii" (que devem contar com um *produtor rural* e devem estar ligados, ainda que de forma indireta[225], com a obrigação que gerou o *direito de crédito* mencionado no item "i", acima) podem, ao invés de estar relacionados com a *produção* de *produtos agropecuários*, conforme indicado nos itens "v" e "vi", acima, relacionar-se com:

(a) a *produção* de *insumos agropecuários,* ou seja, com a atividade realizada sob a responsabilidade de uma pessoa física ou jurídica, produtora rural ou não, que emprega capital, trabalho, bens e/ou serviços, para desenvolver quaisquer matérias primas ou itens que sejam

[224] Frisa-se que nestes casos onde há uma ligação apenas de forma indireta entre o direito creditório do agronegócio e o negócio jurídico que lhe deu origem (o que se denomina CRA por "originação indireta", ou CRA "indiretamente originário do agronegócio"), não pode deixar de existir um nexo causal entre ambas as relações jurídicas, haja vista que, conforme se abordou no item 3.1.2 deste trabalho, sempre haverá de existir aquela necessariedade entre uma e outra relação, já que o direito creditório deve ter por base a relação agropecuária fundamental que lhe deu origem, por não existir outra que melhor lhe justifique.

[225] Novamente frisa-se que, nestes casos de CRAs "indiretamente originários do agronegócio", não pode deixar de existir o nexo causal necessário entre o direito creditório e aquela relação agropecuária fundamental que lhe deu origem, conforme se abordou no item 3.1.2 deste trabalho.

necessários, essenciais, e/ou relevantes à produção de determinado *produto agropecuário* e que integrem esse processo de produção;

(b) a *produção* de *máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária,* ou seja, com a atividade realizada sob a responsabilidade de uma pessoa física ou jurídica, produtora rural ou não, que emprega capital, trabalho, bens e/ou serviços, para desenvolver quaisquer matérias primas ou itens que sejam necessários, essenciais e/ou relevantes à produção de determinada *máquina* ou *implemento utilizados na atividade agropecuária* (desde que integrem esse processo de produção), sendo tais *máquinas e implementos* entendidos como quaisquer aparelhos, equipamentos, ferramentas ou apetrechos utilizados na *atividade agropecuária*, isto é, nas atividades de agricultura; horticultura; floricultura; pecuária; aquicultura; apicultura; suinocultura; avicultura; cunicultura; sericicultura; piscicultura e outras culturas animais ou vegetais; extrativismo animal e vegetal; pesca; produção de biogás, de metano e de biocombustível (quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária, orgânica ou de biomassa); transformação, beneficiamento ou industrialização (rudimentar ou não) dos produtos decorrentes dessas atividades anteriormente mencionadas, feitas pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica;

(c) o *beneficiamento* de *insumos* ou *produtos agropecuários*, de *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária,* isto é, que se relacionem com qualquer modificação, aperfeiçoamento ou alteração do funcionamento, da utilização, do acabamento ou da aparência do *insumo* ou do *produto agropecuário*, das *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária*, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto;

(d) a *industrialização* de *insumos* ou *produtos agropecuários*, de *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária*, isto é, com qualquer operação que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do *insumo* ou do *produto agropecuário*, das *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária*, ou os aperfeiçoe para consumo, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto; ou com

(e) a *comercialização* de *insumos* ou *produtos agropecuários*, de *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária,* isto é, com todos os atos necessários à transferência desses bens dos locais de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita e a exportação.

Oportuno enfatizar que, embora possa parecer uma atividade meramente hermenêutica, a interpretação do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04 reveste-se de inegável relevo prático, pois

ela é estrutural e determinante a respeito de quais operações poderão servir de lastro ao CRA objeto de oferta pública. Esta definição permite a própria utilização do CRA para captação de investimentos, justificando a extrema importância de uma correta interpretação do conceito de *direitos creditórios do agronegócio*.

Apresentada, acima, com base nas normas e literatura jurídica estudadas, uma síntese do conceito de *direitos creditórios do agronegócio*, passa-se a verificar a abrangência e a extensão conferida à referida expressão pela CVM.

3.2 A expressão "direitos creditórios do agronegócio" na visão da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

No item anterior fora estudado o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04, onde se decompôs os elementos que integram o conceito de *direitos creditórios do agronegócio,* visando à análise de cada um deles de acordo com a doutrina especializada e/ou com normas do ordenamento jurídico pátrio emanadas de fontes outras que não da CVM.

Passa-se agora a abordar a extensão conferida pela CVM à expressão em comento, demonstrando como a autarquia costumava interpretá-lo antes da entrada em vigor da IN 600, e como ela o interpreta atualmente.

3.2.1. A interpretação da expressão "direitos creditórios do agronegócio" pela CVM anteriormente à IN 600

Até a entrada em vigor da IN 600, em 31 de outubro de 2018, a CVM não havia ainda traçado um conceito formal do que seriam *direitos creditórios do agronegócio*, expressão essa com a qual a autarquia frequentemente se deparou quando da análise dos pedidos de registro de oferta pública de CRA a ela apresentados, bem como de eventuais recursos interpostos quando do indeferimento de tais pedidos.

Antes da entrada em vigor da IN 600, a expressão *direitos creditórios do agronegócio* constantemente "assombrava" os agentes atuantes no mercado de securitização de recebíveis do agronegócio, haja vista inexistir uma exata noção do que estaria nela compreendido, isto é, de quais operações poderiam, na prática, servir de lastro ao CRA objeto de oferta pública.

A Lei nº 11.076/2004 mantinha aquela velha e já conhecida definição de *direitos creditórios do agronegócio*, prescrevendo que seriam:

> [...] 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 (art. 23, § 1º da Lei nº 11.076/2004).

A definição legal é genérica e, como visto anteriormente neste capítulo 3, não especifica a semântica dos termos nela contidos (tais como "produtores rurais", "produtos ou insumos agropecuários", "atividade agropecuária", "produção", "industrialização" etc.).

Cabia, então, à CVM interpretar esses dizeres legais quando da análise de casos concretos a ela apresentados, envolvendo pedidos de registro de ofertas públicas de CRAs. Afirmou-se acima que o termo "assombrava" os agentes pelo fato de constantemente as companhias securitizadoras terem seus pedidos de oferta pública de distribuição de CRA negados por não estarem lastreados em direitos creditórios do agronegócio. A questão era: o que seriam tais direitos creditórios na visão da CVM?

Para responder a essa indagação, é preciso traçar todo um delineado histórico da evolução da matéria, pois a interpretação dada pela CVM ao termo em análise não manteve uma uniformidade desde o início das ofertas públicas de CRA no mercado até a entrada em vigor da IN 600. Nesse longo caminho de quase uma década, a CVM pôde revisitar a expressão *direitos creditórios do agronegócio* em várias oportunidades.

Inicialmente, a autarquia mostrava-se resistente em permitir uma interpretação extensiva da expressão em comento e, consequentemente, do rol de operações que poderiam servir de lastro aos CRAs, ocasionando obstáculo à utilização de tais títulos quando os seus lastros não eram considerados como "do agronegócio".

Desde as primeiras emissões públicas de CRA, em 2009, até meados de 2016, a CVM havia firmado o entendimento de que direitos creditórios do agronegócio seriam *apenas* aqueles *originados diretamente* do próprio agronegócio, não admitindo aqueles relacionados indiretamente ao setor e nem os destinados ao investimento futuro na produção agropecuária.

A entidade exigia ainda que os direitos creditórios que serviriam de lastro ao CRA, além de serem originados diretamente do agronegócio, fossem também decorrentes, direta e exclusivamente, de negócios jurídicos celebrados entre um produtor rural e um terceiro.

Seriam, destarte, passíveis de cessão à companhia securitizadora, para fins de emissão de CRA, os negócios jurídicos relacionados ao agronegócio que, em sua *origem direta*, representassem um direito de crédito ao produtor rural, ou a um terceiro que com ele houvesse *diretamente* negociado.

Por exemplo, poderiam ser cedidos, pelo produtor rural à companhia securitizadora, créditos provenientes de um contrato de fornecimento de produtos agropecuários firmado entre o produtor rural (credor) e um terceiro (devedor do crédito cedido à companhia securitizadora), como se verifica na figura abaixo, que ilustra a oferta pública registrada pela CVM, em 30 de março de 2016, dos CRAs da securitizadora Ourinvest Securitizadora S/A, lastreados em direitos creditórios do agronegócio oriundos de um contrato de fornecimento de madeira firmado entre a companhia Duratex S.A, na qualidade de devedora da relação, e a produtora rural Duratex Florestal Ltda., na qualidade de credora:

Figura 19: Emissão de CRAs lastreados em contrato de fornecimento de madeira.



Fonte: prospecto preliminar de distribuição pública da 4ª série da 2ª emissão dos CRAs da Ourinvest Securitizadora S/A[226].

[226] Disponível em: https://www.bocombbm.com.br/_downloads/Prospecto%20Preliminar%20de%20Distribui%C3%A7%C3%A3o%20P%C3%BAblica%20da%204%C2%AA%20s%C3%A9rie%20da%202%C2%AA%20emiss%C3%A3o%20de%20CRA%E2%80%99s%20da%20Ourinvest%20Securitizadora%20S.A.pdf. Acesso em: 30 nov. 2019.

Na figura acima, o direito creditório do agronegócio é proveniente do contrato de fornecimento de madeira indicado no *item 1*, firmado entre a Duratex Florestal Ltda., na qualidade de fornecedora, e a Duratex S/A, como compradora.

O *item 2* retrata a transferência, pela Duratex Florestal Ltda. à Ourinvest Securitizadora S/A, do direito creditório do agronegócio detido por aquela, sendo formalizada através de instrumento de cessão de crédito[227] entre estas partes.

No *item 3*, a Ourinvest Securitizadora S/A elabora Termo de Securitização de direitos creditórios do agronegócio, vinculando tais direitos à emissão de CRAs, que posteriormente são ofertados no mercado à subscrição pelos investidores.

O *item 4* reflete o cumprimento do contrato de fornecimento, em que a Duratex Florestal Ltda. entrega a madeira à Duratex S/A que, por sua vez, paga o preço acordado pela mercadoria, o qual é pago não mais à Duratex Florestal Ltda., sua antiga credora, mas sim à Ourinvest Securitizadora S/A, cessionária do crédito em questão.

Por fim, no *item 5*, a Ourinvest Securitizadora S/A liquida a operação, realizando o pagamento aos subscritores ou adquirentes, resgatando os CRAs.

A CVM entendia, portanto, que *não* seria admissível uma emissão de CRA lastreada em direitos creditórios que tiveram sua origem *indireta* num negócio jurídico agropecuário firmado entre um produtor rural e um terceiro, ainda que tais direitos guardassem íntima relação com este negócio jurídico.

Nesse contexto, *não* seria permitida, por exemplo, aquela hipotética emissão de CRA ilustrada na Figura 14, do item 3.1.2, acima, na qual os direitos creditórios do agronegócio estão consubstanciados num contrato de Mútuo, celebrado entre uma Instituição Financeira e uma Indústria (que se valeu dos recursos que lhe foram mutuados para o pagamento dos produtos agropecuários adquiridos junto ao Produtor Rural). Isso porque, embora destinados ao agronegócio, os recursos mutuados não teriam sido originados *diretamente* de um negócio jurídico agropecuário *celebrado por um produtor rural*, conforme exigia a CVM.

---

[227] Mais uma vez, ressalta-se que esta cessão de crédito, regulada pelos artigos 286 a 298 do Código Civil, tem por escopo formalizar a aquisição, pela companhia securitizadora, dos direitos creditórios do agronegócio de um terceiro, para fins de servirem de lastro aos CRAs que serão por ela emitidos. Ela não se confunde com a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, modalidade de garantia que pode ser instituída pela companhia securitizadora em benefício do adquirente do CRA, nos termos do art. 41 da Lei nº 11.076/2004. Através da cessão fiduciária em garantia, operar-se-á a transferência, pela companhia securitizadora ao adquirente do CRA, da titularidade dos créditos do agronegócio detidos pela companhia securitizadora, até que haja o total pagamento da remuneração a que o adquirente do CRA faz *jus* pela aquisição deste título.

Da mesma forma, *não* seria admissível uma emissão de CRA lastreada em direitos creditórios provenientes de debêntures[228] emitidas por um terceiro, subscritas por outrem e cedidas à companhia securitizadora (ou subscritas diretamente por esta companhia), ainda que a emissão estivesse estruturada de forma com que os recursos obtidos pelo devedor com a subscrição das debêntures fossem destinados ao cumprimento de negócios jurídicos firmados com um produtor rural.

Nesse sentido, não seria admitida, *v.g.*, aquela emissão de CRA ilustrada na Figura 17, do item 3.1.2, acima, na qual os direitos creditórios do agronegócio estão representados por debêntures emitidas pela Norsa Refrigerantes S.A., que utilizara os recursos captados com a subscrição destas, pela Refrescos Guararapes Ltda., para fazer frente à futura aquisição de açúcar junto a produtores rurais.

Em suma, não importava para a CVM a destinação ou a motivação do crédito, ou seja, se para um produtor rural ou não, se para o emprego no agronegócio ou não. O cerne era a *origem imediata* desse crédito, que deveria corresponder a um negócio jurídico já celebrado por um produtor rural, no âmbito do agronegócio.

Como se observa no entendimento da Procuradoria-Geral Federal Especializada junto à CVM, abaixo reproduzido, era realizada uma interpretação restritiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 sob o argumento de que:

> se está diante de título cuja remuneração goza de isenção de Imposto de Renda, fato que exige do aplicador do direito a realização de criteriosa interpretação da norma jurídica [...]. Nesse aspecto, não se pode olvidar que a lei que concede isenção sobre tributos deve ser interpretada restritivamente, conforme dispõe o art. 111 do Código Tributário Nacional e reconhece a melhor doutrina [...][229].

Cumpre fazer um parêntese para enfatizar que, *data maxima venia*, não se pode concordar com o argumento acima. A Receita Federal é a entidade que deve se (pre)ocupar com questões tributárias envolvendo determinados investimentos, e não a CVM, que é o órgão regulador do mercado de valores mobiliários.

---

[228] Conforme já mencionado anteriormente, a debênture é um valor mobiliário nominativo, emitido por sociedades anônimas, que confere ao seu titular (debenturista) um direito de crédito contra a companhia emissora, nas condições estabelecidas na escritura de emissão (art. 52 da Lei nº 6.404/1976).

[229] BRASIL. Advocacia-Geral da União. Procuradoria-Geral Federal Especializada junto à Comissão de Valores Mobiliários. Gerência Jurídica – 2. Parecer nº 00067/2016/GJU2/PFECVM/PGF/AGU. Interessados: Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. Assuntos: Pedido de registro de oferta de CRA. Referência: Memorando nº 51/2016CVM/SRE/GER1. Processo CVM nº RJ19957.001669/201613. Disponível em: http://www.consultaesic.cgu.gov.br/busca/dados/Lists/Pedido/Attachments/498269/RESPOSTA_PEDIDO_PARECER%20n.%2000067_2016_GJU%20-%202PFE-CVMPGFAGU.pdf, p. 6. Acesso em: 29 fev. 2020.

A CVM não deveria intervir na competência dos órgãos tributários e nem limitar a utilização de determinado valor mobiliário pelo fato deste gozar de isenção de Imposto de Renda. Uma interpretação mais extensiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 (*desde que* respeitados os limites desta própria lei), de maneira a acolher maiores opções de lastros para os CRAs, de nada prejudicaria os investidores. Ao contrário, pois poderiam eles contar com mais opções de investimentos em CRAs para destinar suas poupanças, especialmente em razão do investimento em questão lhes proporcionar, em certos casos, isenção de Imposto de Renda, o que seria um estímulo ao investimento no agronegócio.

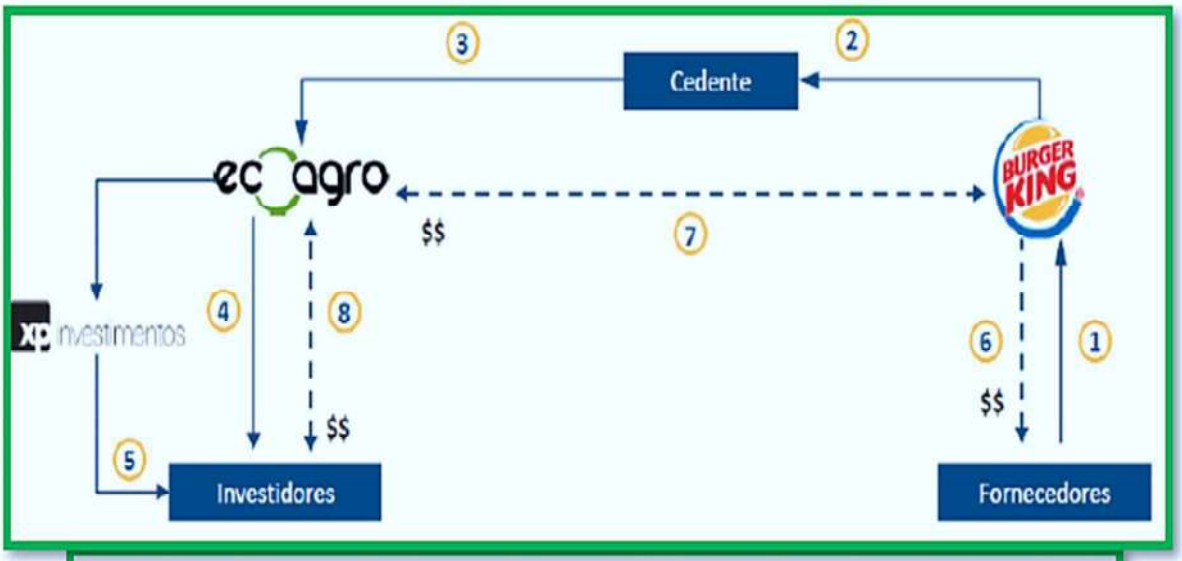
Em que pese sustentar-se que a CVM não deveria limitar desmedidamente a extensão do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, o entendimento da autarquia de que o referido artigo legal deveria ser interpretado da maneira mais restrita possível predominou até julho de 2016, já que, em agosto de 2016, a autarquia mostrou indícios de que estaria ampliando sua visão do artigo em questão.

Nesse sentido, em 30 de agosto de 2016, decidiu o Colegiado da CVM, por maioria, que, para a caracterização de direitos creditórios como sendo do agronegócio e, consequentemente, servirem de lastro ao CRA, poder-se-ia admitir a *destinação* dos recursos captados, *independentemente de sua origem*, tendo, assim, aprovado uma emissão de CRAs lastreados em debêntures, onde os recursos obtidos pela emissora das debêntures seriam destinados ao agronegócio[230].

A figura abaixo ilustra a supracitada emissão de CRAs aprovada pelo Colegiado da CVM, onde a BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A, companhia que opera restaurantes com a marca “Burger King” no Brasil, é a Devedora das debêntures, a W2DMA Comércio de Alimentos Ltda. é a Cedente e subscritora das debêntures, a Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A é a companhia securitizadora (ou Emissora dos CRAs), a XP Investimentos CCTVM S.A é o Coordenador Líder, os Fornecedores são os produtores rurais, e os Investidores são aqueles que subscreverão os CRAs, sendo os CRAs emitidos pela securitizadora e distribuídos no mercado pelo Coordenador Líder:

[230] Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1. Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. - Processo CVM nº RJ-19957.001669/2016-13. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291SRE.pdf. Acesso em: 30 nov. 2019.

Figura 20: Emissão de CRAs lastreados em debêntures – *Caso Burger King.*



1. A Devedora possui contrato de comercialização de produtos agropecuários, celebrados com determinados fornecedores, pelo qual a Devedora se obrigou a comprar determinada quantidade de produto produzida por tal fornecedor.

2. Por meio da Escritura de Emissão das Debêntures, a Devedora emitirá Debêntures, sendo certo que os recursos decorrentes da captação pela colocação das Debêntures serão destinados para honrar o contrato de comercialização. A Cedente irá subscrever as Debêntures;

3. A Cedente cederá as Debêntures à Emissora;

4. A Emissora emitirá uma série de CRA, lastreado nas Debêntures;

5. O Coordenador Líder irá distribuir os CRA no mercado por meio de oferta pública e os recursos da captação serão destinados pela Emissora diretamente à integralização das Debêntures e pela Devedora para cumprimento de suas obrigações com os fornecedores;

6. A Devedora efetua o pagamento dos produtos agropecuários adquiridos do Fornecedor;

7. Os recebíveis (as Debêntures) são pagos pela Devedora para a Emissora; e

8. A Emissora repassa os recursos para os Investidores.

Fonte: Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.[231].

[231] Ibid.

A emissão de CRAs ilustrada acima, que foi apelidada de "*Caso Burger King*", ou "*Precedente Burger King*"[232], estava lastreada em debêntures emitidas por um terceiro (BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A) e subscritas por um terceiro (W2DMA Comércio de Alimentos Ltda). Os recursos obtidos com a subscrição das debêntures seriam destinados ao pagamento de carnes *in natura* adquiridas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A junto aos produtores rurais JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda., com os quais firmara contratos de fornecimento. Estes contratos seriam os negócios jurídicos celebrados entre um produtor rural (JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda) e um terceiro (BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A), relacionados com a comercialização de produtos agropecuários (carnes *in natura*), e que teriam dado origem às debêntures, as quais somente foram emitidas para que se fizessem cumprir os contratos agropecuários em comento.

Dessa maneira, com a aprovação da emissão dos CRAs ilustrada na Figura 20, acima, o Colegiado da CVM expressou um pontual entendimento de que um crédito, seja ele relacionado com um produtor rural *ou não*, poderia também servir de lastro aos CRAs, *desde que* os recursos obtidos com a operação fossem destinados a um negócio jurídico firmado com um produtor rural no seio do agronegócio. É o que se costuma denominar de "*CRA por destinação*"[233], em oposição ao "*CRA por origem"*.

Assim, a CVM passou a admitir a coexistência dessas duas espécies de CRAs, isto é, tanto aqueles cujos direitos creditórios se originam do agronegócio (apelidados de *CRAs por origem*), quanto aqueles cujos direitos creditórios se destinam ao agronegócio (apelidados de *CRAs por destinação*).

Oportuno se faz esclarecer que, no que se refere ao "*Caso Burger King*", em que pese a CVM valer-se da expressão "*CRA por destinação*" e ter tratado efetivamente da destinação dos recursos, entende-se que a autarquia, na realidade, não estaria deixando de considerar os CRAs em questão também como *CRAs por origem*.

Isso porque a CVM exigiu que a companhia securitizadora, previamente à emissão dos CRAs lastreados em debêntures, comprovasse que a BK Brasil Operação e Assessoria a

---

[232] Conforme se verifica no pronunciamento da CVM emitido no âmbito do Processo CVM nº 19957.010578/2017-50, no qual a autarquia se vale das expressões "Caso Burger King" e "Precedente Burger King" (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1. Rio de Janeiro, 06 dez. 2017. Assunto: Pedido de Registro de Oferta Pública de Distribuição de CRI da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Processo CVM nº 19957.010578/2017-50. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171212/0869.pdf, p.19. Acesso em: 30 out. 2019).

[233] Essa denominação é adotada pela própria CVM, conforme se observa em seu relatório de análise da minuta da IN 600 (Relatório de Análise: Audiência Pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167. Objeto: Minuta de Instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição, p. 13. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117Relatoriodeanalise.pdf. Acesso em: 22 fev. 2020).

Restaurantes S.A tinha realmente celebrado contratos de fornecimento de produtos agropecuários (carnes *in natura*) com os Fornecedores qualificados como produtores rurais (JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda.).

Ou seja, os negócios jurídicos agropecuários para os quais os recursos angariados com a emissão das debêntures seriam destinados deveriam *já existir* quando da emissão destes títulos. Inclusive havia "travas" na escritura de debêntures e no termo de securitização que "amarravam" os recursos decorrentes das debêntures ao pagamento das carnes *in natura* que foram adquiridas.

Ora, essa exigência de se vincular os recursos captados pela emissora das debêntures a negócios jurídicos *já celebrados* com produtores rurais revela que tais títulos seriam direitos creditórios *originários* do agronegócio, pois sua existência era justificada em negócios jurídicos agropecuários, firmados anteriormente com produtores rurais. As debêntures, portanto, no caso em questão, seriam *descendentes* de negócios jurídicos agropecuários, teriam por *causa* esses negócios, cumprindo-se assim o requisito da originação previsto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004.

Esse, inclusive, foi o entendimento do ex-diretor da CVM Pablo Renteria, que se manifestou favoravelmente à supramencionada emissão de CRAs lastreada em debêntures emitidas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A, haja vista considerá-las direitos creditórios *originários* do agronegócio:

> vale dizer, portanto, que a restrição estabelecida em lei não é tipológica nem formal, mas de ordem funcional, atinente à origem do crédito. Por isso que não há óbice jurídico a que seja admitido como lastro de CRA crédito diverso daquele tipicamente agropecuário, inclusive debênture simples, desde que a sua causa seja o negócio celebrado entre o produtor rural (ou sua cooperativa) e terceiro, relacionado com alguma etapa do processo de produção rural. 5. É o que se observa no caso em exame. Os arranjos contratuais previstos na minuta de escritura e do termo de securitização [...] evidenciam que as debêntures simples emitidas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A ("BK") *são originárias de negócios* de fornecimento que esta última realizou com produtores rurais – JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda. – relacionados à comercialização de produto rural – a carne *in natura*. As debêntures, com efeito, destinam-se, exclusivamente, ao pagamento das obrigações assumidas pela BK perante o produtor rural nos referidos contratos. 6. As debêntures, em outras palavras, não são emitidas por outra razão senão o cumprimento dos negócios celebrados com o produtor rural e subsistirão apenas na medida em que seja respeitada *essa sua origem específica*. 7. Pode-se dizer, portanto, que *os contratos de fornecimento são a causa da emissão das debêntures, que satisfazem, assim, o requisito legal da originação* estabelecido no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004. 8. Por isso, e pelas demais razões indicadas no voto do Presidente Leonardo Pereira, entendo que a CVM está a adotar, neste caso, interpretação do disposto no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004 que não é restritiva nem extensiva. Cuida-se, antes disso, de interpretação estrita do dispositivo legal, que respeita cabalmente cada um dos elementos que formam a definição legal do direito creditório que pode servir de lastro para a emissão de certificados de recebíveis do agronegócio. 9. Trata-se, ademais, de

> interpretação sistemática e funcionalmente alinhada aos fins perseguidos pelo referido diploma legal, uma vez que viabiliza a colocação pública de certificados de recebíveis do agronegócio que visa sustentar e impulsionar a produção rural[234].

Dessa forma, embora tenha a CVM exigido a comprovação da destinação dos recursos, não significa que as debêntures, no *Caso Burger King*, seriam direitos creditórios do agronegócio unicamente *por destinação*. Isso porque, em havendo um negócio jurídico agropecuário anterior às debêntures, sendo os recursos captados (com a emissão destas) destinados ao cumprimento daquele negócio, as debêntures estariam também erigidas à categoria de direitos creditórios *originários* do agronegócio, pois teriam sua razão de ser num negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro.

Na realidade, as debêntures do *Caso Burger King* corresponderiam simultaneamente tanto a direitos creditórios *originários* do agronegócio, quanto a direitos creditórios *por destinação*. Seriam *originárias* do agronegócio, pois havia negócios jurídicos agropecuários já celebrados com produtores rurais, antes de sua emissão, com os quais elas estavam vinculadas. Seriam também direitos creditórios do agronegócio *por destinação*, pois exigiu-se a comprovação de que os recursos emitidos com a emissão das debêntures fossem destinados ao pagamento dos negócios jurídicos agropecuários celebrados com os produtores rurais.

Cumpre esclarecer que uma emissão de CRA lastreada em debêntures sempre corresponderá a um *CRA por destinação*, pois sempre será preciso comprovar a ligação das debêntures ao financiamento do agronegócio, isto é, comprovar que se destinam ao agronegócio, sob pena de a emissão de CRA perder sua razão de ser, perder seu propósito de financiamento deste setor. Uma pura emissão de debêntures que não sirva para financiar um negócio jurídico agropecuário não pode ser considerada um direito creditório do agronegócio, nem em sua origem, nem em sua destinação.

Contudo, nem toda emissão de CRA lastreada em debêntures corresponderá *apenas a CRAs por destinação*, podendo também corresponder, simultaneamente, a *CRAs por origem*. Trata-se de uma questão cronológica:

(i) caso, anteriormente à emissão das debêntures, já exista um negócio jurídico agropecuário celebrado com um produtor rural – ao qual as debêntures estarão vinculadas e para o qual os recursos obtidos com a emissão destas serão destinados – estar-se-á diante, ao

---

[234] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo SEI nº 19957.001669/2016-13. Reg. Col. n° 0291/16. Diretor: Pablo Renteria, p. 1-4, 2016. Ainda em relação ao *Caso Burger King*, o ex-diretor da CVM Gustavo Borba também admitiu que o propósito da Lei nº 11.076/04 (captação de recursos para fomento das atividades agropecuárias), em um viés sistemático, é atingido quando se contemplam também direitos creditórios cuja origem remonta, ainda que indiretamente ao agronegócio, desde que estejam a este vinculados (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo SEI nº 19957.001669/2016-13. Diretor: Gustavo Borba, 30 ago. 2016, p. 1-4).

mesmo tempo, de um *CRA por origem* (originado desse negócio jurídico) e *por destinação* (destinado ao cumprimento desse negócio jurídico);

(ii) por outro lado, caso, anteriormente à emissão das debêntures, não exista um negócio jurídico agropecuário celebrado com um produtor rural, sendo os recursos captados com a emissão das debêntures utilizados, portanto, para fazer frente a um negócio jurídico agropecuário a ser posteriormente celebrado, estar-se-á diante de um CRA cujo lastro não é originário do agronegócio, mas apenas destinado ao agronegócio, isto é, de um *CRA* que, na concepção da CVM, seria exclusivamente *por destinação*.

A emissão dos CRAs relativa ao *Caso Burger King* envolveu, portanto, direitos creditórios (debêntures) que simultaneamente eram *originários* do agronegócio e *destinados* ao agronegócio.

Posteriormente à aprovação da emissão de CRAs objeto do *Caso Burger King*, a CVM passou também a permitir a emissão de *CRAs exclusivamente por destinação*, os quais seriam lastreados em debêntures emitidas por *terceiros*, cuja emissão se justificaria pelo fato de que os recursos recebidos serviriam para o pagamento de futuros contratos agropecuários a serem celebrados com produtores rurais.

Exemplo dessa situação corresponde à emissão de CRAs registrada na CVM em 12 de abril de 2017, referente aos CRAs da Ápice Securitizadora S.A., lastreados em debêntures emitidas pela Companhia Brasileira de Distribuição (companhia pertencente ao "Grupo Pão de Açúcar"), que não é caracterizada como produtora rural.

Na referida emissão, os recursos recebidos pela Companhia Brasileira de Distribuição, por meio da integralização das debêntures, seriam futuramente "destinados[235] à compra de produtos agropecuários e hortifrutigranjeiros, tais como frutas, verduras, legumes, laticínios, aves e outras proteínas animais *in natura* diretamente dos produtores rurais e/ou cooperativas rurais"[236] que estavam identificados na escritura de emissão das debêntures. A companhia securitizadora deveria apresentar relatório trimestral, acompanhado de cópia das respectivas

[235] Convém destacar que, com a edição da IN 600 em 2018, a CVM determinou que para se evitar que os recursos obtidos através de operações de securitização envolvendo direitos creditórios do agronegócio por destinação sejam, *a posteriori*, destinados a outros fins que não à compra de produtos agropecuários, as companhias securitizadoras devem comprovar documentalmente essa destinação, o que será conferido semestralmente pelo agente fiduciário (art. 3º, § 8º, da IN 600). O descumprimento desta comprovação da destinação dos recursos (para o agronegócio) é considerado infração grave, sujeitando a companhia securitizadora às penalidades indicadas no art. 28, da IN 600, conforme se abordou no capítulo 2 desta dissertação.

[236] Prospecto definitivo de distribuição pública da 7ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Ápice Securitizadora S.A. lastreado em debêntures emitidas pela Companhia Brasileira de Distribuição, com registro da oferta na CVM sob o nº CVM/SRE/CRA/2017/007, em 12 abr. 2017. São Paulo: BNP Paribas, 13 abr. 2017, p. 109. Disponível em: https://www.bnpparibas.com.br/SiteCollectionDocuments/Prospecto%20Definitivo%20-%20CRA%20CB% 202017.pdf. Acesso em: 24 fev. 2020.

notas fiscais relativas aos pagamentos feitos aos produtores rurais e/ou cooperativas rurais, comprovando, assim, a devida utilização dos recursos oriundos da emissão de debêntures.

Na supracitada emissão de CRAs, verifica-se estar diante de *CRAs exclusivamente por destinação*, pois não há um negócio jurídico agropecuário previamente celebrado à emissão das debêntures. Ao contrário, os recursos recebidos com a integralização destas seriam destinados a negócios jurídicos agropecuários a serem celebrados num momento posterior.

É de se notar, portanto, que a CVM passou a admitir CRAs lastreados em debêntures que sejam consideradas direitos creditórios do agronegócio simultaneamente por origem e por destinação (como é o caso do *Precedente Burger King*), bem como debêntures que sejam consideradas direitos creditórios do agronegócio *exclusivamente por destinação* (como é o caso das debêntures da Companhia Brasileira de Distribuição).

Dessa sorte, em que pese a CVM ter realizado uma interpretação mais abrangente do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04, permitindo também a configuração de *CRAs por origem e por destinação*, bem como de *CRAs exclusivamente por destinação*, convém destacar que essa permissão se deu em casos concretos (a exemplo do *Caso Burger King*), não estando baseada numa normativa escrita de aplicabilidade geral, de modo que não se poderia afirmar que outros casos envolvendo pedidos de registro de oferta pública de CRA seriam decididos da mesma forma que decidira a CVM nos casos precedentes.

Em 21 de novembro de 2017, o Colegiado da CVM foi mais além, e autorizou uma emissão de CRAs com lastro em direitos creditórios envolvendo unicamente distribuidores (que não são considerados produtores rurais) e terceiros, bastando que tais direitos estivessem ligados a vendas desses distribuidores a produtores rurais.

Trata-se do Processo SEI nº 19957.006751/2017-15, conhecido como "*Caso Syngenta*", referente à emissão de CRAs estruturada pela Vert Companhia Securitizadora, com lastro em créditos do agronegócio devidos por distribuidores clientes da Syngenta Proteção de Cultivos Ltda.

No *Caso Syngenta*, há a presença de produtores rurais ("Produtores Rurais"), que compraram a prazo insumos de proteção de cultivos e sementes ("Insumos") produzidos pela Syngenta Proteção de Cultivos Ltda. ("Syngenta") diretamente: (i) da Syngenta; e/ou (ii) de distribuidores que lhes revendem os Insumos produzidos pela Syngenta ("Distribuidores"), situação na qual são emitidos pedidos de compra e/ou notas fiscais representativas das vendas realizadas pelos Distribuidores aos Produtores Rurais. Os Produtores Rurais que compraram diretamente da Syngenta e os Distribuidores são os devedores da Syngenta ("Devedores"), pois dela adquiriram produtos mediante pagamento a prazo.

Os Devedores indicavam o volume de Insumos que desejavam adquirir da Syngenta e emitiam notas promissórias ("Notas Promissórias") para a Vert Créditos Ltda. ("Cedente"), sociedade ligada à Vert Companhia Securitizadora ("Securitizadora"), as quais seriam posteriormente transferidas à Securitizadora, por meio de endosso completo (em preto), nos termos dos arts. 13 e 77 da Lei Uniforme de Genebra (Decreto nº 57.663/1996).

Essa emissão de Notas Promissórias em favor da Cedente se devia pelo fato de a Securitizadora ter firmado com a Syngenta um acordo operacional, por meio do qual se comprometeu a captar Devedores como clientes para a Syngenta, pagando a esta, por conta e ordem dos Devedores, o preço de aquisição dos Insumos.

Assim, a Securitizadora acordou com os Devedores que, ao invés destes pagarem o preço de aquisição de Insumos diretamente à Syngenta, o fariam à Securitizadora. Para tanto, emitiriam Notas Promissórias que, ao final, teriam a Securitizadora como credora. Diz-se "ao final", pois, para fins operacionais, havia uma figura intermediária entre os Distribuidores e a Securitizadora, qual seja, a Cedente. A Cedente, sociedade do mesmo grupo econômico da Securitizadora, teria o único papel de transferir as Notas Promissórias à Securitizadora, ou seja, atuava tão somente como endossante.

As Notas Promissórias eram emitidas, portanto, pelos Devedores em favor da Cedente que, por sua vez, transferia as Notas Promissórias à Securitizadora, por meio de endosso. A Cedente não efetuava nenhum pagamento aos Devedores pela aquisição das Notas Promissórias, sendo tal obrigação assumida pela Securitizadora em razão do endosso.

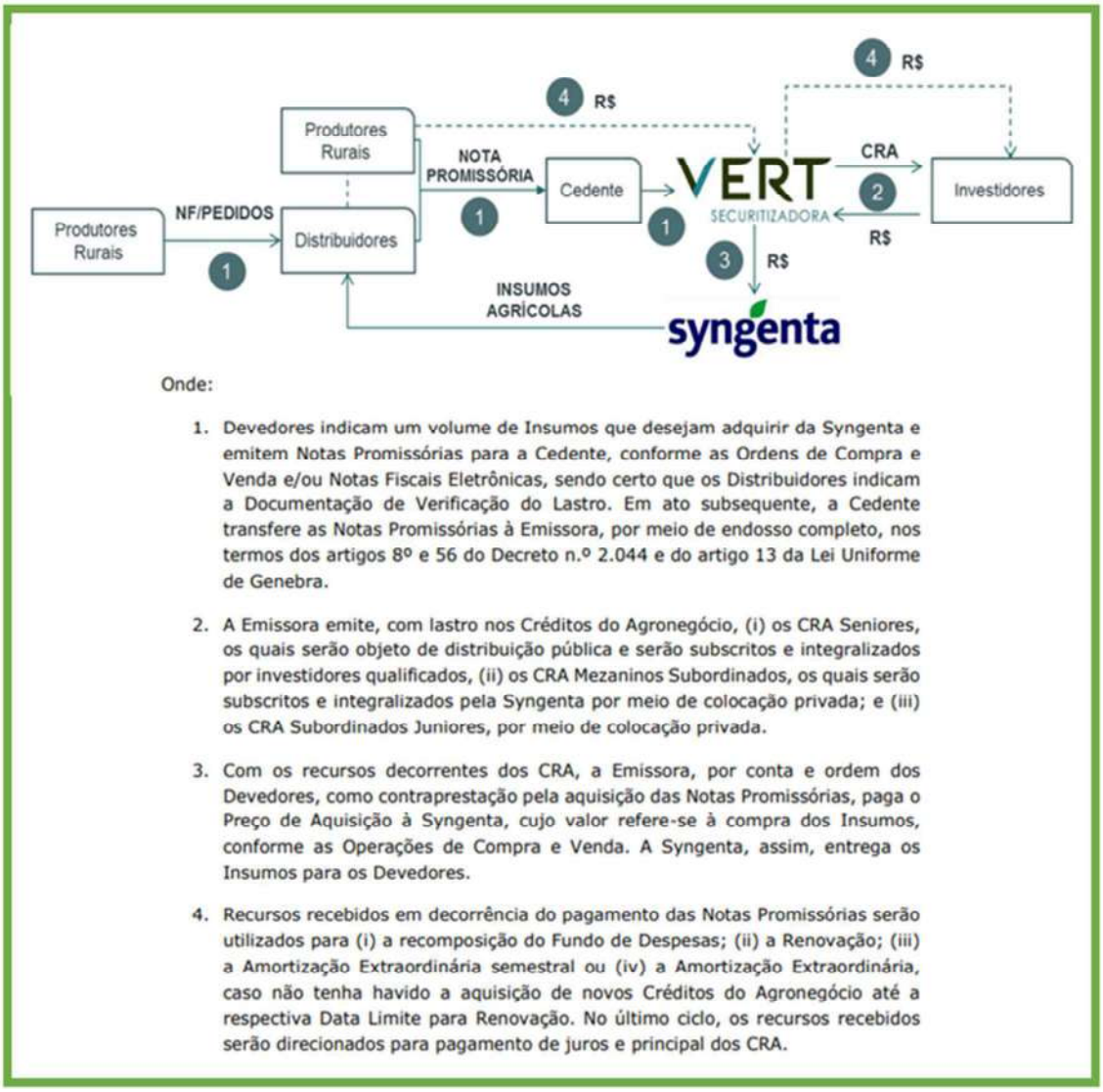
A Securitizadora, então, como titular das Notas Promissórias, usava tais títulos para fins de lastro à emissão dos CRAs. As Notas Promissórias correspondiam, portanto, aos direitos creditórios do agronegócio.

A Securitizadora, que necessitava pagar aos Devedores o preço de aquisição das Notas Promissórias, acordou com eles que, ao invés de pagá-los, repassaria o valor à Syngenta, a título de pagamento (por conta e ordem dos Devedores) dos Insumos que estes adquiriram. A Syngenta, então, entregava os Insumos aos Devedores, que permaneciam devedores da Securitizadora, pois esta continuava sendo a credora das Notas Promissórias.

Os Devedores efetuavam o pagamento das Notas Promissórias à Securitizadora que, por sua vez, após abater deste valor as despesas por ela incorridas com a operação de securitização, remunerava os titulares dos CRAs que foram por ela emitidos.

Essa complexa operação intitulada “Caso Syngenta” encontra-se ilustrada abaixo:

Figura 21: Emissão de CRAs lastreada em créditos do agronegócio devidos por clientes da Syngenta Proteção de Cultivos Ltda. (“*Caso Syngenta*”).



Fonte: prospecto definitivo de distribuição pública da 1ª série da 12ª emissão dos CRAs da Vert Companhia Securitizadora CRA lastreados em créditos do agronegócio devidos por clientes da Syngenta Proteção de Cultivos Ltda[237].

Como se depreende da figura acima, os direitos creditórios documentados nas Notas Promissórias, quando emitidas pelos Distribuidores, eram *originários* de negócios jurídicos envolvendo estes Distribuidores e a Syngenta, ambos terceiros que não se caracterizam como produtores rurais. Contudo, mesmo não sendo produtores rurais, a CVM autorizou a emissão

[237] Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-Prospecto-Definitivo-Syngenta/18-06-04_140024_prospecto+defi nitivo_syngenta.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

dos CRAs em questão por reconhecer que os negócios jurídicos entre os Distribuidores e a Syngenta estariam vinculados às revendas de Insumos, pelos Distribuidores aos Produtores Rurais.

Os Distribuidores estariam adquirindo Insumos junto à Syngenta exatamente para revendê-los aos Produtores Rurais, o que bastaria para caracterizar os direitos creditórios decorrentes desses negócios realizados entre os Distribuidores e a Syngenta como originários do agronegócio.

Entende-se que a CVM, ao exigir a prévia comprovação da existência das vendas dos Distribuidores aos Produtores Rurais, estaria reconhecendo a configuração de direitos creditórios *originários* (ainda que *indiretamente*) de um negócio jurídico agropecuário celebrado entre os Produtores Rurais e um terceiro (Distribuidores).

Isso porque, os negócios jurídicos consistentes nos contratos de compra e venda celebrados entre os Produtores Rurais e os Distribuidores estariam dando origem ao negócio posteriormente celebrado entre os Distribuidores e a Syngenta, ou seja, eram a causa necessária deste negócio. Estar-se-ia diante, portanto, de um *CRA por origem*.

Assim, a comprovação da existência do negócio jurídico de compra e venda entre os Distribuidores e os Produtores Rurais é o que demonstraria a origem do direito creditório do agronegócio, para fins de se cumprir com o requisito da originação previsto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004.

No entanto, embora tenha deixado clara a necessidade de haver um prévio negócio jurídico agropecuário celebrado entre os Distribuidores e os Produtores Rurais, que tenha dado origem aos direitos creditórios referentes a vendas feitas pela Syngenta aos Distribuidores, a CVM acabou flexibilizando a forma de comprovação desse vínculo. Nesse sentido, no *Caso Syngenta*, decidiu o Colegiado da CVM, por maioria, que:

> [...] uma vez formalizados os negócios jurídicos previamente à emissão dos CRA, seja por meio de contratos seja por meio da emissão de títulos de crédito pelos produtores rurais, a Oferta [de CRAs] poderia ser realizada sem que fosse necessário (i) submeter os respectivos instrumentos à CVM e (ii) identificar todos os produtores rurais ou suas cooperativas nos documentos da Oferta. De acordo com a posição majoritária do Colegiado, tais exigências introduziriam custos desnecessários na Oferta, uma vez que a verificabilidade da integridade dos lastros dos CRA poderia ser assegurada por meios menos onerosos. Nessa direção, o disposto no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004, restaria atendido caso a Oferta fosse de tal modo estruturada que os instrumentos contratuais ou títulos de crédito emitidos pelos produtores rurais acompanhassem os títulos de créditos emitidos pelos distribuidores a que estejam vinculados. Dessa forma, caberia à Emissora [companhia securitizadora] verificar, com base na documentação recebida, a higidez e a completude do lastro previamente à emissão do respectivo CRA. Tais documentos também deveriam ser mantidos custodiados junto à Instituição Custodiante de modo a permitir a verificação da

> regularidade do lastro pela CVM, no curso das suas rotinas de supervisão ou quando entender apropriado[238].

Dessa forma, a CVM reconheceu a possibilidade de negócios com distribuidores e terceiros darem ensejo a direitos creditórios do agronegócio, desde que tais direitos tenham por causa o cumprimento de contratos de compra e venda já celebrados entre os distribuidores e produtores rurais. Contudo, para fins de comprovação dessa vinculação dos direitos creditórios às referidas vendas, decidiu a CVM que bastaria que os pedidos de compra e notas fiscais representativos das vendas realizadas, pelos Distribuidores aos Produtores Rurais, acompanhassem os contratos celebrados entre os Distribuidores e a Syngenta.

Caberia à companhia securitizadora, anteriormente à emissão do respectivo CRA, verificar esse vínculo, devendo os documentos que comprovem a completude do lastro ser mantidos custodiados junto à instituição custodiante, de modo a permitir uma eventual futura conferência pela CVM.

A comprovação da existência dos contratos de compra e venda celebrados entre os Distribuidores e os Produtores Rurais evitaria que a emissão de CRA fosse estruturada apenas para abastecer o estoque dos Distribuidores de Insumos, sem que já houvesse um negócio jurídico agropecuário concreto que justificasse a emissão de CRA.

No *Caso Syngenta*, portanto, os CRAs seriam do tipo "*por originação*". Isso porque, os direitos creditórios do agronegócio (Notas Promissórias) são originários de um negócio jurídico agropecuário já existente entre os Distribuidores e os Produtores Rurais, eles têm por causa, têm por fundamento, este negócio jurídico, cumprindo-se, assim, o requisito da *origem*.

Como visto acima, a CVM, até meados de 2016, interpretava o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04 de maneira restritiva, somente permitindo como lastro para o CRA direito creditório *diretamente originado* de um negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro (como é o caso dos CRAs lastreados em direitos creditórios do agronegócio oriundos do contrato de fornecimento de madeira firmado entre a companhia Duratex S.A, e a produtora rural Duratex Florestal Ltda., conforme ilustrado na Figura 19, acima).

A partir de meados de 2016, a CVM passou a permitir a existência de *CRAs simultaneamente por origem indireta e por destinação*, os quais corresponderiam aos CRAs lastreados em debêntures estruturadas de modo com que fossem destinados recursos ao

---

[238] BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo SEI nº 19957.006751/2017-15: decisão do Colegiado. Recurso contra decisão da SER - registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio – Vert Companhia Securitizadora e outro. Relator: SRE/GER-1. Rio de Janeiro, 21 nov. 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1/20171121_D0845.html. Acesso em: 23 fev. 2020.

cumprimento de negócios jurídicos agropecuários já celebrados entre a emissora das debêntures e produtores rurais (*Caso Burger King*, conforme ilustrado na Figura 20, acima).

Também a partir de meados de 2016, a CVM passou a admitir a existência de *CRAs exclusivamente por destinação*, os quais corresponderiam aos CRAs lastreados em debêntures estruturadas de modo com que fossem destinados recursos ao cumprimento de negócios jurídicos agropecuários a serem futuramente celebrados entre a emissora das debêntures e produtores rurais (seria o caso, por exemplo, da emissão de CRAs lastreada em debêntures emitidas pela Companhia Brasileira de Distribuição).

Em 2017, a CVM permitiu que direitos creditórios de negócios celebrados entre distribuidores e terceiros fossem utilizados como lastro para CRAs, desde que estivessem relacionados a vendas dos distribuidores a produtores rurais (*Caso Syngenta*, conforme ilustrado na Figura 21, acima).

Em que pese toda essa evolução na interpretação conferida pela CVM ao art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04, os posicionamentos da CVM – sejam abrangendo, sejam limitando o alcance deste dispositivo legal – eram manifestados no curso de processos administrativos interpostos contra o indeferimento de eventuais pedidos de registro de oferta pública de CRA apresentados pelas companhias securitizadoras.

Tratava-se de decisões *esparsas* proferidas por órgãos da CVM, que, muitas vezes, demonstravam até mesmo a existência de *entendimentos divergentes* entre si[239], conforme já se abordou no capítulo 2 dessa dissertação.

Inexistia qualquer espécie de *comunicado formal* da CVM ao mercado, esclarecendo o que seriam direitos creditórios do agronegócio, o que ocasionava grande insegurança jurídica aos participantes desse mercado de securitização. Frequentemente eram indeferidos pedidos de registro de oferta pública de CRA ante à simples justificativa de que os lastros apresentados não se caracterizavam como direitos creditórios do agronegócio.

Além da referida indefinição sobre o que seriam direitos creditórios do agronegócio, a CVM não havia ainda editado uma Instrução Normativa para regular os CRAs, valendo-se da

[239] No Caso Syngenta, por exemplo, o Colegiado da CVM decidiu, por maioria, aprovar a emissão de CRA lastreado em direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, ao passo em que a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) não foi favorável a tal emissão, por entender que as notas promissórias emitidas pelos distribuidores não corresponderiam a direitos creditórios originários do agronegócio. É o que se verifica na decisão do Colegiado da CVM de 21 de novembro de 2017, no âmbito do recurso contra decisão da SER - registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da Vert Companhia Securitizadora e outro - Proc. SEI nº 19957.006751/2017-15. Relator: SRE/GER-1. (Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1/20171121_D0845.html. Acesso em: 23 fev. 2020).

Instrução própria dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs)[240], inadequada ao segmento do agronegócio, como já abordado no capítulo anterior, o que vinha gerando ainda mais insegurança jurídica no mercado de CRA.

Foi apenas em 1º de agosto de 2018 – quase 14 anos após a criação do CRA – que a CVM aprovou uma norma específica para regular este título, qual seja, a IN 600, finalmente consolidando o seu entendimento acerca do conceito de *direitos creditórios do agronegócio*, conforme será abordado a seguir.

3.2.2. A exegese da expressão "direitos creditórios do agronegócio" após a edição da IN 600

Verificou-se, conforme abordado no item anterior, que a CVM costumava permitir, antes da edição da IN 600, emissões de CRAs baseadas em quatro espécies distintas de lastros, a saber:

(i) CRAs cujos lastros teriam *origem direta* de um negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro ("*CRA por origem direta*");

(ii) CRAs lastreados em debêntures *originárias indiretamente* de um negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural, e um terceiro, estruturados de forma com que os recursos angariados com a subscrição das debêntures fossem *destinados* ao cumprimento do referido negócio jurídico ("*CRA por origem indireta e por destinação*");

(iii) CRAs lastreados em debêntures, estruturados de forma com que os recursos angariados com a subscrição das debêntures fossem destinados ao cumprimento de um futuro negócio jurídico agropecuário, a ser celebrado entre um produtor rural e um terceiro ("*CRA exclusivamente por destinação*"); e

(iv) CRAs lastreados em direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, vinculados a vendas já celebradas pelos distribuidores junto a produtores rurais ("*CRA por origem indireta*").

No entanto, não havia uma norma escrita destinada a regular o instituto do CRA, na qual a CVM pudesse se apoiar quando da análise de pedidos de registro de ofertas públicas desses títulos, o que acabava por implicar na sujeição dos casos concretos ao puro arbítrio da autarquia. Ocorre que a livre convicção da CVM, quando da análise de pedidos de registro de ofertas públicas de CRAs, não estava agradando ao mercado, que ansiava por normas claras, de

[240] Instrução CVM nº 414/2004, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRI.

aplicabilidade geral, e que trouxessem transparência e maior segurança jurídica às decisões da CVM sobre os casos que lhe eram apresentados.

A CVM não conseguiu se esquivar dos anseios do mercado e, em 2017, acabou por elaborar uma minuta de instrução normativa voltada à regulamentação do CRA, a qual foi submetida à audiência pública para que os interessados pudessem inserir contribuições no texto do normativo proposto. Durante a audiência pública, que se estendeu de 12 de maio a 14 de julho de 2017, assunto de grande discussão foi exatamente aquele pertinente aos tipos de lastros admissíveis para os CRAs.

A maioria do público que se manifestou formalmente a respeito da minuta que serviu de base à IN 600, quando posta em audiência pública[241], entendeu que o CRA, sendo um título voltado ao financiamento privado do agronegócio, deveria procurar abranger *todos* os agentes ligados à cadeia deste setor, de modo que a CVM deveria levar em consideração o fato de que tais agentes seriam capazes de originar lastros de CRA, *ainda que* não fossem produtores rurais.

Dentre o supramencionado público, cita-se, como exemplo, a ANDAV - Associação Nacional dos Distribuidores de Insumos Agrícolas e Veterinários, que justificou o seu pedido de mudança da minuta que serviu de base à IN 600 com o seguinte argumento:

> O objetivo deste pedido é explicitar na legislação que os agentes capazes de emitir lastros de CRA são todos aqueles que exercem qualquer tipo de atividade que possa ser enquadrada na cadeia do agronegócio, incluindo nossos associados os Distribuidores de Insumos. Dessa forma, permitir-se-á que aqueles que são do setor e contribuem para o financiamento do produtor rural possam acompanhar sua demanda por crédito, uma vez que são integralmente aptos a cumprir com os demais requisitos necessários para a emissão dos títulos[242].

---

[241] Conforme se verifica nas manifestações recebidas pela CVM acerca da minuta, que podem ser acessadas no seguinte endereço: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0117.html (acesso em: 16 fev. 2020). Por exemplo, dentre os que defendem a extensão do instituto dos CRA a um maior leque de participantes, pode-se citar: (i) Associação Brasileira do Agronegócio (ABAG); (ii) Associação Nacional dos Distribuidores de Insumos Agrícolas e Veterinários (ANDAV); (iii) CFA Society Brazil; (iv) Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A; (v) Papi, Maximiano, Kawasaki, Assoline e Advogados Associados; (vi) Ápice Securitizadora S.A.; (vii) Barigui Securitizadora S.A.; (viii) Brazilian Securities Companhia de Securitização; (ix) CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização; (x) Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.; (xi) Gaia Agro Securitizadora S.A.; (xii) Habitasec Securitizadora S.A.; (xiii) ISEC Securitizadora S.A; (xiv) Octante Securitizadora S.A.; (xv) Reit Securitizadora de Recebíveis Imobiliários S.A; (xvi) RB Companhia de Securitização S.A.; (xvii) VERT Companhia Securitizadora; (xviii) SRB - Sociedade Rural Brasileira; (xix) Tozzini Freire Advogados; (xx) UNICA - União da Indústria da Cana de Açúcar; (xxi) Vaz, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados.

[242] Manifestação apresentada pela ANDAV à CVM, referente ao Edital de Audiência Pública SDM N 01/17. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117ANDAV_14072017.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

Assim como a ANDAV, a *CFA Society Brazil* afirmou que:

> Considerando que, por exemplo, distribuidores fazem parte da cadeia do agronegócio e já emitiram dívidas que fazem parte do lastro de CRAs, a especificação de "outros participantes" na norma traria mais segurança à continuidade da atividade atual. Outrossim, entendemos [*CFA Society Brazil*] que não faria sentido excluir parte significativa da cadeia do agronegócio da possibilidade de financiamento por meio de CRAs, tendo em vista os objetivos da criação desse instrumento[243].

A Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A, no mesmo sentido, justificou o seu pedido de alteração da minuta da seguinte forma:

> Vale destacar que o conceito de cadeia do agronegócio representa a unicidade de todos os agentes relacionados às atividades agroindustriais e tem em seu cerne a noção de interrelação entre atividades econômicas, representando a unicidade de todos os agentes relacionados às atividades agropecuárias e subsequentes processos de transformação, beneficiamento, industrialização, logística e comercialização. Assim, ele deve compreender todos os participantes relacionados à produção, processamento e comercialização de produtos agropecuários, desde os insumos utilizados na produção até a destinação para o consumidor final[244].

Como se depreende dos trechos acima, é de se observar que seus autores estão dentre aqueles que sustentam que o artigo 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 deveria ser interpretado no contexto macro da *cadeia do agronegócio*, abarcando todas as atividades econômicas praticadas pelos agentes do sistema agroindustrial, não se limitando às relações que envolvam um produtor rural em sentido estrito, devendo essas relações serem também capazes de originar direitos creditórios do agronegócio, ainda que celebradas, por exemplo, entre um distribuidor de insumos e um terceiro.

A CVM, contudo, ressalvado o caso dos distribuidores, *não acolheu* o pleito de equiparação de outros participantes da cadeia do agronegócio ao produtor rural, e justificou sua decisão com o argumento de que o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04 determina que os CRAs necessitam estar "vinculados a direitos creditórios 'originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros', impossibilitando, na visão da CVM, a

---

[243] Manifestação apresentada pela CFA Society Brazil à CVM, referente à Minuta de Instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. São Paulo, 14 de jul. 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117CFASocietyBrazil1 4072017.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

[244] Manifestação apresentada pela Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. à CVM, referente ao Edital de Audiência Pública SDM N 01/17. São Paulo, 14 jul. 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117EcoSecuritizadoradeDireitosCreditoriosdoAgronegocioSA14072017.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

interpretação que permita a inclusão de operações que não envolvam o produtor rural ou suas cooperativas"[245].

Encerrada a audiência pública e efetuados ajustes no texto da minuta proposta, a CVM definitivamente promulgou a IN 600, em 1º de agosto de 2018. Referido normativo reproduziu o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/04, isto é, aquela já bem conhecida redação de que os direitos creditórios que servem de lastro ao CRA são aqueles originários de negócios realizados entre produtores rurais e terceiros, ligados à produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos agropecuários:

> Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:
> I – produtos agropecuários;
> II – insumos agropecuários; ou
> III – máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária (art. 3º da IN 600).

A inovação trazida pela IN 600 está, na realidade, nos parágrafos do seu art. 3º, os quais tiveram o propósito de esclarecer o que estaria compreendido no obscuro conceito de *direitos creditórios do agronegócio*.

Logo no primeiro parágrafo do citado artigo, a CVM esclareceu que a *comercialização* de produtos agropecuários seria "a atividade de compra, venda, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos *in natura*" (art. 3º, § 1º, da IN 600).

Produtos *in natura*, por sua vez, seriam aqueles em estado natural, de origem vegetal ou animal, que não passaram por processo de beneficiamento ou industrialização, exceto se o *beneficiamento* corresponder à primeira modificação ou preparo dos produtos, pelo próprio produtor rural, sem lhes retirar a característica original – como, por exemplo, a lavagem, limpeza, pilagem, descaroçamento, descascamento, secagem, debulhação, socagem ou lenhamento – ou se a *industrialização for rudimentar*, isto é, aquela que implica na transformação dos produtos, pelo produtor rural, com a alteração das características originais – como, por exemplo, a pasteurização, a fermentação, o resfriamento, a embalagem, o cozimento, o carvoejamento, a destilação, a torrefação, a moagem, a cristalização ou a fundição, dentre outros (art. 3º, § 2º, da IN 600).

---

[245] Relatório de Análise: Audiência Pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167. Objeto: Minuta de Instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. p. 8.

Também seriam considerados produtos agropecuários *in natura* os subprodutos ou resíduos que, por meio do beneficiamento ou da industrialização rudimentar, surgem sob nova forma, como, por exemplo, a casca, a palha, o farelo, o pelo e o caroço (art. 3º, § 3º, da IN 600).

Acerca do *lastro dos CRAs*, a IN 600 explica que os *direitos creditórios do agronegócio* 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" (art. 3º, § 4º, I, da IN 600);

(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" (art. 3º, § 4º, II, da IN 600), devendo os recursos recebidos por estes terceiros, com a emissão da dívida utilizada como lastro para o CRA, *ser destinados* a produtores rurais (art. 3º, § 7º, da IN 600), destinação essa que deve ser comprovada através de contrato ou outro documento em vigor, celebrado entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do CRA (art. 3º, § 8º, da IN 600);

(iii) "títulos de dívida emitidos por produtores rurais, ou suas cooperativas [*sic*]" (art. 3º, § 4º, III, da IN 600), devendo os recursos captados na emissão desses títulos *ser destinados* às atividades de produção, de comercialização, de beneficiamento e de industrialização de produtos agropecuários, insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária (art. 3º, § 9º, da IN 600); ou

(iv) "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" (art. 3º, § 5º, da IN 600).

A CVM esclareceu que os direitos creditórios referidos nos itens "i" a "iii", acima, podem ser subscritos diretamente pela companhia securitizadora, sem a necessidade de haver a cessão por terceiros (art. 3º, § 6º, da IN 600).

Assim, pode-se afirmar que, *atualmente*, o entendimento consolidado da CVM acerca do conceito de *direitos creditórios do agronegócio* é exatamente aquele que se encontra expresso na IN 600, mais especificamente no art. 3º e em seus parágrafos, que se encontram em vigor desde 31 de outubro de 2018 e que somente consideram direitos creditórios do agronegócio (para fins de lastro aos CRAs) aqueles que se encaixem, ao menos, em uma das hipóteses contidas em cada um dos seguintes requisitos:

1º requisito: os direitos creditórios[246] devem estar ligados a negócios jurídicos[247], incluindo financiamentos e empréstimos, que estejam relacionados com:

a) a produção, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária; ou

b) a compra, venda, exportação, intermediação, armazenagem ou transporte de insumos agropecuários, máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, ou de produtos agropecuários *in natura*, isto é, produtos (incluindo seus subprodutos ou resíduos) que sejam de origem animal ou vegetal em seu estado natural, sem terem passado por processo de beneficiamento ou industrialização – exceto se o beneficiamento for a primeira modificação ou preparo do produto pelo próprio produtor rural[248], ou se a industrialização for considerada rudimentar; e

2º requisito: os direitos creditórios devem:

a) ter como devedor ou credor *original* um produtor rural, ou sua cooperativa[249], independentemente da destinação dos recursos que será dada pelo credor (ou cedente) ou pelo

---

[246] Em que pese a CVM não esclarecer o que se entende por "direitos creditórios", deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 considerando, como direitos creditórios, os direitos do credor – isto é, daquele que assume o polo ativo numa relação obrigacional – de receber do devedor determinada/determinável quantia em dinheiro, ou determinado/determinável bem físico passível de prévia monetização, podendo esse crédito derivar das mais diversas fontes obrigacionais, como, por exemplo, de um título de crédito, de um contrato, de um inadimplemento contratual para o qual haja a previsão de uma cláusula penal, de um ato ilícito ou de um abuso do direito que gerem o dever de indenizar. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam "direitos creditórios", possibilitam uma idêntica interpretação.

[247] Em que pese a CVM não se valer expressamente do termo "negócio jurídico", outra interpretação não se pode dar à palavra "negócio" mencionada no art. 3º, *caput*, da IN 600. Deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1.3 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se referindo aos negócios jurídicos. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam "negócios", estão se referindo aos negócios jurídicos.

[248] Embora a IN 600 não conceitue produtor rural, a CVM esclareceu, no relatório de audiência pública da IN 600, que produtor rural é a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos, ou que, além de quaisquer dessas atividades, pratique também o beneficiamento ou industrialização da produção rural própria (Relatório de análise da audiência pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167, p. 7-8. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117_Relatorio_de_analise.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020).

[249] Embora a IN 600 não conceitue *cooperativas de produtores rurais*, entende-se que, conforme exposto no item 3.1.4 dessa dissertação, seriam as cooperativas formadas por produtores rurais pessoas físicas, ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, que reciprocamente se obrigaram a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum, consistente na produção, beneficiamento, industrialização, armazenamento e/ou comercialização da produção rural própria e/ou da de seus cooperados. Isso porque, chegou-se a este conceito através da conjugação do disposto na Lei nº 5.764/1971, que se aplica às cooperativas em geral, com o disposto na IN 971, normativa essa que a CVM afirmou levar em consideração quando da análise do termo *produtor rural* (Ibid., p. 7). Ou seja, se a CVM considera que o termo produtor rural tem o significado que lhe foi atribuído pela IN 971, conclusão diversa não se pode chegar em relação ao termo *cooperativa de produtores rurais*, que também deve receber significado equivalente ao previsto na IN 971.

devedor, desde que tais direitos creditórios sejam diretamente provenientes de algum dos negócios jurídicos compreendidos no *primeiro requisito*, acima descrito (trata-se do *CRA exclusivamente por origem direta*);

b) ser constituídos por títulos de dívida (*i.e.* debêntures)[250] emitidos por um terceiro, estruturados de modo que os recursos recebidos por este terceiro com a emissão das debêntures sejam *destinados* a produtores rurais para o cumprimento de uma relação comercial firmada entre este terceiro e os produtores rurais, relação esta que esteja enquadrada em alguma das atividades previstas no *primeiro requisito* (trata-se do *CRA simultaneamente por origem indireta e por destinação*, ou do *CRA exclusivamente por destinação*);

c) ser constituídos por títulos de dívida (*i.e.* debêntures) emitidos pelo produtor rural, ou sua cooperativa [*sic*], estruturados de modo que os recursos captados, com a emissão das debêntures, sejam *destinados* à realização de alguma das atividades descritas no *primeiro requisito* (trata-se de *CRA simultaneamente por origem indireta e por destinação*, ou de *CRA exclusivamente por destinação*); ou

d) estar ligados a negócios realizados entre distribuidores e terceiros, que estejam vinculados a vendas dos distribuidores a produtores rurais, comprovadas através de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito que demonstrem a existência do negócio entre eles, devendo este negócio com os produtores rurais estar relacionado com alguma das atividades elencadas no *primeiro requisito* (trata-se de *CRA exclusivamente por origem indireta).*

No *item "a"*, não há dúvidas de que se está diante de direitos creditórios originários do agronegócio, pois seriam aqueles que têm como devedor ou credor original um produtor rural e que são diretamente provenientes de um negócio jurídico agropecuário. Ou seja, os direitos creditórios são constituídos no âmbito do próprio negócio jurídico agropecuário envolvendo um produtor rural, tratando-se, portanto, de um caso típico de *CRA por origem*.

Embora trate do *CRA por origem*, a CVM, no *item "a"*, apenas permite que essa originação se dê de forma *direta.* Essa modalidade de lastro corresponderia, por exemplo, àquela ilustrada na Figura 19, acima, que trata de direitos creditórios detidos originalmente pelo produtor rural, em razão de negócio jurídico agropecuário (contrato de fornecimento de madeira) celebrado com um terceiro.

---

[250] A CVM esclarece que referidos títulos de dívida, que se encontram mencionados no art. 3º, §4º, II, da IN 600, seriam as debêntures, também denominadas de dívidas corporativas: "[...] o inciso II trata necessariamente de uma emissão de um título de dívida, na modalidade de CRA por destinação, em que o emissor da debênture – e titular da dívida – deverá angariar os recursos e canalizá-los para o pagamento dos produtos agropecuários adquiridos junto aos produtores rurais" (Ibid., p. 14).

Por outro lado, *não* seria permitida, nesse item "a", uma emissão de CRA com lastro em direitos creditórios *indiretamente* originários do agronegócio, como, por exemplo, aquela ilustrada na Figura 14, do item 3.2.1, acima, que retrata uma hipotética emissão de CRA lastreada em direitos creditórios provenientes de um contrato de mútuo celebrado entre terceiros, mútuo esse que seria originário de um negócio jurídico agropecuário celebrado pelo mutuário com um produtor rural.

O *item "b"*, por sua vez, acolhe os direitos creditórios *originários indiretamente* do agronegócio. Isso porque, tal item trata de direitos creditórios constituídos por títulos de dívida (*i.e.,* debêntures) emitidos por um terceiro, estruturados de modo que os recursos recebidos por este terceiro com a emissão das debêntures sejam destinados a produtores rurais, para o cumprimento de negócio jurídico agropecuário. Caso referido negócio jurídico tenha sido celebrado anteriormente à emissão das debêntures e seja a causa para a emissão delas, referidas debêntures seriam consideradas *direitos creditórios originários (indiretamente) do agronegócio*.

O *item "b"* acolhe também direitos creditórios do agronegócio *por destinação.* Na realidade, em se tratando deste item, sempre se estará diante de um *CRA por destinação*, pois os recursos advindos das debêntures devem ser necessariamente destinados ao cumprimento de negócios jurídicos agropecuários celebrados com produtores rurais. Tal *CRA por destinação*, contudo, pode ser também ao mesmo tempo caracterizado como *CRA por origem*.

Nesse sentido, no escopo do item "b", seria possível haver: (i) direitos creditórios do agronegócio que sejam ao mesmo tempo por destinação indireta e por origem; (ii) direitos creditórios do agronegócio que sejam exclusivamente por destinação.

Isso porque, caso o negócio jurídico agropecuário venha a ser celebrado posteriormente à emissão das debêntures, estas seriam consideradas apenas direitos creditórios do agronegócio *por destinação*, pois não haveria um prévio negócio jurídico agropecuário lhes antecedendo, servindo-lhes de fundamento.

Por outro lado, caso o negócio jurídico agropecuário já exista quando da emissão das debêntures, estas seriam consideradas direitos creditórios do agronegócio por origem indireta e por destinação, pois teriam sua origem num negócio jurídico agropecuário, e seus recursos seriam também destinados a esse mesmo negócio.

O *item "c*", da mesma forma que se verifica no item anterior, permite direitos creditórios *indiretamente originários* do agronegócio e/ou *destinados* ao agronegócio. Tal item trata de direitos creditórios constituídos por títulos de dívida (*i.e.* debêntures) emitidos por um produtor rural, estruturados de modo que os recursos por ele recebidos com a emissão das debêntures

sejam destinados a negócios jurídicos envolvendo a produção, beneficiamento, industrialização ou comercialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Caso referidos negócios jurídicos agropecuários tenham sido celebrados pelo produtor rural anteriormente à emissão das debêntures, estas seriam consideradas direitos creditórios *originários* do agronegócio – haja vista ter sua origem justificada naqueles negócios jurídicos – e também *destinados* ao agronegócio – uma vez que os recursos obtidos com a subscrição das debêntures seriam os destinados ao cumprimento dos referidos negócios jurídicos agropecuários já celebrados.

Por outro lado, caso aqueles negócios jurídicos agropecuários tenham sido celebrados posteriormente à emissão das debêntures, estas seriam consideradas direitos creditórios do agronegócio exclusivamente *por destinação*, pois não contariam com um negócio jurídico agropecuário em sua origem, mas apenas em seu fim.

Uma questão que chama a atenção e causa perplexidade, nesse item "c", é a menção a títulos de dívida emitidos por cooperativas de produtores rurais. A própria CVM reconheceu que esses títulos de dívida seriam as debêntures[251]. Ocorre que referidos títulos somente podem ser emitidos por sociedades anônimas (art. 52 da Lei nº 6.404/1976) e, considerando que as cooperativas de produtores rurais têm a natureza jurídica de sociedades simples, não há como se admitir que elas emitam debêntures.

Dessa sorte, depreende-se que apenas os produtores rurais constituídos sob a forma de sociedades anônimas poderiam se valer da emissão dos títulos de dívida mencionados no art. 3º, §4º, III, da IN 600. Esta é a única conclusão técnica que se pode extrair da análise jurídica deste artigo.

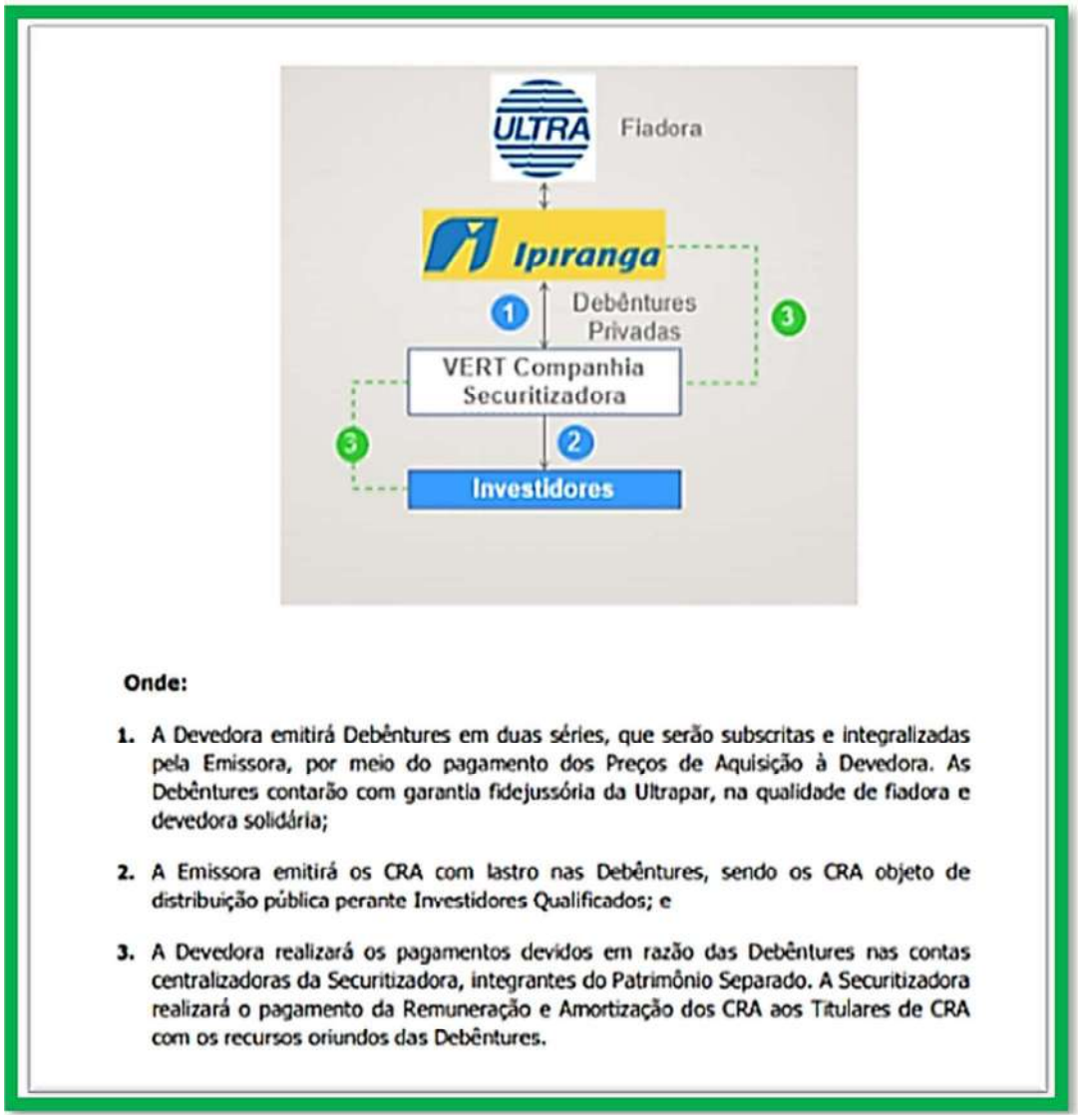
Em relação aos *itens "b" e "c"*, acima, a CVM passa a admitir que a subscrição de debêntures que sirvam de lastro a emissões de CRAs seja feita diretamente pela companhia securitizadora. Assim, sejam debêntures de emissão do produtor rural, sejam de emissão de um terceiro, a companhia securitizadora poderá ser a subscritora delas, devendo seus emissores, contudo, destinar os recursos obtidos com a emissão das debêntures para negócios jurídicos agropecuários.

Esta última hipótese está ilustrada na figura abaixo, que representa a oferta pública, registrada na CVM em 19 de dezembro de 2018, dos CRAs da companhia securitizadora Vert Companhia Securitizadora, lastreados em direitos creditórios do agronegócio devidos pela

[251] Ibid., p. 14.

Ipiranga Produtos de Petróleo S.A, por força de debêntures por esta emitidas, que foram subscritas e integralizadas pela própria companhia securitizadora:

Figura 22: Emissão de CRAs lastreada em debêntures emitidas pela Ipiranga Produtos de Petróleo S.A e subscritas pela Vert Companhia Securitizadora.



Fonte*:* prospecto definitivo de distribuição pública das 1ª e 2ª séries da 20ª emissão dos CRAs da Vert Companhia Securitizadora[252].

Na figura acima, o direito creditório do agronegócio está ligado às debêntures emitidas pela Ipiranga Produtos de Petróleo S.A, que, por não ser uma produtora rural na concepção da

[252] Disponível em: https://www2.cetip.com.br/download.aspx?CID=4d60d d23-9887-4593-bbae-bfbff573219b. Acesso em 15 jan. 2019.

CVM, obrigou-se a destinar os recursos obtidos com a emissão das debêntures à aquisição de etanol, diretamente de produtores rurais.

No número 1 da Figura 22, a Ipiranga Produtos de Petróleo S.A emite as debêntures, que são subscritas diretamente pela Vert Companhia Securitizadora, contando com garantia fidejussória prestada pela Ultrapar Participações S.A. No número 2, a Vert Companhia Securitizadora elabora Termo de Securitização de direitos creditórios do agronegócio, vinculando tais direitos à emissão de CRAs, que posteriormente são ofertados no mercado à subscrição pelos investidores, estando lastreados em debêntures. O número 3 reflete os pagamentos devidos pela Ipiranga Produtos de Petróleo S.A à Vert Companhia Securitizadora, em razão da subscrição das debêntures, bem como a liquidação da operação, onde a Vert Companhia Securitizadora realiza o pagamento aos subscritores ou adquirentes, resgatando os CRAs.

Por fim, o último item do supramencionado *2º requisito*, qual seja, o *item "d",* trata de direitos creditórios *originários* (indiretamente) do agronegócio, pois seriam aqueles que, embora não envolvam diretamente um produtor rural, têm sua origem justificada em contratos já celebrados entre distribuidores e produtores rurais, voltados ao fornecimento de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária.

Essas vendas aos produtores rurais devem ser comprovadas através de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito que demonstrem a existência do negócio jurídico agropecuário entre eles. Ou seja, esse negócio jurídico agropecuário deve ser precedente àquele em que se materializa o direito creditório do agronegócio. Antes da configuração dos direitos creditórios, deve ter havido uma relação de compra e venda entre o distribuidor e o produtor rural, pois é esta compra e venda que estaria dando ensejo à criação dos direitos creditórios do agronegócio.

A CVM, portanto, exige que, quando da constituição dos direitos creditórios tratados no *item "d"*, o negócio jurídico agropecuário envolvendo um produtor rural e o distribuidor já tenha sido celebrado. Assim, referidos direitos creditórios seriam *originários* do agronegócio, ainda que indiretamente, pois teriam sua origem neste negócio jurídico agropecuário pretérito.

Dessa forma, em se tratando do *item "d",* acima, verifica-se que a CVM passou a permitir que negócios realizados exclusivamente entre terceiros possam também originar direitos creditórios do agronegócio, desde que um destes terceiros seja um distribuidor e que tais negócios estejam vinculados, por meio de contratos ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores rurais. O *Caso Syngenta*, acima abordado, reflete exatamente essa espécie de emissão de CRA.

Nesse contexto, a CVM explica que:

> ao avaliar a peculiaridade da atuação dos distribuidores no mercado agropecuário, optou por permitir que direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros que estejam explicitamente vinculados, por meio de contratos ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores rurais, possam ser utilizados como lastro de CRA. [...] Essa posição é um avanço na interpretação da lei e se justifica pela característica da atuação dos distribuidores e do reconhecimento da importância de sua capilaridade, possibilitando o financiamento e a canalização de insumos agropecuários aos pequenos produtores rurais[253].

A comprovação da existência do negócio jurídico de compra e venda entre o distribuidor e o produtor rural é o que demonstra a origem do direito creditório do agronegócio, para fins de se cumprir com o requisito da originação previsto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004.

No entanto, embora tenha deixado clara a necessidade de haver um prévio negócio jurídico agropecuário celebrado entre o distribuidor e o produtor rural, negócio esse que tenha dado origem, indiretamente, aos direitos creditórios detidos por terceiros, a CVM, na prática, acabou flexibilizando a forma de comprovação desse vínculo.

No *Caso Syngenta*, por exemplo, o Colegiado da CVM permitiu que não fossem apresentados à CVM os contratos ou títulos de crédito representativos dos negócios celebrados entre os distribuidores e os produtores rurais, pois essa exigência ocasionaria custos desnecessários à companhia securitizadora. Caberia, então, à própria companhia securitizadora verificar a integridade dos lastros dos CRAs previamente à emissão do respectivo CRA, deixando os documentos comprobatórios desses lastros em custódia junto à instituição custodiante, de modo a possibilitar eventual verificação de sua regularidade pela CVM.

Neste caso envolvendo os distribuidores, a CVM não nega que se está diante de um *CRA por originação*, mas apenas flexibiliza a necessidade de se comprovar, no momento do pedido de registro da oferta pública do título, a preexistência do negócio jurídico agropecuário entre o distribuidor e o produtor rural. Essa comprovação poderá ser efetuada num segundo momento, qual seja, quando da efetiva emissão do respectivo CRA, sendo que tal comprovação não será apresentada à CVM, bastando que a companhia securitizadora mantenha sob custódia a respectiva documentação.

Uma vez analisada a interpretação dada pela CVM ao art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, passa-se confrontá-la com a interpretação que se realizou no item 3.1, acima, dessa dissertação.

---

[253] Relatório de Análise: Audiência Pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167. Objeto: Minuta de Instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. p. 8.

3.3 O conceito de “direitos creditórios do agronegócio” previsto na Instrução CVM nº 600/2018 e na Lei nº 11.076/2004: convergência ou divergência?

Para melhor visualização da convergência ou divergência entre o conceito de direitos creditórios do agronegócio que se estabeleceu no item 3.1 (e seus subitens) desta dissertação e aquele estabelecido pela CVM na IN 600, apresenta-se, abaixo, um quadro comparativo:

Figura 23: A expressão "*direitos creditórios do agronegócio"* interpretada com base na Lei nº 11.076/2004 e na IN 600.

Direitos creditórios do agronegócio		
Requisitos	**Lei nº 11.076/2004**	**IN 600**
Direitos creditórios	Seriam os direitos do credor – isto é, daquele que assume o polo ativo numa relação obrigacional – de receber do devedor determinada/determinável quantia em dinheiro, ou determinado/determinável bem físico passível de prévia monetização, podendo esse crédito derivar das mais diversas fontes obrigacionais, como, por exemplo, de um título de crédito, de um contrato, de um inadimplemento contratual para o qual haja a previsão de uma cláusula penal, de um ato ilícito ou de um abuso do direito que gerem o dever de indenizar.	Seriam os direitos do credor – isto é, daquele que assume o polo ativo numa relação obrigacional – de receber do devedor determinada/determinável quantia em dinheiro, ou determinado/determinável bem físico passível de prévia monetização, podendo esse crédito derivar das mais diversas fontes obrigacionais, como, por exemplo, de um título de crédito, de um contrato, de um inadimplemento contratual para o qual haja a previsão de uma cláusula penal, de um ato ilícito ou de um abuso do direito que gerem o dever de indenizar.
Originários	Os direitos creditórios devem ter sua origem, *direta ou indiretamente*, de um negócio jurídico celebrado entre um produtor rural, ou sua cooperativa, e um terceiro (incluindo, mas não se limitando a contratos e títulos de crédito), relacionado com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, devendo os direitos creditórios, no caso de originação indireta, ter a sua existência justificada neste negócio jurídico agropecuário, o qual lhes deve servir de causa.	No caso do *art. 3º, §4º, I, da IN 600*, os direitos creditórios devem ter sua *origem direta* de um negócio jurídico celebrado entre um produtor rural, ou sua cooperativa, e um terceiro (incluindo, mas não se limitando a contratos e títulos de crédito), relacionado com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, independentemente da destinação dos recursos a ser dada pelo devedor ou pelo cedente. No caso do *art. 3º, §4º, II, da IN 600*, os direitos creditórios representados pelas debêntures emitidas por terceiros podem ter sua *origem indireta* de um negócio jurídico agropecuário, desde que tal negócio tenha sido celebrado anteriormente à emissão das debêntures e tenha a elas dado origem. No caso do *art. 3º, §4º, III, da IN 600*, os direitos creditórios representados pelas debêntures emitidas pelo produtor rural podem ter sua *origem indireta* de um negócio jurídico agropecuário, desde que tal negócio tenha sido celebrado anteriormente à emissão das debêntures e tenha a elas dado origem. No caso do *art. 3º, § 5º, da IN 600*, os direitos creditórios (correspondentes a uma relação comercial entre distribuidores e terceiros) podem ter sua *origem indireta* de um negócio jurídico agropecuário, desde que este negócio tenha sido celebrado anteriormente àquela relação entabulada entre os distribuidores e terceiros, e desde que tenha a ela dado origem.

Direitos creditórios do agronegócio		
Requisitos	**Lei nº 11.076/2004**	**IN 600**
Destinados	Os direitos creditórios podem resultar na destinação de recursos ao agronegócio, o que se dará sempre quando se estiver diante de um direito creditório originário indiretamente do agronegócio, haja vista ser necessário comprovar o liame entre referido direito e o negócio jurídico agropecuário que lhe deu origem, para o qual serão destinados recursos. Contudo, não são admissíveis direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação. Os direitos creditórios devem ter sua origem, ainda que de forma indireta, de um negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural, ou sua cooperativa, e um terceiro. Referido negócio deve ter nascido anteriormente àquele no qual se materializa o direito creditório, pois não seriam direitos creditórios originados do agronegócio aqueles que nunca tiveram alguma relação com o agronegócio, ainda que sejam destinados, posteriormente, a um futuro negócio jurídico inserido neste segmento. Dessa forma, no caso de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio, sempre deverá haver um negócio jurídico agropecuário anteriormente celebrado, que lhes justificará a existência. Assim, não há que se falar em direitos creditórios *exclusivamente por destinação*, de modo que sempre que se estiver diante de um direito creditório do agronegócio por destinação, haverá de existir um negócio jurídico agropecuário pretérito que lhe deu origem, o que fará com que referido direito creditório seja, simultaneamente, originado do agronegócio e a este segmento destinado. Em síntese, somente se admitem CRAs por origem, ou CRAs simultaneamente por origem e por destinação.	Os direitos creditórios podem, ao invés de serem originários do agronegócio, serem somente a este destinados, situação na qual se enquadram as seguintes hipóteses: a) no caso do *art. 3º, §4º, II, da IN 600*, os direitos creditórios representados pelas debêntures emitidas por terceiros podem não ser originários de um negócio jurídico agropecuário, bastando que proporcionem a destinação de recursos a um negócio jurídico agropecuário a ser futuramente celebrado; b) no caso do *art. 3º, §4º, III, da IN 600*, os direitos creditórios representados pelas debêntures emitidas pelo produtor rural podem não ser originários de um negócio jurídico agropecuário, bastando que proporcionem a destinação de recursos a um negócio jurídico agropecuário a ser futuramente celebrado.
Negócios jurídicos	Os direitos creditórios tratados na lei estão ligados a negócios jurídicos.	Os direitos creditórios tratados na IN 600 estão ligados a negócios jurídicos.

Direitos creditórios do agronegócio		
Requisitos	**Lei nº 11.076/2004**	**IN 600**
Produtor rural	Pessoas físicas ou jurídicas que exploram a terra ou a natureza com fins econômicos ou para subsistência, em caráter permanente ou temporário, em área urbana ou rural, diretamente ou por intermédio de prepostos, em imóvel próprio ou não, através da agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pecuária, suinocultura, avicultura, piscicultura, apicultura e outras criações animais ou vegetais, pesca, silvicultura, extrativismo vegetal ou animal, produção de biogás, de gás metano ou de biocombustíveis, ou que, além de quaisquer dessas atividades, e desde que sejam estas sua atividade econômica principal, pratiquem também o abatedouro da criação própria ou da adquirida de terceiros, assim como o beneficiamento ou a industrialização (seja rudimentar ou não) dos produtos decorrentes dessas atividades, sejam estes produtos um resultado da produção própria ou da adquirida de terceiros.	Embora a IN 600 não conceitue produtor rural, a CVM esclareceu, no relatório de audiência pública referente à IN 600, que produtor rural é a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos, ou que, além de quaisquer dessas atividades, pratique também o beneficiamento ou industrialização da produção rural própria[254].
Cooperativas de produtores rurais	Cooperativas formadas por produtores rurais pessoas físicas, ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, que reciprocamente se obrigaram a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum, consistente na produção, beneficiamento, industrialização, armazenamento e/ou comercialização da produção rural própria e/ou da de seus cooperados.	Embora a IN 600 não conceitue "cooperativas de produtores rurais", entende-se que, da mesma forma como se interpretou o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, a IN 600 estaria se referindo às cooperativas formadas por produtores rurais pessoas físicas, ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, que reciprocamente se obrigaram a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum, consistente na produção, beneficiamento, industrialização, armazenamento e/ou comercialização da produção rural própria e/ou da de seus cooperados[255].

[254] Relatório de análise da audiência pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167, p. 7-8, disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117_Relatorio_de_ana lise.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

[255] Chegou-se a esta conclusão através da conjugação do disposto na Lei nº 5.764/1971, que se aplica às cooperativas em geral, com o disposto na IN 971, normativa essa que a CVM afirmou levar em consideração quando da análise do termo *produtor rural* (Ibid., p. 7). Ou seja, se a CVM considera que o termo produtor rural tem o significado que lhe foi atribuído pela IN 971, conclusão diversa não se pode chegar em relação ao termo *cooperativa de produtores rurais*, que também deve receber significado equivalente ao previsto na IN 971.

Direitos creditórios do agronegócio		
Requisitos	**Lei nº 11.076/2004**	**IN 600**
Produtos agropecuários	Produtos de origem vegetal ou animal, que se encontram em estado *in natura* ou que tenham sido submetidos, pelo *produtor rural*, ao *beneficiamento*, que nesse caso é entendido como a primeira modificação ou preparação dos produtos para posterior comercialização ou industrialização, sem lhes retirar a característica original (tais como a lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento, assim como os subprodutos e resíduos obtidos desse beneficiamento), ou que tenham sido submetidos, pelo *produtor rural,* à *industrialização rudimentar* (tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares, assim como os subprodutos e resíduos obtidos dessa industrialização).	Produtos de origem vegetal ou animal, que se encontram em estado *in natura*, ou que tenham sido submetidos, pelo *produtor rural*, ao *beneficiamento*, que nesse caso é entendido como a primeira modificação ou preparação dos produtos, sem lhes retirar a característica original (tais como a lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento, assim como os subprodutos e resíduos obtidos desse beneficiamento), ou que tenham sido submetidos, pelo *produtor rural,* à *industrialização rudimentar* (tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização ou a fundição, dentre outros, assim como os subprodutos e resíduos obtidos dessa industrialização) (art. 3º, § 2º, da IN 600).
Insumos agropecuários	Sementes, fertilizantes e defensivos, bem como quaisquer matérias primas ou itens que sejam necessários ou relevantes à produção de determinado produto agropecuário e que integrem esse processo de produção.	Embora não conceitue insumos agropecuários na IN 600, a CVM esclareceu, no relatório de audiência pública da IN 600, que seriam as sementes, fertilizantes e defensivos[256].
Máquinas e implementos	Quaisquer aparelhos, equipamentos, ferramentas ou apetrechos utilizados na *atividade agropecuária*, isto é, na agricultura; horticultura; floricultura; pecuária; aquicultura; apicultura; suinocultura; avicultura; cunicultura; sericicultura; piscicultura e outras culturas animais ou vegetais; extrativismo animal e vegetal; pesca; produção de biogás, de metano e de biocombustíveis (quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária, orgânica ou de biomassa); transformação, beneficiamento ou industrialização (rudimentar ou não) de produtos decorrentes das atividades anteriormente mencionadas, feitas pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, ou por terceiros.	Em que pese a CVM não ter definido o que se entende por "máquinas e implementos", deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1.7 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se referindo às máquinas e implementos mencionados na coluna ao lado, à esquerda. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam "máquinas e implementos", estão se referindo a um mesmo conceito.

[256] Ibid., p. 26.

Direitos creditórios do agronegócio		
Requisitos	**Lei nº 11.076/2004**	**IN 600**
Produção de produtos agropecuários	Atividade realizada sob a responsabilidade de um *produtor rural*, que emprega capital, trabalho, bens e/ou serviços, para desenvolver seres vivos até que alcancem a condição de serem comercializados ou para produzir produtos de origem vegetal ou animal (obtidos a partir da agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pesca, piscicultura, pecuária, apicultura, suinocultura, avicultura, e demais criações de animais, bem como da silvicultura e do extrativismo vegetal ou animal).	Em que pese a CVM não ter definido o que se entende por "produção de produtos agropecuários", deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1.5 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se referindo à atividade mencionada na coluna ao lado, à esquerda. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam "produção de produtos agropecuários", estão se referindo a um mesmo conceito.
Comercialização de produtos agropecuários	Todos os atos necessários à transferência dos produtos agropecuários *in natura* do local de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita (seja às cooperativas de produtores rurais, seja a terceiros) e a exportação.	A atividade de compra, venda, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos *in natura* (art. 3º, § 1º, da IN 600).
Comercialização de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária	Todos os atos necessários à transferência desses bens dos locais de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita (seja às cooperativas de produtores rurais, seja a terceiros) e a exportação.	A IN 600 somente define o que seria a comercialização de produtos agropecuários, omitindo-se acerca da comercialização de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária. Em que pese a CVM ter-se omitido, deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1.5 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se referindo à atividade mencionada na coluna ao lado, à esquerda. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam a "comercialização de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", estão se referindo a um mesmo conceito. A mesma conclusão se chega ao importar a ideia contida no art. 3º, § 1º, da IN 600 para o *caput* deste artigo, §1º esse que, embora esteja tratando de produtos agropecuários, define a comercialização como sendo a atividade de compra, venda, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos.

Direitos creditórios do agronegócio		
Requisitos	**Lei nº 11.076/2004**	**IN 600**
Industrialização de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária	Qualquer operação que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do *insumo* ou do *produto agropecuário*, das *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária*, ou os aperfeiçoe para consumo, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto. Quando se estiver tratando da caracterização de um produto como sendo agropecuário, somente se admite a industrialização rudimentar, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto.	A IN somente trata da industrialização rudimentar, cuja configuração serve para se caracterizar um produto como agropecuário ou não, uma vez que, para esses fins, somente se admite a industrialização rudimentar, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto. Em que pese a CVM ter-se omitido sobre o conceito de industrialização *lato sensu*, deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1.5 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se referindo à atividade mencionada na coluna ao lado, à esquerda. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam a "industrialização de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", estão se referindo a um mesmo conceito.
Beneficiamento de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária.	Qualquer modificação, aperfeiçoamento ou alteração do funcionamento, da utilização, do acabamento ou da aparência do insumo ou do produto agropecuário, das máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto. Quando se estiver tratando da caracterização de um produto como sendo agropecuário, somente se admite, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto, o beneficiamento simples, que corresponde à primeira modificação ou preparo do produto, pelo próprio produtor rural, sem lhe retirar a característica original.	A IN somente trata do beneficiamento simples, cuja configuração serve para se caracterizar um produto como agropecuário ou não, uma vez que, para esses fins, somente se admite o beneficiamento simples, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto. Em que pese a CVM ter-se omitido sobre o conceito de beneficiamento *lato sensu*, deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1.5 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se referindo à atividade mencionada na coluna ao lado, à esquerda. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam o "beneficiamento de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", estão se referindo a um mesmo conceito.

Direitos creditórios do agronegócio		
Requisitos	**Lei nº 11.076/2004**	**IN 600**
Atividade agropecuária	Atividade agropecuária seria: (i) a agricultura; (ii) a horticultura; (iii) a floricultura; (iv) a pecuária; (v) a aquicultura, apicultura, suinocultura, avicultura, cunicultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais ou vegetais; (vi) o extrativismo animal e vegetal; (vii) a pesca; (viii) a produção de biogás, de metano e de biocombustíveis, quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária, orgânica ou de biomassa; (ix) a transformação de produtos decorrentes das atividades acima, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, tais como: (a) o beneficiamento de produtos agrícolas (a exemplo da debulhação, descascamento, lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, secagem, socagem e lenhamento); (b) a industrialização rudimentar de produtos agrícolas (tais como a moagem de trigo, de milho, de cana-de-açúcar e de grãos em farinha ou farelo, assim como os processos de destilação, cozimento, torrefação, cristalização, fundição); (c) a industrialização rudimentar de produtos zootécnicos (como, por exemplo, a produção de mel acondicionado em embalagem, de laticínio, incluindo a pasteurização e o acondicionamento de leite, sua transformação em queijo, requeijão e manteiga, assim como os processos de resfriamento, fermentação, embalagem); (d) transformação de produtos florestais (como, por exemplo, a produção de carvão vegetal e de lenha, a venda de árvores); (e) a produção de embriões de rebanho em geral, de girinos e alevinos, e a captura de pescado; ou (x) a industrialização de produtos decorrentes das atividades acima elencadas, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, independentemente de tal processo ser caracterizado como rudimentar ou não.	Em que pese a CVM não ter definido o que se entende por "atividade agropecuária", deve-se, aqui, utilizar o mesmo racional empregado no item 3.1.8 dessa dissertação, onde se concluiu estar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se referindo à atividade mencionada na coluna ao lado, à esquerda. Sendo o art. 3º, *caput*, da IN 600 uma reprodução do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, conclui-se que ambos, quando mencionam "atividade agropecuária", estão se referindo a um mesmo conceito.

Fonte: autoria própria.

Uma vez tendo-se traçado o supracitado quadro comparativo acerca da interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600, apresenta-se a seguir as conclusões obtidas em relação a cada item comparado:

(a) *direitos creditórios*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 *é convergente* no que se refere à expressão "direitos creditórios", de modo que ambos os normativos podem ser interpretados de maneira equivalente, correspondendo referida expressão aos direitos do credor – isto é, daquele que assume o polo ativo numa relação obrigacional – de receber do devedor determinada/determinável quantia em dinheiro, ou determinado/ determinável bem físico passível de prévia monetização, podendo esse crédito derivar das mais diversas fontes obrigacionais, como, por exemplo, de um título de crédito, de um contrato, de um inadimplemento contratual para o qual haja a previsão de uma cláusula penal, de um ato ilícito ou de um abuso do direito que gerem o dever de indenizar;

(b) *originários*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *parcialmente convergente* no que se refere à noção de "originários", pois a IN 600 somente permite três tipos de originação indireta, quais sejam, aquelas envolvendo como lastros: (i) debêntures emitidas por produtores rurais; (ii) debêntures emitidas por terceiros; ou (iii) negócios celebrados entre distribuidores e terceiros, vinculados a vendas dos distribuidores a produtores rurais. Já a Lei nº 11.076/2004, por sua vez, pode ser interpretada no sentido de se admitir qualquer tipo de originação indireta, inclusive aquelas admitidas pela IN 600, *desde que se possa demonstrar o nexo de causalidade* entre o direito creditório e o negócio agropecuário que lhe antecede, isto é, desde que este negócio seja a causa, o fundamento do direito creditório, como já estudado anteriormente;

(c) *destinados:* a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *divergente* no que se refere à noção de "destinação", haja vista a Lei nº 11.076/2004 não permitir CRAs exclusivamente por destinação, ao passo em que a IN 600, por sua vez, admite essa espécie de CRAs em duas hipóteses: quando são lastreados em debêntures emitidas por terceiros ou quando são lastreados em debêntures emitidas pelo produtor rural, as quais não exigem a existência de um negócio jurídico agropecuário precedente, podendo relacionarem-se futuramente com um negócio dessa natureza[257];

[257] Julga-se importante destacar que, pela técnica jurídica, a IN 600, ao admitir CRAs exclusivamente por destinação, seria ilegal neste ponto, haja vista a Lei nº 11.076/2004 não permitir essa interpretação quando lança a expressão "originários [do agronegócio]". Ocorre que essa interpretação - que extrapola os limites da lei- acaba por beneficiar o mercado de valores mobiliários, os agentes envolvidos na operação de securitização de recebíveis do agronegócio e, principalmente, os próprios produtores rurais e suas cooperativas, que terão mais opções de recursos para o fomento de suas atividades, mas foge ao escopo pretendido pelo legislador.

(d) *negócios:* a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere ao alcance da palavra "negócios", haja vista ambas levarem à conclusão de que se trata, na realidade, de negócios jurídicos;

(e) *produtor rural:* a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *parcialmente convergente* no que se refere à noção de "produtor rural", pois a Lei nº 11.076/2004 permite que se inclua neste conceito a mesma definição utilizada pela CVM, porém com alguns acréscimos, admitindo-se que se incluam também na categoria de produtor rural não apenas aqueles que explorem a atividade agropecuária, pesqueira, silvicultural e a extração de produtos primários vegetais ou animais, mas também aqueles que explorem a horticultura, floricultura, aquicultura, suinocultura, avicultura, piscicultura, apicultura e outras criações animais ou vegetais, produção de biogás, de gás metano ou de biocombustíveis. Da mesma forma, a Lei nº 11.076/2004 permite concluir que aqueles que explorem quaisquer dessas atividades mencionadas, como atividade econômica principal, não perdem a característica de produtor rural se também praticarem a atividade de abatedouro da criação própria e/ou da adquirida de terceiros, ou o beneficiamento ou a industrialização (seja rudimentar ou não) dos produtos decorrentes dessas atividades, sejam estes produtos um resultado da produção própria e/ou da adquirida de terceiros. A IN 600, por sua vez, no que se refere à prática de beneficiamento ou industrialização, somente considera como produtor rural aquele que pratique o beneficiamento ou a industrialização da produção própria (podendo combiná-los com o beneficiamento ou a industrialização da produção de terceiros). Não seria produtor rural aquele que somente pratica a industrialização ou o beneficiamento da produção de terceiro;

(f) *cooperativas de produtores rurais:* a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "cooperativas de produtores rurais", de modo que ambos os normativos podem ser interpretados de maneira equivalente, sendo as "cooperativas de produtores rurais" as cooperativas formadas por produtores rurais pessoas físicas, ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, que reciprocamente se obrigaram a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum, consistente na produção, beneficiamento, industrialização, armazenamento e/ou comercialização da produção rural própria e/ou da de seus cooperados;

(g) *produtos agropecuários:* a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "produtos agropecuários", de modo que ambos os normativos podem ser interpretados de maneira equivalente, sendo referidos produtos aqueles de origem vegetal ou animal, que se encontram em estado in natura ou que tenham sido

submetidos, pelo produtor rural, ao beneficiamento, que nesse caso é entendido como a primeira modificação ou preparação dos produtos para posterior comercialização ou industrialização, sem lhes retirar a característica original (tais como a lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento, assim como os subprodutos e resíduos obtidos desse beneficiamento), ou que tenham sido submetidos, pelo produtor rural, à industrialização rudimentar (tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares, assim como os subprodutos e resíduos obtidos dessa industrialização);

(h) *insumos agropecuários:* a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *parcialmente convergente* no que se refere à noção de "insumos agropecuários", pois a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 permite que se inclua no conceito de insumos não somente aqueles elencados pela CVM (sementes, fertilizantes e defensivos), mas também quaisquer matérias primas ou itens que sejam necessários ou relevantes à produção de determinado produto agropecuário e que integrem esse processo de produção;

(i) *máquinas e implementos*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "máquinas e implementos", de modo que as máquinas e implementos seriam quaisquer aparelhos, equipamentos, ferramentas ou apetrechos utilizados na *atividade agropecuária*, isto é, na agricultura; horticultura; floricultura; pecuária; aquicultura; apicultura; suinocultura; avicultura; cunicultura; sericicultura; piscicultura e outras culturas animais ou vegetais; extrativismo animal e vegetal; pesca; produção de biogás, de metano e de biocombustíveis (quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária, orgânica ou de biomassa); transformação, beneficiamento ou industrialização (rudimentar ou não) de produtos decorrentes das atividades anteriormente mencionadas, feitas pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, ou por terceiros;

(j) *produção de produtos agropecuários*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "produção de produtos agropecuários", de modo que a produção rural seria a atividade realizada sob a responsabilidade de um *produtor rural*, que emprega capital, trabalho, bens e/ou serviços, para desenvolver seres vivos até que alcancem a condição de serem comercializados ou para produzir produtos de origem vegetal ou animal (obtidos a partir da agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pesca, piscicultura, pecuária, apicultura, suinocultura, avicultura, e demais criações de animais, bem como da silvicultura e do extrativismo vegetal ou animal);

(k) *comercialização de produtos agropecuários*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "comercialização de produtos agropecuários", de modo que tal expressão compreenderia todos os atos necessários à transferência dos produtos agropecuários *in natura* do local de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita (seja às cooperativas de produtores rurais, seja a terceiros) e a exportação;

(l) *comercialização de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "comercialização de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", de modo que tal expressão compreenderia todos os atos necessários à transferência desses bens dos locais de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita (seja às cooperativas de produtores rurais, seja a terceiros) e a exportação;

(m) *industrialização de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "industrialização de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", de modo que a expressão em comento corresponderia a qualquer operação que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do *insumo* ou do *produto agropecuário*, das *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária*, ou os aperfeiçoe para consumo, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto. Quando se estiver tratando da caracterização de um produto como sendo agropecuário, somente se admite a industrialização rudimentar, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto;

(n) *beneficiamento de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "beneficiamento de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", de modo que referia expressão corresponderia a qualquer modificação, aperfeiçoamento ou alteração do funcionamento, da utilização, do acabamento ou da aparência do insumo ou do produto agropecuário, das máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto. Quando se estiver tratando da

caracterização de um produto como sendo agropecuário, somente se admite, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto, o beneficiamento simples, que corresponde à primeira modificação ou preparo do produto, pelo próprio produtor rural, sem lhe retirar a característica original;

(o) *atividade agropecuária*: a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e à IN 600 é *convergente* no que se refere à noção de "atividade agropecuária" seria (i) a agricultura; (ii) a horticultura; (iii) a floricultura; (iv) a pecuária; (v) a aquicultura, apicultura, suinocultura, avicultura, cunicultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais ou vegetais; (vi) o extrativismo animal e vegetal; (vii) a pesca; (viii) a produção de biogás, de metano e de biocombustíveis, quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária, orgânica ou de biomassa; (ix) a transformação de produtos decorrentes das atividades acima, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, tais como: (a) o beneficiamento de produtos agrícolas (a exemplo da debulhação, descascamento, lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, secagem, socagem e lenhamento); (b) a industrialização rudimentar de produtos agrícolas (tais como a moagem de trigo, de milho, de cana-de-açúcar e de grãos em farinha ou farelo, assim como os processos de destilação, cozimento, torrefação, cristalização, fundição); (c) a industrialização rudimentar de produtos zootécnicos (como, por exemplo, a produção de mel acondicionado em embalagem, de laticínio, incluindo a pasteurização e o acondicionamento de leite, sua transformação em queijo, requeijão e manteiga, assim como os processos de resfriamento, fermentação, embalagem); (d) transformação de produtos florestais (como, por exemplo, a produção de carvão vegetal e de lenha, a venda de árvores); (e) a produção de embriões de rebanho em geral, de girinos e alevinos, e a captura de pescado; ou (x) a industrialização de produtos decorrentes das atividades acima elencadas, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, independentemente de tal processo ser caracterizado como rudimentar ou não.

Tendo-se traçado o supracitado quadro comparativo acerca da interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 e apresentadas as conclusões obtidas nesta comparação, passa-se a verificar sobre a possibilidade ou não de se interpretar o art. 23, §1º, da referida lei de maneira extensiva ou restritiva.

3.3.1 Da (im)possibilidade de se interpretar a Lei nº 11.076/2004 de maneira extensiva ou restritiva

A Lei nº 11.076/2004 trata, basicamente, da emissão de títulos de crédito voltados ao investimento privado no setor agropecuário. Por ser uma norma que versa sobre atividades econômicas privadas, ela deve ser interpretada em favor da liberdade econômica e do respeito aos investimentos, nos termos do art. 1º, § 2º, da Lei nº 13.874/2019 (Declaração de Direitos de Liberdade Econômica).

Nesse contexto, o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 deve ser interpretado de modo a possibilitar o livre exercício da atividade econômica consistente na emissão de CRAs, bem como a promoção de um mercado competitivo, que permita o ingresso de novos agentes econômicos, proporcionando a canalização de mais investimentos no setor agropecuário.

Ao se permitir que um maior leque de negócios jurídicos sirva de lastro a emissões de CRAs, efetuando-se, assim, *porém dentro dos limites legais*, uma interpretação mais abrangente do conceito de "direitos creditórios do agronegócio", estar-se-ia contribuindo, consequentemente, para mais emissões desses títulos.

Tendo mais opções de lastros para as suas emissões de CRAs, as companhias securitizadoras teriam condições de efetuar mais ofertas públicas desses títulos, haja vista tais ofertas dependerem da existência de um lastro. Quantos mais lastros houver, mais emissões de CRAs poderão ser efetivadas.

Destarte, *o referido dispositivo legal deve ser alvo de uma interpretação extensiva*, que permita que diversos tipos de direitos creditórios sirvam de lastro aos CRAs, aumentando-se as ofertas públicas destes títulos, permitindo um mercado mais competitivo, que acolha mais agentes e que seja mais favorável ao investimento, com menos limites impostos às atividades econômicas.

É nesse contexto que se defendeu que os direitos creditórios capazes de servir de lastro aos CRAs seriam aqueles que se originam tanto *direta* quanto *indiretamente* de negócios jurídicos celebrados entre produtores rurais e terceiros, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária.

Ao se admitir a originação indireta dos direitos creditórios, estar-se-ia permitindo mais opções de lastros aos CRAs, o que se mostra favorável aos investimentos nesses títulos. Caso se entenda que direitos creditórios do agronegócio seriam somente aqueles *diretamente* originados de negócios jurídicos agropecuários envolvendo um produtor rural e terceiros, estar-

se-ia reduzindo consideravelmente as opções de lastros para referidos títulos, reduzindo, consequentemente, a utilização desse tipo de investimento, que é tão importante ao agronegócio.

Em que pese incentivar-se uma interpretação extensiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, admitindo-se hipóteses de CRAs originários indiretamente do agronegócio, conforme já abordado no item 3.1.2, acima, desta dissertação, o termo indiretamente não significa que não haveria qualquer limite para a configuração de um direito creditório como sendo do agronegócio.

Ao contrário! Somente pode-se admitir como direito creditório originário do agronegócio aquele que tenha sua origem justificada num negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro, devendo haver um nexo de necessária causalidade entre este negócio jurídico e o direito creditório, nexo esse que somente estará presente quando o negócio jurídico for o fundamento do direito creditório, quando não houver nenhum outro negócio que melhor justifique a existência deste direito, quando a causa necessária deste último for o negócio jurídico agropecuário.

Foi seguindo essa lógica que se considerou, como do agronegócio, o direito creditório decorrente do contrato de Mútuo ilustrado na Figura 14, do item 3.1.2 dessa dissertação, o qual serviria de lastro a uma hipotética emissão de CRA. Isso porque, referido Mútuo, embora não envolva um produtor rural, haja vista ter sido celebrado entre terceiros (Instituição Financeira e Indústria), tem sua existência justificada no Contrato [de compra e venda de produtos agropecuários] celebrado entre a Indústria mutuária e o Produtor Rural. O Mútuo serviu apenas para que a mutuária angariasse recursos para o cumprimento do negócio jurídico agropecuário que houvera firmado com o Produtor Rural. Não há nenhum outro negócio que melhor explique o Mútuo que não o Contrato, o qual seria a relação fundamental que deu origem ao Mútuo, seria a causa necessária deste último.

Da mesma forma, as debêntures emitidas por um terceiro, com o intuito de captação de recursos para o pagamento de negócios agropecuários celebrados entre esse terceiro e um produtor rural, seriam também, em tese, direitos creditórios do agronegócio. Não se trata aqui de uma originação direta, mas indireta. As debêntures teriam sua razão de ser no negócio jurídico agropecuário precedente. Somente teriam sido emitidas para fazer frente a este negócio que lhes deu origem, razão pela qual se afirma serem direitos creditórios originários do agronegócio, ainda que essa originação tenha se dado de forma indireta.

Seria o caso, por exemplo, da emissão de CRAs lastreada em debêntures emitidas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A, que estariam voltadas ao cumprimento

de negócios jurídicos agropecuários (compra e venda de carne *in natura*) junto a produtores rurais, conforme se ilustrou na Figura 20, do item 3.2.1, quando se abordou o *Caso Burger King*.

Cumpre ressaltar que, ao se afirmar terem os direitos creditórios do agronegócio por fundamento, *por causa,* um negócio jurídico agropecuário, não se quer dizer que eles necessariamente corresponderiam a um ato caracterizado normalmente como causal.

Isso porque os direitos creditórios em foco podem estar representados, por exemplo, por títulos de crédito abstratos, isto é, aqueles que valem independentemente de sua causa. A letra de câmbio e a nota promissória, por exemplo, são títulos de crédito presumidamente à ordem, o que significa que, em caso de circulação por endosso, não podem ser oponíveis aos seus atuais titulares quaisquer exceções que estejam fundadas em relações pessoais havidas com os anteriores titulares, ou com o emissor[258].

Em relação à abstração da causa debendi, quando da circulação do título à ordem, pode-se afirmar que "a abstracção põe-se em relação a uma situação inicial justificativa. Significa apenas que a existência e eventuais vícios dessa relação são irrelevantes" (ASCENSÃO, 2002, p. 165). Nesse sentido, "a situação jurídica causal é a que supõe sempre uma outra situação jurídica que a justifique: está dependente dela. A abstracta é a que abstrai de qualquer situação jurídica justificativa" (ASCENSÃO, 2002, p. 163).Em termos de Direito Cambiário, no que se refere aos títulos de crédito abstratos, não há a necessidade de se explicar a causa, o fundamento, do direito creditório neles presente. A abstração, nesse caso, tem espaço por razões de circulação do título, para que a validade de um título que esteja em poder de um terceiro alheio à relação fundamental não seja afeta por questões pessoais que digam respeito somente àquela relação fundamental que deu origem ao título. Isso não se significa que o título de crédito nunca terá uma causa. O que significa é que essa causa é abstraída, por não interessar à validade do título, prezando-se, assim, pela circulação.

Já em termos de Direito das Obrigações, a necessidade de se explicar a constituição de um direito obrigacional por uma outra situação jurídica, a necessidade de se extrair a causa daquele direito, não ocorre em relação às situações jurídicas originárias. Se uma pessoa recebe em empréstimo uma quantia de outrem porque quer, sem nada que lhe obrigue antes, há um

[258] Essa abstração característica da letra de câmbio e da nota promissória tem previsão no art. 17, da LUG: "As pessoas acionadas em virtude de uma letra não podem opor ao portador as exceções fundadas sobre as relações pessoais delas com o sacador ou com os portadores anteriores, a menos que o portador ao adquirir a letra tenha procedido conscientemente em detrimento do devedor". Referido artigo é aplicável também às notas promissórias, por força do art. 77 da LUG.

vínculo jurídico constituído com autonomia, que não possui por base nenhuma outra situação[259].

Contudo, para fins de securitização de recebíveis do agronegócio, quando se está diante de uma originação indireta, deve-se haver a presença desta causalidade, ainda que se esteja diante de um título de crédito abstrato. O direito creditório do agronegócio não pode ter sido constituído apenas porque sim. Ele dever ter uma causa, e essa causa deverá ser um negócio jurídico agropecuário.

Se se estiver diante de uma nota promissória, para fins de que esta possa servir de lastro a uma emissão de CRA, ela não poderá estar abstraída de sua causa, o que somente tem espaço em matéria de Direito Cambiário. No caso da Figura 14, do item 3.1.2, acima, suponha-se que a Indústria emitiu nota promissória para pagar a Instituição Financeira o valor do empréstimo contraído. Essa nota promissória que, sob o prisma do Direito Cambiário, não depende de sua causa, deverá, contudo, para que sirva de lastro ao CRA, ter sua causa justificada num negócio jurídico agropecuário, no caso o Contrato. A nota promissória somente fora emitida no contexto do Mútuo, cuja causa é exatamente o cumprimento do Contrato.

Assim, quando se está perquirindo a causa da emissão de uma nota promissória que se pretende utilizar como lastro para CRA, por exemplo, assim se faz não para efeitos de Direito Cambial, o que não faria o menor sentido (haja vista este título estar revestido do atributo da abstração), mas sim para enquadrá-la como um direito creditório originário do agronegócio. Busca-se a sua causa para que se possa admiti-la como lastro à emissão de CRAs, emissão essa que somente pode ser realizada quando se está diante de direitos creditórios cuja origem, cuja razão de ser, remontem a um negócio jurídico agropecuário.

No caso das debêntures, por exemplo, para que sirvam como valor mobiliário, não precisam ter nenhuma causa comprovada. Por outro lado, para que sirvam como lastro a uma emissão de CRA, será necessário "mapear" a sua origem, pois somente serão admitidas como lastro ao CRA se contarem, em sua origem, com um negócio jurídico agropecuário, se este negócio for a causa necessária das debêntures. Caso não seja possível fazer esse nexo de causalidade entre as debêntures e este negócio jurídico, elas não perderão a sua natureza de valor mobiliário. Contudo, a sua natureza de lastro a uma emissão de CRA restará abalada, pela ausência da originação exigida pela Lei nº 11.076/2004.

---

[259] ASCENSÃO, 2002, p. 170.

Desse modo, para que possa servir de lastro a uma emissão de CRA, sempre que se referir à causa do direito creditório, estar-se-á buscando o negócio jurídico que lhe justifica a existência.

Outro exemplo dessa originação indireta seria a emissão de CRAs lastreada em direitos creditórios de negócios jurídicos celebrados entre distribuidores e terceiros, porém vinculados a vendas realizadas pelos distribuidores a produtores rurais, conforme se abordou acima, quando se tratou do *Caso Syngenta*. Os direitos creditórios do agronegócio, nesse caso, não têm origem direta num negócio jurídico agropecuário, mas sim indireta, haja vista terem sua existência justificada neste negócio, que foi anteriormente celebrado com um produtor rural.

Apresentados esses exemplos, *entende-se que, diferentemente do que fora estipulado pela CVM, qualquer direito creditório que tenha sua origem justificada num negócio jurídico agropecuário, já celebrado com um produtor rural, poderia servir de lastro a uma emissão de CRA, desde que haja aquele nexo de causalidade necessária entre eles, por não existir outro negócio que melhor explique aquele direito, por ser aquele negócio exatamente as circunstâncias que levaram à criação do direito creditório, por não haver nenhuma outra causa direta e imediata entre eles.*

A CVM, por sua vez, limita o alcance do vocábulo "originário" previsto no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 somente aos direitos creditórios: (i) que sejam *diretamente* originados de negócios jurídicos agropecuários envolvendo um produtor rural; (ii) consistentes em debêntures originadas, *indiretamente,* de negócios jurídicos agropecuários envolvendo um produtor rural; (iii) referentes a negócios jurídicos celebrados entre distribuidores e terceiros, originados, *indiretamente,* de negócios jurídicos agropecuários envolvendo vendas dos distribuidores a produtores rurais.

Em suma, a CVM permite *apenas* dois tipos de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio, quais sejam, os indicados nos itens "ii" e "iii", acima. Ao permitir apenas as duas supramencionadas hipóteses de originação indireta, a CVM estaria impossibilitando, por exemplo, a utilização, como lastro para emissões de CRAs, dos direitos creditórios referentes ao contrato de Mútuo ilustrado na Figura 14, acima, pois a entidade somente admite que debêntures sejam utilizadas para esse propósito.

Não se vê sentido em vedar a utilização de outras fontes de captação de recursos (que não exclusivamente as debêntures) para que se possa cumprir com um negócio jurídico agropecuário já celebrado e, consequentemente, possibilitar uma emissão de CRA com lastro em direitos creditórios resultantes de tais fontes.

Dessa forma, compreende-se que a CVM teria restringindo o alcance do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 no que se refere à possibilidade da categorização de direitos creditórios como sendo indiretamente originários do agronegócio. Agindo assim, a CVM estaria limitando a utilização de outras espécies de direitos creditórios que, assim como as debêntures e os negócios celebrados entre distribuidores e terceiros, seriam juridicamente aptos a servir de lastro a emissões de CRAs por originação indireta.

Nesse ponto, estaria a CVM agindo contrariamente à Lei nº 11.076/2004, que visa proporcionar a maior gama possível de investimentos ao mercado do agronegócio, obviamente, dentro dos limites nela previstos.

A Lei nº 11.076/2004 é um resultado da conversão da Medida Provisória nº 221/2004 em lei. Referida Medida Provisória, quando em tramitação na Câmara dos Deputados, passou por 69 (sessenta e nove) emendas, até que fosse efetivamente convertida em lei. Considerando que não houve manifestação da Comissão Mista, o Plenário da Câmara dos Deputados incumbiu-se de deliberar sobre a matéria, votando pela aprovação da Medida Provisória, na forma do Projeto de Lei de Conversão, que incorporou algumas das emendas apresentadas.

Na ocasião da apresentação do Projeto de Lei de Conversão, a Câmara dos Deputados, através do deputado relator Moacir Micheletto, ressaltou a necessidade de se incluir no referido projeto três novos títulos de crédito, que não estavam previstos no texto original da Medida Provisória em questão, quais sejam: LCA, CDCA e o próprio CRA.

Naquela oportunidade, o relator explicou que o montante de crédito disponibilizado pelo Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) não estava acompanhando a demanda por crédito vinda dos produtores rurais e de suas cooperativas, haja vista que o SNCR, no ano de 2004, atendia somente a cerca de 30% (trinta por cento) das necessidades de crédito do setor agropecuário[260]. Assim, a criação dos três novos títulos teria como finalidade "viabilizar o aporte de recursos do mercado de capitais"[261], mercado esse que continuava "afastado do agronegócio, principal âncora da balança comercial brasileira"[262].

Os novos títulos seriam, então, uma "porta de entrada do segmento de mercado de capitais, quando certamente viabilizarão, por meio do afluxo de recursos e do incremento da

[260] BRASIL. Câmara dos Deputados. Projeto de Lei de Conversão referente à Medida Provisória nº 221/2004. Relator Deputado Moacir Micheletto. Brasília, dez. 2004, p. 13. Disponível em: https://www.camara.leg.br/propo sicoesWeb/propmostrarintegra?codteor=257714. Acesso em: 26 fev. 2020.
[261] Ibid., p. 13.
[262] Ibid., p. 13.

concorrência, uma desejável e necessária queda dos juros praticados na ponta com o produtor rural"[263].

Como se observa, a Lei nº 11.076/2004 teria o *propósito* de possibilitar o aporte de recursos no agronegócio, o que seria feito através da ligação deste importante segmento ao mercado de capitais. O referido normativo leva em consideração que o agronegócio é a principal âncora da economia nacional, de modo que se faz necessária a destinação de recursos a este segmento, aproximando-o do mercado de valores mobiliários.

Dessa sorte, deduz-se que o *objetivo* da legislação em comento seria o de suprir a demanda de crédito dos produtores rurais, proporcionando-lhes novas fontes de recursos, que não somente aquelas vindas do já saturado SNCR.

Assim, para que seja possível proporcionar uma maior destinação de recursos à agropecuária, o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 deve acolher os mais diversos tipos de direitos creditórios do agronegócio, desde que sejam originários, ainda que indiretamente [e nesse caso faz-se necessária a presença daquele necessário nexo de causalidade já explorado anteriormente], de um negócio jurídico agropecuário celebrado entre um produtor rural e um terceiro.

Cumpre traçar um parêntese para ressaltar que, provavelmente, aqueles que se depararem com o estudo desse nexo de causalidade se questionarão sobre como se pode comprová-lo. Não cabe à presente dissertação traçar uma única solução suficiente para essa questão, até porque depende-se muito do próprio caso concreto e de suas particularidades.

De toda forma, num primeiro momento, sustenta-se que a melhor forma de se buscar o nexo causal poderia estaria na verificação dos próprios instrumentos jurídicos que estejam relacionados ao direito creditório do agronegócio que se pretende utilizar de lastro para uma emissão de CRA.

Recorrendo-se a exemplo já trazido anteriormente, caso se esteja, *v.g.*, diante de um direito creditório representado por uma nota promissória destinada ao pagamento do Mútuo contraído junto à Instituição Financeira (para pagamento das hortaliças adquiridas do Produtor Rural no âmbito do Contrato), para fins de comprovação do nexo de causalidade entre a nota promissória e o Contrato (agropecuário), entende-se que a melhor solução seria a obrigatoriedade de a companhia securitizadora apresentar à CVM:

(i) a própria nota promissória correspondente ao direito creditório do agronegócio;

---

[263] Ibid., p. 14.

(ii) o contrato que formalizou o Mútuo, o qual se liga à nota promissória pelo fato desta ter sido emitida pela Indústria para fins de pagamento do valor tomado em empréstimo junto à Instituição Financeira (lembrando que o mais adequado seria que constasse no instrumento do Mútuo disposição no sentido de que as partes [Indústria e Instituição Financeira] fundaram a sua decisão de contratar em razão de a Indústria necessitar de recursos para cumprir com um negócio jurídico agropecuário celebrado com o Produtor Rural [Contrato], o que indicaria que não teria havido nenhuma outra razão que melhor justificasse a celebração do Mútuo que não o Contrato); e

(iii) o documento que demonstre que a Indústria realmente utilizou o valor mutuado para pagamento do preço das hortaliças adquiridas do Produtor Rural no âmbito do Contrato, o que poderia ser feito, por exemplo, através da apresentação dos comprovantes de transferências bancárias, à medida que forem sendo realizadas[264].

A nota promissória e o Mútuo deveriam ser apresentados à CVM, pela companhia securitizadora, anteriormente à emissão dos CRAs e os comprovantes de transferências deveriam ser apresentados conforme fossem estas sendo realizadas. Caberia unicamente à CVM dispensar eventualmente dita apresentação, caso entendesse, por exemplo, que referida exigência ocasionaria custos de transação desnecessários e não colocaria em risco o instituto do CRA naquele determinado caso.

De toda forma, os documentos deveriam ficar custodiados junto à uma instituição custodiante[265], que zelaria por sua guarda e conservação e permitiria o acesso da CVM aos referidos instrumentos, caso a autarquia assim quisesse proceder para fins de fiscalização quanto à real existência do nexo de causalidade entre o direito creditório do agronegócio e o negócio jurídico agropecuário que lhe deu origem.

Ou seja, caberia à companhia securitizadora[266], anteriormente à emissão do respectivo CRA, verificar esse nexo de causalidade, devendo os documentos que comprovem a

---

[264] Essa é uma solução já prevista, inclusive, na própria IN 600, que determina que, para se evitar que os recursos obtidos através de operações de securitização envolvendo direitos creditórios do agronegócio por destinação sejam, *a posteriori*, destinados a outros fins que não à compra de produtos agropecuários, as companhias securitizadoras devem comprovar documentalmente essa destinação, o que será conferido semestralmente pelo agente fiduciário (art. 3º, § 8º, da IN 600). O descumprimento desta comprovação da destinação dos recursos (para o agronegócio) é considerado infração grave, sujeitando a companhia securitizadora às penalidades indicadas no art. 28, da IN 600, conforme se abordou no capítulo 2 desta dissertação.

[265] Conforme já determina a própria IN 600: Art. 15 da IN 600: "O custodiante é responsável pela guarda dos documentos comprobatórios que representam os direitos creditórios do agronegócio vinculados à emissão".

[266] A própria IN 600 contém previsão neste sentido: art. 16, § 4º, da IN 600: "A companhia securitizadora, no âmbito do seu dever de diligência, deve se assegurar da adequada integridade e existência dos créditos vinculados às suas emissões, de forma que possa, inclusive, fornecer ao custodiante os documentos requeridos [...]".

completude do lastro ser mantidos custodiados junto à instituição custodiante[267], de modo a permitir uma eventual futura conferência pela CVM.

Entende-se que a sugestão acima apresentada para a comprovação do mencionado nexo de causalidade poderia ser de grande valia para a admissão de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio, assim como para a admissão de outras modalidades de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio (que não exclusivamente as debêntures), assim como, caso o legislador venha assim a permitir, de direitos creditórios exclusivamente por destinação.

Caso seja constatada pela CVM, posteriormente à emissão dos CRAs, que o lastro destes títulos não configuraria um direito creditório do agronegócio, por lhe faltar o nexo causal necessário para tanto, a consequência seria a aplicação à companhia securitizadora das penalidades já previstas em lei[268].

Assim, ao se reconhecer como direito creditório do agronegócio não apenas aqueles diretamente originados de negócios jurídicos agropecuários, mas também aqueles indiretamente originados de negócios desta natureza, estar-se-ia caminhando ao encontro dos objetivos perseguidos pelo legislador ao editar a Lei nº 11.076/2004.

Essa interpretação *extensiva* a ser dada ao dispositivo legal em comento baseia-se nas *finalidades* da própria lei. Baseia-se, ainda, nos *princípios* constitucionais da livre iniciativa, livre concorrência, valorização do trabalho, busca do pleno emprego e dignidade (art. 170 da Constituição Federal).

Ora, quanto mais recursos forem destinados ao setor agropecuário, mais se valorizará o trabalho dos produtores rurais, a iniciativa privada, o emprego daqueles que se dedicam às atividades agropecuárias, a dignidade dos que contam com a agropecuária como fonte de renda, bem como a dignidade da pessoa humana em geral, haja vista o acesso a produtos agropecuários para consumo ser imprescindível a uma existência minimamente digna.

Com o fomento do meio rural, os produtores rurais terão cada vez mais condições de desenvolverem suas atividades produtivas, o que implicaria na valorização da iniciativa privada e da competividade, pois mais agentes estariam inseridos no mercado.

Da mesma forma, a referida interpretação extensiva conferida ao art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 é capaz de estimular a aplicação das poupanças em valores mobiliários, uma vez

---

[267] Conforme esclarece a própria IN 600, por exemplo, os documentos comprobatórios seriam aqueles que a companhia custodiante e o custodiante julguem *necessários* para comprovar a origem e a existência do crédito e da correspondente operação agropecuária que o lastreia (art. 15, § 3º, da IN 600).

[268] A IN 600 prevê a possibilidade de aplicação de penalidades nestes casos, nos termos do seu art. 28, que remete ao art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976, conforme estudado no capítulo 2 da presente dissertação

que, com uma maior diversidade de lastros para os CRAs, mais ofertas públicas deste título poderão ser realizadas, com o consequente incremento da canalização de recursos dos poupadores para este mercado de securitização. Isso contribuiria para a expansão e o funcionamento regular do mercado de valores mobiliários, tornando-o mais *eficiente* e competitivo, atendendo aos princípios que a Lei nº 6.385/1976, em especial em seu art. 4º, propõe-se a seguir[269].

Importante esclarecer que, em que pese estimular-se uma interpretação extensiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, referida interpretação não pode ir contra a própria lei.

Quando a CVM admitiu que fossem utilizados como lastro às emissões de CRAs direitos creditórios *exclusivamente por destinação*, sem qualquer relação de originação com um negócio jurídico agropecuário precedente, estaria a autarquia, na realidade, agindo de maneira contrária à referida legislação, e, sendo uma entidade reguladora, não poderia contrair a lei, que hierarquicamente há de prevalecer sobre instruções normativas administrativas.

A lei deixa claro que os CRAs devem estar lastreados em direitos creditórios *originários do agronegócio*. Em prol do respeito aos investimentos, à liberdade econômica, ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários e à livre iniciativa, entende-se que, como visto acima, o termo originário poderia ser interpretado extensivamente para que alcance também aqueles direitos creditórios que tenham sua origem indireta em negócios jurídicos agropecuários, desde que tenham sua existência justificada em tais negócios.

Contudo, ao se permitir que o termo originário compreenda até mesmo direitos creditórios que não tenham qualquer relação com negócios jurídicos agropecuários pretéritos, mas tão somente com negócios futuros, estar-se-ia distorcendo os ditames legais.

Originário não é o mesmo que *destinado*. Cronologicamente, não é possível estabelecer como originário do agronegócio um direito creditório que não descende de um negócio jurídico agropecuário. O termo originário remete à ideia de que o direito creditório *nasce, é originado*

---

[269] Art. 4º da Lei nº 6.385/1976: "O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; II - promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão; IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários; c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários; V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido; VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional".

de um negócio jurídico agropecuário. O termo destinado, por sua vez, remete ao entendimento de que o direito creditório é que dá origem a um negócio jurídico agropecuário. Ou seja, no primeiro caso, o direito creditório seria "filho" do negócio jurídico agropecuário. No segundo, o direito creditório seria "pai" deste negócio. Logicamente, o pai não pode ter sua origem no filho. Apenas o contrário se pode admitir.

Dessa forma, defende-se que o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 não veda o CRA *por destinação*, desde que este seja, simultaneamente, um CRA *por originação*. O que não se admitiria seria um CRA *exclusivamente* por destinação, que não tenha qualquer origem num negócio jurídico agropecuário.

O referido dispositivo legal, portanto, leva sempre à necessidade de se evidenciar a existência de um negócio jurídico agropecuário originador dos direitos creditórios, seja esse negócio celebrado no presente, ou em momento pretérito. O que não se permite é que o negócio jurídico seja celebrado apenas no futuro, pois, em assim sendo, o direito creditório não seria dele originado. Independentemente da destinação dos recursos, sempre haverá de existir um negócio jurídico agropecuário precedente ou concomitante aos direitos creditórios, pois estes devem se originar daquele negócio.

Dessa sorte, a Lei nº 11.076/2004 pode, sim, ser interpretada de maneira extensiva, mas desde que essa extensão não ultrapasse os seus limites. Como já afirmado no capítulo 2, a regulamentação de uma lei não deve se ater cegamente ao seu texto literal, pois, do contrário, seria o ente regulador um mero reprodutor da lei.

A CVM não é e nem deve ser uma mera reprodutora da Lei nº 11.076/2004. Tanto não é que a IN 600 conta com 40 (quarenta) artigos e inúmeros incisos, parágrafos e alíneas, o que evidencia que a autarquia não se limitou a reproduzir a lei em comento, lei essa que, no que se refere ao regramento do CRA, conta com apenas 11 (onze) artigos (art. 23; arts. 36 a 44; e art. 49). No entanto, em que pese ter a CVM o poder de interpretar a lei, essa interpretação, especialmente quando se caracterizar como extensiva, deve respeitar minimamente os limites legais.

Não se critica aqui as inúmeras contribuições trazidas pela IN 600 ao mercado de securitização de recebíveis do agronegócio. São dignos de elogios, no que se referem aos lastros dos CRAs:

(i) os esclarecimentos sobre o que seriam produtos agropecuários e os requisitos a serem observados para a sua caracterização como *in natura* (art. 3º, §2º, *caput,* da IN 600), o que eliminou as dúvidas do mercado quanto à caracterização (ou não) de um produto como agropecuário;

(ii) a definição do que seria comercialização de produtos agropecuários (art. 3º, §1º da IN 600), industrialização rudimentar (art. 3º, §2º, II, da IN 600), beneficiamento (art. 3º, §2º, I, da IN 600), produtos e subprodutos (art. 3º, §3º, da IN 600), o que eliminou as dúvidas do mercado quanto ao significado de tais termos;

(iii) a admissão, como direitos creditórios do agronegócio, daqueles direitos referentes a negócios realizados entre distribuidores e terceiros, vinculados a vendas dos distribuidores a produtores rurais (art. 3º, §5º, da IN 600), o que representa o acolhimento, nesse caso, de um direito creditório originário *indiretamente* do agronegócio;

(iv) a admissão, como direitos creditórios do agronegócio, daqueles direitos referentes a debêntures emitidas por terceiros, ou pelo produtor rural, vinculadas a negócios jurídicos agropecuários já celebrados, o que também representa o acolhimento, nesses casos, de um direito creditório originário *indiretamente* do agronegócio (art. 3º, §4º, II e III, da IN 600);

(v) a possibilidade de subscrição direta, pela companhia securitizadora, dos direitos creditórios, dispensando-se, assim, a necessidade da cessão de crédito, o que leva à redução de custos de transação[270] (art. 3º, §6º, da IN 600);

(vi) a necessidade de os recursos recebidos por terceiros, com a emissão das debêntures, serem destinados a produtores rurais (art. 3º, §7º, da IN 600), o que serve para se comprovar a ligação das debêntures ao negócio jurídico agropecuário, cumprindo-se, assim, com o requisito da originação exigido no art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004;

(vii) a necessidade de o produtor rural, quando da emissão das debêntures, destinar os recursos captados às atividades agropecuárias, evitando-se, assim, que se valha do CRA para financiar outras espécies de atividades econômicas desvinculadas do agronegócio (art. 3º, §9º, da IN 600);

(viii) a necessidade de que a destinação dos recursos recebidos por terceiros com a emissão das debêntures seja comprovada por meio de contrato ou outro instrumento vigente entre o produtor rural e o terceiro, e que tenha prazos e montantes compatíveis com os da emissão do CRA (art. 3º, §8º, da IN 600), o que assegura a real existência de um negócio jurídico agropecuário vinculado às debêntures, cumprindo-se, assim, com o requisito da originação previsto na Lei nº 11.076/2004;

---

[270] Ao se possibilitar a subscrição direta, pelas companhias securitizadoras, dos direitos creditórios do agronegócio, estar-se-ia eliminando a necessidade de haver mais um participante na operação de securitização, qual seja, aquele que servia como mero subscritor das debêntures utilizadas como lastro à emissão de CRAs, e que, após cumprir o seu papel de subscritor, cedia-as à companhia securitizadora. A dispensa da figura desse intermediário, que era utilizado tão somente para se operacionalizar a cessão de crédito à companhia securitizadora, reduz custos de transação, tornando a emissão de CRA menos onerosa e burocrática, e mais compatível com os princípios defendidos pela Declaração de Direitos de Liberdade Econômica.

(ix) a necessidade de se depositar, em conta de titularidade da securitizadora aberta exclusivamente para a emissão de CRA, ou, conforme o caso, em conta *escrow*[271], os recursos oriundos dos direitos creditórios do agronegócio que lastreiam os CRAs (art. 5º, §1º e §2º, da IN 600), o que serve para evitar que a companhia securitizadora se valha dos referidos recursos para outros fins e acabe não tendo condições de remunerar os titulares de CRAs;

(x) a necessidade de os pagamentos dos créditos inadimplidos pelos devedores, objeto de cobrança judicial ou extrajudicial, serem recebidos pela companhia securitizadora e destinados para as contas acima referidas (art. 5º, §3º, da IN 600), evitando-se, mais uma vez, que a companhia securitizadora se valha dos referidos recursos para outros fins e acabe não tendo condições de remunerar os titulares de CRAs.

Em pese as contribuições acima trazidas pela CVM ao texto da IN 600, pode-se afirmar que a autarquia, em determinados itens deste normativo, caminhou de forma contrária ao art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004. É o que se verifica:

(i) no art. 3º, §4º, II e III, da IN 600, quando, embora tenha admitido duas hipóteses de direitos creditórios indiretamente originários do agronegócio, acabou limitando-as àqueles representados por debêntures emitidas por terceiros (art. 3º, §4º, II, da IN 600) ou por produtores rurais (art. 3º, §4º, III, da IN 600), o que impossibilita a utilização de outras espécies[272] de lastros indiretamente originários do agronegócio que não sejam caracterizados como debêntures; e

(ii) também no art. 3º, §4º, II e III, da IN 600, quando admitiu a configuração de duas hipóteses de direitos creditórios exclusivamente por destinação, as quais consistem em debêntures, emitidas por terceiros (art. 3º, §4º, II, da IN 600) ou por produtores rurais (art. 3º, §4º, III, da IN 600), que não têm origem, sequer indiretamente, de negócios jurídicos agropecuários.

Em relação ao *item "ii",* acima, entende-se que a CVM interpretou a lei de maneira exageradamente extensiva, contrariando previsões legais e desprezando o requisito da originação traçado pelo legislador para a configuração de um direito creditório como sendo do agronegócio. Ser originário do agronegócio não é o mesmo que ser destinado ao agronegócio,

---

[271] A conta *escrow* é aquela instituída pelo cedente dos direitos creditórios e pela companhia securitizadora junto a instituições financeiras, destinada a receber os depósitos a serem realizados pelo devedor, que serão ali mantidos em custódia até a sua liberação (art. 4º, §2º, da IN 600).

[272] Marcelo Cosac esclarece que "o legislador não teve a intenção de delimitar, de forma exaustiva, todas as transações que podem originar créditos do agronegócio com o fim de lastrear emissões de CRA" (COSAC, 2017, p. 110). Nesse sentido, entende-se ser admissível uma interpretação extensiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, ampliando o leque de operações que poderiam servir de lastro para os CRA, de modo que não se limitem, quando se tratar da originação indireta, às debêntures e aos negócios realizados entre distribuidores e terceiros, vinculados a vendas do distribuidor a produtores rurais.

conforme já se expôs acima. Deduz-se que a autarquia não poderia ter realizado esse tipo de interpretação, pois seu papel é o de regular a aplicação da lei, e não de traçar regras que lhe contrariam.

Ao fazê-lo, estaria a CVM legislando, o que não se pode admitir, haja vista tal ato representar uma invasão da esfera de competência do Poder Legislativo. Estando inserida no âmbito do Poder Executivo, a CVM não pode editar normas reguladoras que inovem a lei extrapolando seus limites.

Conclui-se que *a CVM poderia, sim, interpretar a Lei nº 11.076/2004 de maneira extensiva, porém não poderia perder de vista que, para a configuração de um direito creditório como sendo do agronegócio, não se deve olvidar do requisito da originação previsto no art. 23, §1º, da referida lei.* Enquanto este artigo contiver a sua atual redação, o referido requisito deveria ser observado e, assim, *os CRAs exclusivamente por destinação, por mais nobre que seus propósitos possam ser, não poderiam ser acolhidos pela entidade reguladora do mercado de capitais*. A CVM é um ente regulador, e não legiferante.

Conclui-se, outrossim, que a CVM não poderia interpretar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 da forma com que o fez no art. 3º, §4º, II e III, da IN 600. Neste artigo da IN 600, como visto, a CVM considerou como direitos creditórios do agronegócio apenas aqueles representados por debêntures emitidas por terceiros (art. 3º, §4º, II, da IN 600) ou por produtores rurais (art. 3º, §4º, III, da IN 600), o que demonstra a sua negação a outras hipóteses de direitos creditórios originados indiretamente do agronegócio (que não aquelas previstas no próprio art. 3º, §4º, II; §4º, III; e §5º da IN 600).

O texto do art. 3º, §4º, II e III, da IN 600 revela que a CVM realizou uma interpretação restritiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, quando, na realidade, deveria ter acolhido outras hipóteses de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio, uma vez que a referida lei não traz qualquer exigência no sentido de uma originação direta.

Por que restringir algo que a lei permite (CRA por originação indireta) e ampliar algo que a lei não permite (CRA exclusivamente por destinação)? A resposta não pode ser outra senão a de que a CVM não se ateve à melhor técnica no exercício de sua atividade regulatória. Uma entidade reguladora que limita o que deveria ser ampliado e que amplia o que deveria ser reduzido não está exercitando tecnicamente os seus poderes normativos.

De toda forma, em que pese ter ultrapassado, no art. 3º, §4º, II e no art. 3º, §4º, III da IN 600, os limites da Lei nº 11.076/2004, verifica-se que a CVM, ao permitir direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação, estaria, de certa forma, considerando que o

investimento no setor agropecuário poderia ser também concretizado por meio de operações de securitização que possibilitam uma posterior remessa de recursos ao setor.

Realmente, não faz muito sentido vedar, para fins de lastro a emissões de CRAs, direitos creditórios que tenham por fim último viabilizar a remessa de capitais ao agronegócio, isto é, CRAs exclusivamente por destinação. Entende-se que o propósito de financiamento agropecuário seria atingido tanto quando se utilizem operações de securitização que contem com um negócio jurídico agropecuário já existente, quanto quando se utilizem aquelas que sejam destinadas a um futuro negócio jurídico agropecuário.

Realmente, não deveria importar, numa análise lógica da questão, se o recurso obtido com a operação de securitização vem do agronegócio ou se irá para este segmento. Em ambos os casos haverá investimento na atividade agropecuária, que é o que interessa.

Desse modo, há de se admitir toda uma lógica no raciocínio da CVM quando acolhe a existência de direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação. Lógica há, porém, infelizmente, não é o que estabelece a Lei nº 11.076/2004.

Por esta razão, o correto seria que o próprio legislador aperfeiçoasse o texto do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, de modo a acolher tanto direitos creditórios do agronegócio por origem, quanto aqueles por destinação.

Essa seria a solução técnica para a questão, prezando-se, assim, pela preservação da competência do Poder Legislativo, evitando-se que o Poder Executivo [CVM] legisle e, finalmente, fomentando-se o desenvolvimento do setor agropecuário, haja vista que, em assim sendo, a própria lei [e não uma simples instrução normativa administrativa] estaria permitindo maiores ofertas públicas de CRAs.

Dessa forma, no item adiante, será proposta nova redação *de lege ferenda* para o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, redação essa que seja compatível com um novo conceito de direitos creditórios do agronegócio que se pretende (re)construir.

3.4 Em busca de uma (re)construção do conceito de "direitos creditórios do agronegócio"

O conceito de direitos creditórios do agronegócio, para fins de lastro a emissões de CRAs, como se verificou, não é algo tão simples de se traçar. A própria CVM demorou quase 14 (quatorze) anos para fazê-lo.

A principal dificuldade com a qual aqueles que se lançam à complexa tarefa de interpretar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 se esbarram seria a imprecisão de alguns

elementos que compõem a definição de *direitos creditórios do agronegócio*, em especial a figura do *produto agropecuário* e do *produtor rural*.

Acerca do *produto agropecuário*, a principal dúvida estaria na definição de até que ponto um produto pode ser considerado como agropecuário.

A CVM perfilha do entendimento de que o produto agropecuário seria aquele que se encontra no estado *in natura*, isto é, que não tenha sido submetido ao beneficiamento ou à industrialização, exceto quando o beneficiamento se caracterizar como a primeira modificação ou preparo do produto, pelo próprio produtor rural, sem lhe retirar a característica original, ou quando a industrialização se caracterizar como rudimentar, ou seja, aquela que implica na transformação do produto pelo produtor rural, com a alteração das características originais, tais como a pasteurização, a fermentação, a embalagem, o cozimento, a moagem, etc. (art. 3º, §2º, da IN 600).

Também seriam considerados produtos agropecuários *in natura*, no entendimento da CVM, os resíduos ou subprodutos que, mediante industrialização rudimentar ou beneficiamento, surgem sob nova forma, tais como o farelo, a casca, o pelo, etc. (art. 3º, §3º, da IN 600).

A presente dissertação é partidária da definição adotada pela CVM para produto agropecuário, pois, caso não se limite o alcance deste termo, qualquer produto derivado da produção agropecuária, ainda que sujeito a sucessivas transformações, continuaria sendo um produto agropecuário, o que não parece fazer sentido.

De toda forma, em que pese concordar-se com a imposição de limites pela CVM à configuração de um produto como agropecuário, quais sejam, a análise do seu estado, isto é, se *in natura* ou não, entende-se que poderia haver outro critério para a caracterização de um produto como sendo agropecuário (ou não), que julgasse ser merecedor de uma análise. *Não se está afirmando concordar com referido critério*. Apenas entende-se oportuno lançá-lo no corpo desta dissertação, para fins de reflexão acerca de sua pertinência ou não.

De acordo com o critério que se apresentará adiante, seria possível evitar disparidades na caracterização de determinados produtos como agropecuários (ou não). Por exemplo, atualmente, com base na IN 600, uma linguiça artesanal produzida pelo próprio produtor rural seria um produto agropecuário, visto se tratar de um produto *in natura* (composto por carne de porco e tripa natural), ao passo em que uma linguiça produzida pela BRF – BRF S.A., sob a marca "Perdigão", não seria um produto desta natureza, por ser alvo de uma industrialização não rudimentar.

O critério que aqui se lança para reflexão seria semelhante ao adotado pelo legislador francês no Código Rural e da Pesca Marítima (*Code Rural et de la Pêche Maritime*), quando estabelece revestir-se de natureza agrícola a produção e, quando for o caso, a comercialização, pelo produtor rural, de "biogás, eletricidade e calor por metanação, quando essa produção provier de pelo menos 50% de materiais agrícolas" (*Code Rural et de la Pêche Maritime,* art. L311-1, tradução nossa)[273].

Tal critério, como se pode notar, consiste na verificação da porcentagem de utilização de materiais agrícolas na produção do referido biogás, eletricidade e calor. Em havendo a utilização de, ao menos, 50% (cinquenta por cento) de materiais agrícolas, referidas atividades seriam consideradas agrícolas.

A adoção de um parâmetro semelhante ao estabelecido pelo legislador francês possivelmente seria capaz de afastar quaisquer dúvidas no que se refere ao caráter agropecuário de um determinado produto.

Entende-se, contudo, que esse percentual de 50% (cinquenta por cento) estaria muito reduzido para a avaliação da natureza agropecuária de um produto, especialmente ao se levar em conta que, nos parâmetros atualmente adotados pela CVM, um produto agropecuário seria aquele composto por 100% (cem por cento) de matéria agropecuária em estado natural.

Dessa forma, mais lógica seria a definição de um percentual mais elevado, como, por exemplo, um percentual de 80% (oitenta por cento). Assim, o critério que ora se submete à apreciação seria aquele que considera como agropecuário o produto que contenha, em sua composição, ao menos 80% (oitenta por cento) de materiais agropecuários no estado *in natura*.

Com base no critério hipoteticamente trazido acima, qual seja, de que produtos agropecuários seriam aqueles em cuja composição haja ao menos 80% (oitenta por cento) de matéria-prima agropecuária em estado *in natura*, apresentam-se, para fins ilustrativos, duas situações onde se pode avaliar a composição de determinado produto para fins de verificação de sua natureza agropecuária.

Na primeira situação, usa-se como exemplo o produto "linguiça toscana com queijo coalho", produzido pela BRF – BRF S.A., sob a marca "Perdigão", cuja composição é a seguinte:

---

[273] Original em francês: "[...] biogaz, d'électricité et de chaleur par la méthanisation, lorsque cette production est issue pour au moins 50% de matières provenant d'exploitations agricoles". (FRANÇA. Code Rural et de la Pêche Maritime. Article L311-1. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do;jsessionid=F5E5DBF5879012007926B1D03F576E33.tplgfr33s2?idArticle=LEGIARTI000038492093&cidTexte=LEGITEXT000006071367&categorieLien=id&dateTexte=. Acesso em: 01 fev. 2020).

Figura 24: Composição da "linguiça toscana com queijo coalho" produzida pela BRF – BRF S.A.



Fonte: *Website* da BRF – BRF S.A.[274].

Com base na figura acima, e com o critério apresentado, é possível que o produto em comento venha a ser considerado agropecuário, haja vista ter em sua composição diversos produtos de origem animal e vegetal que se encontram *in natura*, a exemplo da carne suína, cebola, alho, coentro e da pimenta branca. Caso os demais compostos não superem 20% (vinte por cento) da composição da "linguiça toscana com queijo coalho", estar-se-ia diante, com base no novo critério proposto, de um produto agropecuário.

Na segunda situação, apresenta-se o produto "suéter de gola alta", comercializado pela Zara Brasil Ltda., cuja composição encontra-se indicada na figura abaixo:

[274] Disponível em: https://www.perdigao.com.br/produtos/linguicas/linguicas-frescais-recheadas/linguica-toscana-com-queijo-coalho/. Acesso em: 29 fev. 2020.

Figura 25: Composição do "suéter de gola alta" comercializado pela Zara Brasil Ltda.



Fonte: Website da Zara Brasil Ltda[275].

Com base na figura acima, não haveria dúvidas de que o produto em comento não é considerado agropecuário, haja vista ter em sua composição exclusivamente produtos não agropecuários, quais sejam, a viscose e a poliamida, ambas fibras sintéticas.

Assim, o critério apresentado para a avaliação da natureza agropecuária de um determinado produto – qual seja, a presença, em sua composição, de ao menos 80% (oitenta por cento) de matérias primas agropecuárias no estado *in natura* –, poderia, caso entenda-se sê-lo plausível e factível, auxiliar na checagem dessa natureza, dado que o parâmetro seria quantitativo, e não mais qualitativo.

Ressalta-se, novamente, que não se está afirmando concordar com este critério, até porque ele sequer fora testado na prática. De toda forma, julga-se oportuno trazê-lo à baila, apenas para fins de reflexão.

Por ora, considerando que ainda não se estudou a fundo esse critério e nem se comprovou a sua eficácia, julga-se prudente concordar com a definição adotada pela CVM para a configuração de um produto como agropecuário, conforme já se expôs acima.

Já em relação ao *produtor rural*, a dúvida residiria também na definição de quem poderia enquadrar-se nesse conceito. A CVM chegou à conclusão, como já abordado anteriormente, que produtor rural seria a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou

[275] Disponível em: https://www.zara.com/br/pt/su%C3%A9ter-de-gola-altap00014008.html?v1=43882680&v2=1239440. Acesso em: 29 fev. 2020.

temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos, ou que, além de quaisquer dessas atividades, pratique também o beneficiamento ou industrialização da produção rural própria.

Oportuno ressaltar que se acredita ter a CVM regulado de maneira ineficiente a matéria disposta no art. 3º, *caput*, da IN 600, uma vez que não trouxe uma definição para produtor rural, definição essa que era esperada pelo mercado. Assim, somente aqueles que recorrerem ao relatório de audiência pública[276] divulgado pela CVM terão condições de saber o que a autarquia entende por "produtor rural", quando, na realidade, a própria IN 600 deveria trazer esse esclarecimento. É a norma em questão que regula o CRA, e não o seu relatório de audiência pública!

Feito esse parêntese, esclarece-se que, diferentemente do posicionamento da CVM, que não considera como produtor rural aqueles que, embora pratiquem a produção rural, realizam o beneficiamento ou a industrialização da produção de terceiro, entende-se, nessa dissertação, que a caracterização de uma pessoa, física ou jurídica, como produtora rural, deveria ser mais abrangente.

Assim, sustenta-se que aqueles que explorem a produção rural como atividade econômica principal, não perderiam a característica de produtor rural se também praticarem a o beneficiamento ou industrialização (seja rudimentar ou não) dos produtos decorrentes dessa atividade, sejam estes produtos um resultado da produção própria e/ou da adquirida de terceiros. Sustenta-se, outrossim, que também não perderiam o *status* de produtor rural aqueles que praticarem a produção rural como atividade econômica principal e, ainda, realizarem o abatedouro da criação própria e/ou da adquirida de terceiros.

Em síntese, adota-se o mesmo posicionamento da CVM quanto à definição de produto rural e, no que se refere à expressão produtor rural, compartilha-se, parcialmente, do entendimento da autarquia. Isso porque, entende-se ser produtor rural até mesmo aqueles que praticam o beneficiamento, industrialização e/ou abatedouro da produção de terceiros, desde que tenham como atividade econômica principal a atividade de produção rural.

Superadas as dúvidas referentes aos conceitos de produtor rural e de produto agropecuário, convém relembrar os objetivos da Lei nº 11.076/2004.

A Lei nº 11.076/2004, com a criação dos novos títulos do agronegócio (dentre eles o CRA), teria como finalidade aproximar o agronegócio ao mercado de capitais, viabilizando o aporte de recursos nas atividades agropecuárias, fortalecendo o desenvolvimento rural. O

[276] Relatório de análise da audiência pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167, p. 7-8, disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117_Relatorio_de_analise.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

objetivo da legislação em comento seria, basicamente, o de suprir a demanda de crédito dos produtores rurais, de modo que estes passariam a contar com outras fontes de recursos, que não somente aquelas vindas do já saturado SNCR.

Dessa forma, considerando as finalidades da referida legislação, bem como aquelas visadas pela Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, que busca incentivar os investimentos privados (art. 1º, § 2º, da Lei nº 13.874/2019), defende-se que a definição de direitos creditórios do agronegócio deveria ser mais abrangente, não se limitando somente aos negócios que envolvam diretamente produtores rurais, e nem àqueles que se originem diretamente do agronegócio.

Nesse sentido, sustenta-se que quaisquer agentes que contribuam com o investimento ou com o desenvolvimento da atividade agropecuária deveriam ser capazes de originar direitos creditórios do agronegócio, seja de forma direta ou indireta.

A própria Lei nº 8.171/1991, que dispõe sobre a política agrícola, estipula que "o setor agrícola é constituído por segmentos como: produção, insumos, agroindústria, comércio, abastecimento e afins, os quais respondem diferenciadamente às políticas públicas e às forças de mercado" (art. 2º, II, da Lei nº 8.171/1991).

Dessa forma, o setor agropecuário, ou agrícola, em síntese, "não se restringe somente ao campo da produção, mas abrange também o do processamento e da comercialização dos produtos, subprodutos e derivados, bem assim os serviços e insumos agrícolas, pecuários, pesqueiros e florestais" (PEREIRA, 2010, p. 16).

Nesse sentido, considerando que toda a cadeia do agronegócio, conforme já definido no capítulo 1 dessa dissertação, é de suma importância ao desenvolvimento e progresso do setor agropecuário, deve-se possibilitar que o art. 23, da Lei nº 11.076/2004, seja agraciado com uma redação mais abrangente, que acolha diversos agentes e operações essenciais ao agronegócio, mas sem se desvirtuar do fim último da referida legislação: o financiamento da agropecuária.

É com base nesse contexto que se propõe, de *lege ferenda*, nova redação ao art. 23 da Lei nº 11.076/2004, conforme se apresentará a seguir.

3.4.1 Art. 23 da Lei nº 11.076/2004: nova redação proposta, de lege ferenda

A nova redação a ser proposta para o art. 23 da Lei nº 11.076/2004 tem por principais escopos:

(i) esclarecer o sentido de produtor rural, atividade agropecuária e produto agropecuário, afastando dúvidas sobre o alcance das referidas expressões;

(ii) prezar pela técnica jurídica, valendo-se do termo técnico "negócios jurídicos", em detrimento da vaga terminologia "negócios", que atualmente se faz presente no normativo em questão;

(iii) esclarecer que os referidos negócios jurídicos seriam aqueles de natureza agropecuária, definindo, em seguida, o que se entende por negócios jurídicos desta natureza;

(iv) afastar a necessidade de a relação na qual se encontram os CRAs terem como parte direta produtores rurais ou suas cooperativas, o que acaba por limitar de sobremaneira os lastros admissíveis para os referidos títulos e, consequentemente, a própria emissão de CRAs;

(v) enfatizar que o objetivo dos CRAs é o de fomentar o agronegócio, não importando se os direitos creditórios tenham origem em negócios jurídicos agropecuários, ou se apenas se destinem a negócios dessa natureza, ou seja, o critério da originação cede espaço também ao da destinação;

(vi) estabelecer a necessidade de se comprovar o liame entre os negócios jurídicos agropecuários e os direitos creditórios que servirão de lastro aos CRAs, como forma de se evitar a utilização destes títulos para fins outros que não o de fomento do agronegócio; e

(vii) flexibilizar a necessidade da comprovação acima referida, quando, a critério da CVM, esteja evidente o liame entre o negócio jurídico agropecuário e os direitos creditórios, ou caso essa comprovação traga desnecessários custos de transação cujos ônus superem os seus benefícios, o que se mostra compatível com os princípios da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica.

Nesse contexto, apresenta-se, de *lege ferenda*, nova redação para o art. 23, da Lei nº 11.076/2004, mantendo-se, contudo, a redação original do *caput* e do §2º (que doravante é numerado como §7º), do §3º (que recebe a numeração de §8º), e do §4º (que passa a ser numerado como §9º).

Na redação proposta a seguir, o texto grafado na cor preta representa o que foi mantido, tal como se encontra atualmente previsto na própria Lei nº 11.076/2004; o texto grafado na cor azul indica os acréscimos ora propostos ao dispositivo legal; e, por fim, o texto riscado e grafado na cor vermelha representa o que foi excluído da atual redação da lei em comento:

> Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito:
> I - Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA;
> II - Letra de Crédito do Agronegócio - LCA;
> III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA.
> § 1º Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários, direta ou indiretamente, de negócios jurídicos agropecuários, ou que se destinem ao cumprimento de negócios jurídicos agropecuários. ~~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.~~

§ 2º Por negócios jurídicos agropecuários entendem-se os negócios jurídicos, incluindo, mas não se limitando, os contratos, financiamentos ou empréstimos de qualquer natureza, emissão de títulos de crédito, de valores mobiliários, dentre outros negócios jurídicos, que estejam relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:

I - produtos agropecuários *in natura* ou submetidos a processos de beneficiamento ou industrialização rudimentar pelo produtor rural ou sua cooperativa, incluindo os subprodutos e resíduos obtidos através destes processos;

II - insumos agropecuários destinados a produtores rurais ou às suas cooperativas; e/ou

III - máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, destinados a produtores rurais ou às suas cooperativas.

§ 3º Para fins do previsto no §2º, por produtor rural entende-se a pessoa física ou jurídica que explore a terra ou a natureza com fins econômicos ou para subsistência, em caráter permanente ou temporário, em área urbana ou rural, diretamente ou por intermédio de prepostos, em imóvel próprio ou não, através de atividades agropecuárias, assim entendidas como a agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pecuária, suinocultura, avicultura, piscicultura, apicultura e outras criações animais ou vegetais, pesca, silvicultura, extrativismo vegetal ou animal, ou a produção de biogás, de gás metano ou de biocombustíveis através da manipulação de materiais agropecuários, orgânicos ou de biomassa em geral, ou que, além de quaisquer dessas atividades, e desde que sejam quaisquer delas a sua atividade econômica principal, pratique também o abatedouro da criação própria ou da adquirida de terceiros, ou o beneficiamento e/ou a industrialização dos produtos decorrentes dessas atividades, sejam estes produtos um resultado da produção própria ou da adquirida de terceiros.

§ 4º Somente se admitem como direitos creditórios do agronegócio, nos termos previstos no §1º, aqueles que estejam voltados ao fomento do agronegócio, o que deve ser comprovado através de contratos, notas fiscais, títulos de crédito, comprovantes de pagamento, ou qualquer outro documento, seja em meio físico ou eletrônico, hábil a demonstrar a real existência de um necessário nexo causal entre o negócio jurídico agropecuário e os direitos creditórios que servirão de lastro aos títulos de crédito de que trata o *caput*. O referido nexo causal seria aquele que revela que o direito creditório está necessariamente ligado ao negócio jurídico agropecuário que lhe deu origem ou, conforme o caso, ao negócio jurídico agropecuário ao qual o direito creditório se destine, por não existir nenhum outro negócio jurídico ou nenhuma outra circunstância que melhor justifiquem a origem ou, conforme o caso, a destinação do direito creditório do agronegócio.

§ 5º A comprovação referida no § 4º poderá ser dispensada, a critério da entidade reguladora competente, caso o nexo causal entre o negócio jurídico agropecuário e os direitos creditórios de que trata o *caput* for evidente, ou caso essa comprovação traga desnecessários custos de transação cujos ônus superem os seus benefícios. Em qualquer caso, os documentos comprobatórios da regularidade do lastro dos títulos referidos no *caput* devem, durante todo o prazo de vigência do respectivo título, ficar devidamente custodiados em entidade autorizada a exercer a atividade de custódia pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, para fins de eventual fiscalização.

§ 6º O não cumprimento do disposto no § 5º, assim como a falta de comprovação do nexo causal referido no § 4º, sujeitarão os infratores, à critério da entidade reguladora competente, conforme o caso, às disposições previstas na Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017[277].

[277] Cumpre esclarecer que se preferiu fazer menção às disposições previstas na Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017 (que dispõe sobre o processo administrativo sancionador na esfera de atuação do Bacen e da CVM), e não como o fez a CVM, no art. 28 da IN 600, às disposições previstas no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976 (que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM). Isso porque: (i) o art. 23 da Lei nº 11.076/2004 trata não apenas do CDCA e do CRA, que se sujeitam precipuamente às normas da CVM, mas também da LCA, que se

> § 7º~~2º~~Os bancos cooperativos, as confederações de cooperativas de crédito e as cooperativas centrais de crédito integrantes de sistemas cooperativos de crédito constituídos nos termos da Lei Complementar no 130, de 17 de abril de 2009, podem utilizar, como lastro de LCA de sua emissão, título de crédito representativo de repasse interfinanceiro realizado em favor de cooperativa singular de crédito do sistema, quando a totalidade dos recursos se destinar a apenas uma operação de crédito rural, observado que:
> I - ambos os títulos devem observar idênticas datas de liquidação, indicar sua mútua vinculação e fazer referência ao cumprimento das condições estabelecidas neste artigo; e
> II - o instrumento representativo da operação de crédito rural deve ser dado em garantia ao banco cooperativo repassador.
> § 8º~~3º~~Os títulos de crédito de que trata este artigo poderão ser emitidos com cláusula de correção pela variação cambial desde que integralmente vinculados a direitos creditórios com cláusula de correção na mesma moeda.
> § 9º~~4º~~O Conselho Monetário Nacional poderá dispor acerca da emissão dos títulos de crédito de que trata este artigo com cláusula de correção pela variação cambial.

A nova redação proposta para o art. 23 da Lei nº 11.076/2004 procurou esclarecer quais atividades, produtos, negócios jurídicos e emissores estariam relacionados aos direitos creditórios tratados atualmente no *caput* do referido artigo, (re)construindo-se, assim, o conceito de direitos creditórios do agronegócio.

Entende-se que o novo conceito (re)construído, essencial não apenas ao CRA, mas também à LCA e ao CDCA, abraça o conjunto das atividades desenvolvidas na chamada cadeia do agronegócio, o que se coaduna com a notória visão sistêmica do agronegócio desenvolvida pelos professores John Davis e Ray Goldman.

O esclarecimento do que se entende por direitos creditórios do agronegócio é de suma importância para o desenvolvimento do mercado privado de crédito para o agronegócio, pois o CRA tem sua emissão vinculada a tais direitos creditórios, que lhe servem de lastro. A proposta acima procura afastar dúvidas sobre o alcance da expressão direitos creditórios do agronegócio, adotar termos que sejam juridicamente técnicos (a exemplo do termo "negócio jurídico", que foi acolhido em detrimento do vago termo "negócios"), permitir uma maior gama de lastros para os CRAs, sem se perder de vista o objetivo principal da Lei nº 11.076/2004, qual seja, o de se fomentar o investimento privado no agronegócio.

---

sujeita principalmente às regras do Bacen, de modo que a Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017, por dizer respeito ao processo sancionador no âmbito dessas duas entidades, seria mais propício ao caso em apreço; (ii) o art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385/1976, trata apenas de penalidades impostas a casos de infração grave (as quais implicam necessariamente em consequências mais severas aos agentes regulados), o que se mostra inadequado, uma vez que a conduta dos agentes descumpridores dos comandos indicados no art. 23 da Lei nº 11.076/2004 nem sempre será grave o suficiente a ponto de justificar a aplicação de severas penalidades, mostrando-se mais razoável, portanto, que a aplicação de qualquer sanção (seja ela grave ou não) seja analisada caso a caso, de acordo com cada infração cometida e sujeita a prévio processo administrativo sancionador, nos termos da Lei nº 13.506, de 13 de novembro de 2017.

4 SÍNTESE FINAL

Esta dissertação teve como objetivo primordial compreender o significado e a extensão da expressão "direitos creditórios do agronegócio" para fins de lastro à emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs), jungindo-se aos CRAs distribuídos publicamente e negociados no mercado organizado de valores mobiliários.

Considerando que referido título de crédito está intrinsecamente ligado ao agronegócio, o presente trabalho primeiramente lançou-se a desvendar conceito deste termo. Partindo-se precipuamente dos ensinamentos de John H. Davis e Ray A. Goldberg, precursores do estudo do "*agribusiness*", concluiu-se que o agronegócio compreende não apenas o imediato cultivo da terra, o extrativismo e a criação de animais, mas também todas as atividades econômicas relacionadas, ainda que indiretamente, à agropecuária, não importando se "anteriores à porteira", "dentro da porteira" ou "posteriores à porteira", e nem o grau de desenvolvimento em que referidas atividades se encontram, isto é, sejam elas praticadas num estado rudimentar, sejam desempenhadas por grandes agroindústrias, pois todas elas fazem parte de um "sistema do agronegócio", numa perspectiva macro.

Verificou-se que o legislador, a partir da década de 90 do século XX, e dada a insuficiência do crédito rural institucionalizado pelo SNCR, passou a destinar a sua atenção a *novas modalidades* de financiamento para o setor agropecuário, que prezassem, principalmente, pela participação privada. Nesse contexto, foram criados os seguintes títulos de crédito: (i) Cédula Rural Pignoratícia; (ii) Cédula Rural Hipotecária; (iii) Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária; (iv) Nota de Crédito Rural – incluindo a Nota Promissória Rural e a Duplicata Rural; (v) Cédula de Produto Rural (CPR); (vi) Certificado de Depósito Agropecuário (CDA); (vii) Warrant Agropecuário (WA); (viii) Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA); (ix) Letra de Crédito do Agronegócio (LCA); e (x) Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA).

Após ter-se realizado estudo comparativo entre cada um desses títulos do agronegócio, verificou-se que o motivo de se investir em CRA deve-se, normalmente, ao fato dele possuir algumas particularidades que, somadas, o tornam, muitas vezes, mais atrativo do que a LCA, CDCA, WA e o CDA. Dentre essas particularidades, pode-se citar: (i) diferentes formas de se remunerar o investidor; (ii) crescente liquidez do título no mercado secundário; (iii) usual implementação de análise de riscos por parte de agências de classificação de riscos; (iv) considerável rentabilidade aos investidores; (v) existência de direitos creditórios com valores

superiores ao valor da oferta; (vi) possibilidade de se estabelecer diversas modalidades de garantias; e (vii) possibilidade de se instituir o regime fiduciário.

Ante à sua natureza jurídica de título de crédito, defendeu-se que as normas cambiárias aplicáveis ao CRA, assim como aos demais títulos de crédito previstos na Lei nº 11.076/2004 (CDCA, LCA, CDA e WA), são aquelas presentes na própria lei que os instituiu (Lei nº 11.076/2004) e, no que forem cabíveis, na LUG, aplicando-se o Código Civil de maneira subsidiária, apenas quando as referidas leis não dispuserem de forma diversa do diploma civilista.

Constatou-se que, quando distribuídos publicamente e negociados em mercados organizados de valores mobiliários, os CRAs possuirão também a natureza jurídica de valor mobiliário, de modo que um mesmo CRA poderá assumir a natureza tanto de título de crédito, quanto de valor mobiliário.

Sendo os CRAs caracterizados como valores mobiliários, notou-se que eles estarão sujeitos à disciplina prevista na lei do mercado de valores mobiliários (Lei nº 6.385/1976) e, consequentemente, à disciplina da própria CVM, autarquia com atribuição para regular as matérias previstas na referida lei.

Nesse contexto, estudou-se a regulação do CRA pela CVM, onde se concluiu que o CRA, desde a edição da IN 600 em 2018, não se vale mais das regras do CRI, com exceção de algumas previsões pontuais que lhe são aplicáveis de maneira *subsidiária*, notadamente aquelas referentes à disciplina do regime fiduciário e da cessão fiduciária em garantia.

Sustentou-se que uma regulamentação específica para o CRA poderia ter sido aprovada pela CVM *muito antes* de 2018, pois: (i) desde 2008 o mercado já praticava a oferta pública de CRA; e (ii) o CRI, cuja oferta pública assemelha-se ao CRA, já se beneficiava de uma regulação própria desde 2004, ou seja, o mercado de securitização de recebíveis já estava bem amadurecido no país.

Atestou-se que a CVM se valeu, de 2008 a 2018, na apreciação de ofertas públicas de CRA, de características próprias da *Common Law*, onde se atribui aos precedentes força vinculante (*stare decisis*). Não se afirmou nesta dissertação que a CVM (que faz parte do Poder Executivo) fez *efetivamente* uso do sistema do *stare decisis*, prática própria do Poder Judiciário dos países de *Common Law*, mas sim que se verificaram traços desse sistema no modo como a autarquia veio se portando quando da ausência de uma regulação própria para o CRA. Isso porque verificou-se que a CVM, ao proferir suas decisões sobre os pedidos de registro de emissão pública de CRAs, vinha, assim como se verifica na prática do *stare decisis,* baseando a sua tomada de decisão em casos precedentes que já haviam sido decididos pela autarquia,

priorizando esse sistema de precedentes e deixando a regulação, através de uma norma escrita, de lado.

Infere-se, assim, que a IN 600 é uma norma publicada com bastante atraso, o que mostra que o mercado sofreu por uma década com a falta de regulação, ficando a mercê do livre arbítrio da CVM, que poderia mudar o seu entendimento sobre determinada questão a qualquer momento, gerando instabilidade.

Ao se aprofundar no estudo da IN 600, e ao se fazer cotejo com a Lei nº 11.076/2004, percebeu-se que há vários assuntos tratados na IN 600 que não estão contidos na referida lei. Verificou-se que há determinadas matérias contidas na IN 600 que, pela sua tecnicidade, relevância e necessidade de delimitação, realmente mereciam um regramento técnico mais específico, tal como se verifica nos arts. 3º, §1º a §9º; 5º, § 1º a §3º; 7º e seus parágrafos; 8º e seus parágrafos; 11, *caput*, e § 1º; 13; 18; 19; e 20. Verificou-se que, em que pese a CVM ter agido na medida certa na regulamentação de algumas matérias previstas na IN 600, em outras tantas disposições deste normativo, a exemplo dos arts. 9º a 11, § 2º, I e II; 12, II e IV; 16; 24; e 26, a CVM trouxe inúmeras minúcias sobre os assuntos tratados, adentrando-se no maior grau de detalhamento possível, agindo com excesso de regulação.

É nesse contexto que se perquiriu o poder *regulamentar* da CVM, o qual encontra o seu fundamento máximo na Constituição Federal, especialmente em seu art. 174, que preconiza que o Estado é *agente normativo e regulador* da atividade econômica.

Ao se analisar a regulação do CRA, verificou-se que a Lei nº 11.076/2004 traça regras bastante genéricas sobre a sua oferta pública, estabelecendo apenas parâmetros gerais, de forma não exaustiva, o que demanda a regulamentação da matéria pela CVM, conforme o fez através da IN 600.

Deduziu-se que cabe à CVM efetivamente regular matérias que necessitam de *complementação*, mas os seus atos normativos são hierarquicamente subordinados à lei e à Constituição Federal, devendo respeito às normas e princípios de direito que lhe são superiores, não podendo alterá-los, derrogá-los ou contrariá-los. Também não podem inovar no direito, fixando direitos e deveres *sem qualquer base legal*. Eles *somente podem criar direitos e obrigações se a lei previamente houver traçado as bases para essa normatização* e, ainda, se considerarem não a letra literal da lei, mas a sua *mens legis*, assim como os princípios de direito e as finalidades visadas pelo ordenamento jurídico.

Assim, concluiu-se que algumas das regras previstas na IN 600 se prestaram a regular eficientemente determinadas questões carentes de regulação e, outras, excederam a necessidade de regulação e aumentaram em muito as exigências em relação à lei. Inferiu-se que a regulação

em excesso no que se referem a determinados aspectos da IN 600 tem o potencial de ocasionar uma ineficiência econômica, com elevados custos de transação, cujos benefícios aos investidores não compensam as perdas às companhias e ao mercado em geral. Ou seja, referida regulação excessiva é contrária aos princípios constitucionais da livre iniciativa e livre concorrência e, ainda, ao princípio da eficiência, que é um princípio da própria Administração Pública.

Mais especificamente no que se refere à amplitude e à extensão da expressão "direitos creditórios do agronegócio", procedeu-se à interpretação do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, o qual indica que a referida expressão corresponde a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais ou suas cooperativas, e terceiros, incluindo financiamentos e empréstimos, relativos à produção, comercialização, beneficiamento e industrialização de produtos agropecuários, insumos agropecuários, máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Comprovou-se a hipótese de que o "negócio" a que se refere a lei seria o negócio jurídico, de modo que os direitos creditórios somente seriam considerados do agronegócio quando tiverem sua origem em um negócio jurídico agropecuário envolvendo um produtor rural.

Sustentou-se que nos casos onde há uma ligação apenas de forma indireta entre o direito creditório do agronegócio e o negócio jurídico que lhe deu origem (o que se denomina CRA por "originação indireta", ou CRA "indiretamente originário do agronegócio"), não pode deixar de existir um nexo causal entre ambas as relações jurídicas, haja vista que sempre haverá de existir uma necessariedade entre uma e outra relação, já que o direito creditório deve ter por base a relação agropecuária fundamental que lhe deu origem, por não existir outra que melhor lhe justifique.

Após interpretar-se o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 com base especialmente na literatura jurídica e em outras normas do ordenamento jurídico nacional, realizou-se uma análise comparativa entre a interpretação conferida à Lei nº 11.076/2004 e aquela conferida à IN 600. Dessa comparação, concluiu-se que a interpretação dada a cada um desses normativos é:

(a) *convergente* no que se refere à expressão "direitos creditórios", de modo que ambos os normativos podem ser interpretados de maneira equivalente, correspondendo referida expressão aos direitos do credor – isto é, daquele que assume o polo ativo numa relação obrigacional – de receber do devedor determinada/determinável quantia em dinheiro, ou determinado/ determinável bem físico passível de prévia monetização, podendo esse crédito

derivar das mais diversas fontes obrigacionais, como, por exemplo, de um título de crédito, de um contrato, de um inadimplemento contratual para o qual haja a previsão de uma cláusula penal, de um ato ilícito ou de um abuso do direito que gerem o dever de indenizar;

(b) *parcialmente convergente* no que se refere à noção de "originários", pois a IN 600 somente permite três tipos de originação indireta, quais sejam, aquelas envolvendo como lastros: (i) debêntures emitidas por produtores rurais; (ii) debêntures emitidas por terceiros; ou (iii) negócios celebrados entre distribuidores e terceiros, vinculados a vendas dos distribuidores a produtores rurais. Já a Lei nº 11.076/2004, por sua vez, pode ser interpretada no sentido de se admitir qualquer tipo de originação indireta, inclusive aquelas admitidas pela IN 600, *desde que se possa demonstrar o nexo de causalidade* entre o direito creditório e o negócio agropecuário que lhe antecede, isto é, desde que este negócio seja a causa, o fundamento do direito creditório;

(c) *divergente* no que se refere à noção de "destinação", haja vista a Lei nº 11.076/2004 não permitir CRAs exclusivamente por destinação, ao passo em que a IN 600, por sua vez, admite essa espécie de CRAs em duas hipóteses: quando são lastreados em debêntures emitidas por terceiros ou quando são lastreados em debêntures emitidas pelo produtor rural, as quais não exigem a existência de um negócio jurídico agropecuário precedente, podendo relacionarem-se futuramente com um negócio dessa natureza;

(d) *convergente* no que se refere ao alcance da palavra "negócios", haja vista ambas normas levarem à conclusão de que se tratam, na realidade, de negócios jurídicos;

(e) *parcialmente convergente* no que se refere à noção de "produtor rural", pois a Lei nº 11.076/2004 permite que se inclua neste conceito a mesma definição utilizada pela CVM, porém com alguns acréscimos, admitindo-se que se incluam também na categoria de produtor rural não apenas aqueles que explorem a atividade agropecuária, pesqueira, silvicultural e a extração de produtos primários vegetais ou animais, mas também aqueles que explorem a horticultura, floricultura, aquicultura, suinocultura, avicultura, piscicultura, apicultura e outras criações animais ou vegetais, produção de biogás, de gás metano ou de biocombustíveis. Da mesma forma, a Lei nº 11.076/2004 permite concluir que aqueles que explorem quaisquer dessas atividades mencionadas, como atividade econômica principal, não perdem a característica de produtor rural se também praticarem a atividade de abatedouro da criação própria e/ou da adquirida de terceiros, ou o beneficiamento ou a industrialização (seja rudimentar ou não) dos produtos decorrentes dessas atividades, sejam estes produtos um resultado da produção própria e/ou da adquirida de terceiros. A IN 600, por sua vez, no que se refere à prática de beneficiamento ou industrialização, somente considera como produtor rural aquele que pratique o beneficiamento ou a industrialização da produção própria (podendo

combiná-los com o beneficiamento ou a industrialização da produção de terceiros). Para ambos os normativos, não seria produtor rural aquele que somente pratica a industrialização ou o beneficiamento da produção de terceiro, sem se dedicar a qualquer atividade de produção rural;

(f) *convergente* no que se refere à noção de "cooperativas de produtores rurais", de modo que ambos os normativos podem ser interpretados de maneira equivalente, sendo as "cooperativas de produtores rurais" as cooperativas formadas por produtores rurais pessoas físicas, ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, que reciprocamente se obrigaram a contribuir com bens ou serviços para o exercício de uma atividade econômica sem objetivo de lucro, e de proveito comum, consistente na produção, beneficiamento, industrialização, armazenamento e/ou comercialização da produção rural própria e/ou da de seus cooperados;

(g) *convergente* no que se refere à noção de "produtos agropecuários", de modo que ambos os normativos podem ser interpretados de maneira equivalente, sendo referidos produtos aqueles de origem vegetal ou animal, que se encontram em estado *in natura* ou que tenham sido submetidos, pelo produtor rural, ao beneficiamento, que nesse caso é entendido como a primeira modificação ou preparação dos produtos para posterior comercialização ou industrialização, sem lhes retirar a característica original (tais como a lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento, assim como os subprodutos e resíduos obtidos desse beneficiamento), ou que tenham sido submetidos, pelo produtor rural, à industrialização rudimentar (tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares, assim como os subprodutos e resíduos obtidos dessa industrialização);

(h) *parcialmente convergente* no que se refere à noção de "insumos agropecuários", pois a interpretação dada à Lei nº 11.076/2004 permite que se inclua no conceito de insumos não somente aqueles elencados pela CVM (sementes, fertilizantes e defensivos), mas também quaisquer matérias primas ou itens que sejam necessários ou relevantes à produção de determinado produto agropecuário e que integrem esse processo de produção;

(i) *convergente* no que se refere à noção de "máquinas e implementos", de modo que as máquinas e implementos seriam quaisquer aparelhos, equipamentos, ferramentas ou apetrechos utilizados na *atividade agropecuária*, isto é, na agricultura; horticultura; floricultura; pecuária; aquicultura; apicultura; suinocultura; avicultura; cunicultura; sericicultura; piscicultura e outras culturas animais ou vegetais; extrativismo animal e vegetal; pesca; produção de biogás, de metano e de biocombustíveis (quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária,

orgânica ou de biomassa); transformação, beneficiamento ou industrialização (rudimentar ou não) de produtos decorrentes das atividades anteriormente mencionadas, feitas pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, ou por terceiros;

(j) *convergente* no que se refere à noção de "produção de produtos agropecuários", de modo que a produção rural seria a atividade realizada sob a responsabilidade de um *produtor rural*, que emprega capital, trabalho, bens e/ou serviços, para desenvolver seres vivos até que alcancem a condição de serem comercializados ou para produzir produtos de origem vegetal ou animal (obtidos a partir da agricultura, horticultura, floricultura, aquicultura, pesca, piscicultura, pecuária, apicultura, suinocultura, avicultura, e demais criações de animais, bem como da silvicultura e do extrativismo vegetal ou animal);

(k) *convergente* no que se refere à noção de "comercialização de produtos agropecuários", de modo que tal expressão compreenderia todos os atos necessários à transferência dos produtos agropecuários *in natura* do local de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita (seja às cooperativas de produtores rurais, seja a terceiros) e a exportação;

(l) *convergente* no que se refere à noção de "comercialização de insumos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", de modo que tal expressão compreenderia todos os atos necessários à transferência desses bens dos locais de produção aos de consumo, incluindo o armazenamento, a estocagem, a manipulação, a intermediação, o transporte, assim como a compra e a venda propriamente dita (seja às cooperativas de produtores rurais, seja a terceiros) e a exportação;

(m) *convergente* no que se refere à noção de "industrialização de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", de modo que a expressão em comento corresponderia a qualquer operação que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do *insumo* ou do *produto agropecuário*, das *máquinas* ou *implementos* utilizados na *atividade agropecuária*, ou os aperfeiçoe para consumo, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto. Quando se estiver tratando da caracterização de um produto como sendo agropecuário, somente se admite a industrialização rudimentar, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto;

(n) *convergente* no que se refere à noção de "beneficiamento de insumos ou produtos agropecuários, de máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária", de modo que referia expressão corresponderia a qualquer modificação, aperfeiçoamento ou alteração do

funcionamento, da utilização, do acabamento ou da aparência do insumo ou do produto agropecuário, das máquinas ou implementos utilizados na atividade agropecuária, quaisquer que sejam os meios e ferramentas utilizados para tanto. Quando se estiver tratando da caracterização de um produto como sendo agropecuário, somente se admite, sob pena de se desvirtuar a natureza do referido produto, o beneficiamento simples, que corresponde à primeira modificação ou preparo do produto, pelo próprio produtor rural, sem lhe retirar a característica original;

(o) *convergente* no que se refere à noção de "atividade agropecuária", a qual seria: (i) a agricultura; (ii) a horticultura; (iii) a floricultura; (iv) a pecuária; (v) a aquicultura, apicultura, suinocultura, avicultura, cunicultura, sericicultura, piscicultura e outras culturas animais ou vegetais; (vi) o extrativismo animal e vegetal; (vii) a pesca; (viii) a produção de biogás, de metano e de biocombustíveis, quando decorrentes da manipulação de matéria agropecuária, orgânica ou de biomassa; (ix) a transformação de produtos decorrentes das atividades acima, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, tais como: (a) o beneficiamento de produtos agrícolas (a exemplo da debulhação, descascamento, lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, secagem, socagem e lenhamento); (b) a industrialização rudimentar de produtos agrícolas (tais como a moagem de trigo, de milho, de cana-de-açúcar e de grãos em farinha ou farelo, assim como os processos de destilação, cozimento, torrefação, cristalização, fundição); (c) a industrialização rudimentar de produtos zootécnicos (como, por exemplo, a produção de mel acondicionado em embalagem, de laticínio, incluindo a pasteurização e o acondicionamento de leite, sua transformação em queijo, requeijão e manteiga, assim como os processos de resfriamento, fermentação, embalagem); (d) transformação de produtos florestais (como, por exemplo, a produção de carvão vegetal e de lenha, a venda de árvores); (e) a produção de embriões de rebanho em geral, de girinos e alevinos, e a captura de pescado; ou (x) a industrialização de produtos decorrentes das atividades acima elencadas, feita pelo próprio produtor rural pessoa física ou jurídica, independentemente de tal processo ser caracterizado como rudimentar ou não.

Depreende-se que *a CVM poderia, sim, interpretar a Lei nº 11.076/2004 de maneira extensiva, porém não poderia perder de vista que, para a configuração de um direito creditório como sendo do agronegócio, não se deve olvidar do requisito da originação previsto no art. 23, §1º, da referida lei.* Enquanto este artigo contiver a sua atual redação, o referido requisito deveria ser observado e, assim, *os CRAs exclusivamente por destinação, por mais nobre que seus propósitos possam ser, não poderiam ser acolhidos pela entidade reguladora do mercado de capitais*. A CVM é um ente regulador, e não legiferante.

Destarte, a CVM não poderia interpretar o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004 da forma com que o fez no art. 3º, §4º, II e III, da IN 600. Neste artigo da IN 600, a CVM considerou como direitos creditórios do agronegócio apenas aqueles representados por debêntures emitidas por terceiros (art. 3º, §4º, II, da IN 600) ou por produtores rurais (art. 3º, §4º, III, da IN 600), o que demonstra a sua negação a outras hipóteses de direitos creditórios originados indiretamente do agronegócio (que não aquelas previstas no próprio art. 3º, §4º, II; §4º, III; e §5º da IN 600).

O texto do art. 3º, §4º, II e III, da IN 600 revela que a CVM realizou uma interpretação restritiva do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, quando, na realidade, deveria ter acolhido outras hipóteses de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio, uma vez que a referida lei não traz qualquer exigência no sentido de uma originação direta.

De toda forma, em que pese ter ultrapassado, no art. 3º, §4º, II e no art. 3º, §4º, III da IN 600, os limites da Lei nº 11.076/2004, verificou-se que a CVM, ao permitir direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação, estaria, de certa forma, considerando que o investimento no setor agropecuário poderia ser também concretizado por meio de operações de securitização que possibilitam uma posterior remessa de recursos ao setor.

Realmente não faz sentido vedar, para fins de lastro a emissões de CRAs, direitos creditórios que tenham por fim último viabilizar a remessa de capitais ao agronegócio, isto é, CRAs exclusivamente por destinação. Entendeu-se que o propósito de financiamento agropecuário seria atingido tanto quando se utilizem operações de securitização que contem com um negócio jurídico agropecuário já existente, quanto quando se utilizem aquelas que sejam destinadas a um futuro negócio jurídico agropecuário.

Sustentou-se que não deveria importar, numa análise lógica da questão, se o recurso obtido com a operação de securitização vem do agronegócio ou se irá para este segmento. Em ambos os casos haverá investimento na atividade agropecuária, que é o que interessa.

Destacou-se que, pela técnica jurídica, a IN 600, ao admitir CRAs exclusivamente por destinação, seria ilegal neste ponto, haja vista a Lei nº 11.076/2004 não permitir essa interpretação quando lança a expressão “originários [do agronegócio]”.

Desse modo, admitiu-se toda uma lógica no raciocínio da CVM quando acolheu a existência de direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação. Lógica há, porém, infelizmente, não é o que estabelece a Lei nº 11.076/2004.

Por esta razão, perfilhou-se que o correto seria que o próprio legislador aperfeiçoasse o texto do art. 23, §1º, da Lei nº 11.076/2004, de modo a acolher tanto direitos creditórios do agronegócio por origem, quanto aqueles por destinação. Essa seria a solução técnica para a questão, prezando-se, assim, pela preservação da competência do Poder Legislativo, evitando-

se que o Poder Executivo [CVM] legisle e, finalmente, fomentando-se o desenvolvimento do setor agropecuário, haja vista que, em assim sendo, a própria lei [e não uma simples instrução normativa administrativa] estaria permitindo maiores ofertas públicas de CRAs.

Dessa forma, foi proposta nova redação *de lege ferenda* para o art. 23 da Lei nº 11.076/2004, redação essa compatível com o novo conceito de direitos creditórios do agronegócio que se pretendeu (re)construir.

CONCLUSÕES

Uma vez exposta acima a síntese final dos principais resultados obtidos em cada um dos capítulos da presente dissertação, apresenta-se a seguir as conclusões finais alcançadas neste trabalho:

1. O art. 23 da Lei nº 11.076/2004 é alvo de dúvidas no que se refere à sua interpretação, em razão de possuir termos genéricos e vagos;

2. A CVM tem o papel de regulamentar a aplicação do referido artigo no tocante às ofertas públicas de CRAs, o que o fez através da edição da IN 600;

3. A IN 600, em seu art. 3º, §4º, II e III, apresenta uma interpretação restritiva em relação às hipóteses de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio;

4. A Lei nº 11.076/2004, diferentemente da IN 600, permite uma interpretação mais extensiva em relação às hipóteses de direitos creditórios originários indiretamente do agronegócio, bastando que, nesses casos, haja o nexo de necessária causalidade entre referidos direitos e o negócio jurídico agropecuário aos quais se encontram relacionados;

5. A IN 600, em seu art. 3º, §4º, II e III, acolheu hipóteses de direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação;

6. A Lei nº 11.076/2004, diferentemente da IN 600, não permite a interpretação de que possa haver, para fins de lastro a emissões de CRAs, direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação;

7. Em que pese a Lei nº 11.076/2004 não permitir direitos creditórios do agronegócio exclusivamente por destinação, não faz sentido vedar, para fins de lastro a emissões de CRAs, direitos creditórios que tenham por fim último viabilizar a remessa de capitais ao agronegócio, isto é, CRAs exclusivamente por destinação;

8. O propósito de financiamento agropecuário é atingido tanto quando se utilizem operações de securitização que contem com um negócio jurídico agropecuário já existente, quanto quando se utilizem aquelas que sejam destinadas a um futuro negócio jurídico agropecuário;

9. Uma nova redação de *lege ferenda* para o art. 23 da Lei nº 11.076/2004, capaz de (re)construir o conceito de direitos creditórios do agronegócio, acolhendo tanto direitos creditórios do agronegócio por origem (seja direta ou indireta), quanto aqueles por destinação, seria a melhor solução técnica para se afastar dúvidas quanto ao alcance e o significado do conceito em comento;

10. A nova redação acima referida preservaria a competência do Poder Legislativo, evitando-se que o Poder Executivo [CVM] legisle e, finalmente, fomentando-se o desenvolvimento do setor agropecuário, haja vista que, em assim sendo, a própria lei [e não uma simples instrução normativa administrativa] estaria permitindo maiores ofertas públicas de CRAs;

11. Assim, concluiu-se que a nova redação proposta de *lege ferenda* para o art. 23 da Lei nº 11.076/2004 deve ter como propósitos:

(i) esclarecer o sentido de produtor rural, atividade agropecuária e produto agropecuário, afastando dúvidas sobre o alcance das referidas expressões;

(ii) prezar pela técnica jurídica, valendo-se do termo técnico "negócios jurídicos", em detrimento da vaga terminologia "negócios", que atualmente se faz presente na lei em questão;

(iii) esclarecer que os referidos negócios jurídicos seriam aqueles de natureza agropecuária;

(iv) definir o que se entende por negócios jurídicos de natureza agropecuária;

(v) afastar a necessidade de a relação na qual se encontram os CRAs terem como parte direta produtores rurais ou suas cooperativas, o que acaba por limitar de sobremaneira os lastros admissíveis para os referidos títulos e, consequentemente, a própria emissão de CRAs;

(vi) enfatizar que o objetivo dos CRAs é o de fomentar o agronegócio, não importando se os direitos creditórios tenham origem em negócios jurídicos agropecuários, ou se apenas se destinem a negócios dessa natureza, ou seja, o critério da originação cederia espaço também ao da destinação;

(vii) estabelecer a necessidade de se comprovar o liame entre os negócios jurídicos agropecuários e os direitos creditórios que servirão de lastro aos CRAs, como forma de se evitar a utilização destes títulos para fins outros que não o de fomento do agronegócio; e

(viii) flexibilizar a necessidade da comprovação acima referida, quando, a critério da CVM, esteja evidente o liame entre o negócio jurídico agropecuário e os direitos creditórios, ou caso essa comprovação traga desnecessários custos de transação cujos ônus superem os seus benefícios, o que se mostra compatível com os princípios da Declaração de Direitos de Liberdade Econômica;

12. O esclarecimento do que se entende por direitos creditórios do agronegócio é de suma importância para o desenvolvimento do mercado privado de crédito para o agronegócio, pois o CRA tem sua emissão vinculada a tais direitos creditórios. Quanto mais claro estiver o conceito de direitos creditórios do agronegócio, mais simplificado se tornará o uso do CRA como mecanismo de financiamento, atraindo-se mais interessados para o mercado de

securitização de recebíveis do agronegócio, “abrindo-se portas”, ou melhor, “porteiras”, para a sedimentação desse mecanismo de inegável relevância para o suprimento de recursos ao segmento do agronegócio nacional.

REFERÊNCIAS

ADRI, Renata Porto. Da função estatal de planejar a atividade econômica*:* breves reflexões sobre o art. 174 da Constituição da República de 1988. *In*: ADRI, Renata Porto (coord.); SPARAPANI, Priscila. *Intervenção do Estado no domínio econômico e no domínio social:* homenagem ao professor Celso Antônio Bandeira de Mello. Belo Horizonte: Fórum, 2010. p. 145-158.

ALFONSO, Luciano Parejo. *Eficácia y administración*: tres estúdios. Madrid: Imprensa Nacional del Boletin Oficial del Estado, 1995.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção. Atos cambiários. *In*: COELHO, Fábio Ulhoa (coord.). *Tratado de Direito Comercial.* São Paulo: Saraiva, 2015. v. 8, p. 48-88.

ALVES, Alexandre Ferreira de Assumpção; FARIA, Lívia Sant'Anna. Desmaterialização de documentos e títulos de crédito: razões, conseqüências e desafios. *In:* XVI Congresso Nacional do CONPEDI, 2008, Belo Horizonte. *Anais do XVI Congresso Nacional do CONPEDI.* Florianópolis: Fundação Boiteux, 2008, p. 300-321. Disponível em: https://s3.amazonaws.com/conpedi2/anteriores/XVI+Congresso+Nacional+-+Belo+Horizonte+(15%2C+16+e +17+de +novembro+ de+2007).pdf. Acesso em 15 jan. 2019.

ALVIM, Agostinho. *Da inexecução das obrigações e suas conseqüências.* São Paulo: Saraiva, 1972.

AMARAL, Francisco. *Direito civil:* introdução. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. A concepção pós-positiva do princípio da legalidade. *Revista de Direito Administrativo*, Rio de Janeiro, n. 236, p. 51-64, abr./jun. 2004.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. *Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

ARAÚJO, Ney Bittencourt de; WEDEKIN, Ivan; PINAZZA, Luis Antônio. *Complexo agroindustrial*: o agribusiness brasileiro. São Paulo: Agroceres, 1990.

ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1943.

ASCENSÃO, José de Oliveira. *Direito civil*: teoria geral. Coimbra: Coimbra Editora, 2002. v. 3.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS TÉCNICAS. *ABNT NBR 6023:* informação e documentação: projeto de pesquisa: apresentação. 2. ed. Rio de Janeiro: ABNT, 2018.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DO AGRONEGÓCIO DA REGIÃO DE RIBEIRÃO PRETO. *Agronegócio*: conceito. Ribeirão Preto: Associação Brasileira do Agronegócio da Região de Ribeirão Preto. Disponível em: http://www.abagrp.org.br/agronegocioConceito.php. Acesso em: 25 mai. 2019.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS DISTRIBUIDORES DE INSUMOS AGRÍCOLAS E VETERINÁRIOS – ANDAV. [*Correspondência*]. Destinatário: Comissão de Valores

Mobiliários. Campinas, 07 jun. 2017. 1 correspondência. Disponível em: http://www.cvm. gov. br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117ANDAV_14072017.p df. Acesso em: 10 jan. 2019.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico:* existência, validade e eficácia. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BALEEIRO, Aliomar. *Direito tributário brasileiro*. 9. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1980.

BALTHAZAR, Mario Sergio Pugliese; CABELLO, Otávio Gomes; MORGADO, Paulo Henrique Hemoto. Alternativas de investimentos em renda fixa no Brasil: comparação entre um banco de investimento e um banco de varejo. *Revista Evidenciação Contábil & Finanças*, João Pessoa, v. 6, n. 2, p. 36-57, mai./ago. 2018. Disponível em: http://periodicos.ufpb.br/ojs2/ index.php/recfin. Acesso em: 08 dez. 2019.

BANCO BNP PARIBAS BRASIL S.A. *Prospecto definitivo de distribuição pública da 7ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Ápice Securitizadora S.A. lastreado em debêntures emitidas pela Companhia Brasileira de Distribuição*. São Paulo: BNP PARIBAS, 13 abr. 2017. Disponível em: https:// www.bnpparibas.com.br/SiteCollectionDocu ments/Prospecto%20Definitivo%20-%20CRA%20CBD%202017.pdf. Acesso em: 24 fev. 2020.

BANCO BRADESCO BBI S/A. *Prospecto preliminar de distribuição pública das 9ª, 10ª e da 11ª séries da 1ª emissão de CRAs da CIBRASEC – Companhia Brasileira De Securitização lastreados em créditos do agronegócio devidos pela Petrobrás Distribuidora S.A*. São Paulo: Banco Bradesco BBI S/A, 24 mai. 2018. Disponível em: https://www.bradescobbi.com.br/SI_ opa/upl oad/CRA-BR-Prospecto-Preliminar-Maio18.pdf. Acesso em 09 jun. 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Diretoria. *Circular n° 1.273, de 29 de dezembro de 1987.* Institui o plano contábil das instituições do Sistema Financeiro Nacional – COSIF. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 29 dez. 1987. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/norm ativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/42321/Circ_1 273_v1_O.pdf. Acesso em: 05 jan. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Manual do Crédito Rural (MCR)*. Brasília, DF, 04 jul. 2019 [atual.]. Disponível em: https://www3.bcb.gov.br/mcr/completo. Acesso em: 19 jan. 2020.

BANCO ITAÚ BBA S.A. *Prospecto definitivo de distribuição pública da 68ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Ecoagro – Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A lastreados em direitos creditórios do agronegócio oriundos de Nota de Crédito à Exportação de emissão da Suzano Papel e Celulose S.A*. São Paulo: Banco Itaú BBA S.A., 25 jun. 2015. Disponível em: https:// ww69.itau.com.br/fileserver/relatorios/CRA_Suzano__Prospecto_Definitivo_68_serie_da_1 _emissao_da_Eco_Securitizad.pdf. Acesso em 09 jun. 2019.

BARROS, Geraldo Sant'Ana de Camargo. *Economia da comercialização agrícola*. Piracicaba: Escola Superior de Agricultura Luiz de Queiroz-USP, 2007. Disponível em: https:/ /www.cepea.esalq.usp.br/br/documentos/texto/economia-da-comercializacao-agricola-em-pdf .aspx. Acesso em: 29 nov. 2019.

BATISTA JUNIOR, Onofre Alves. *Princípio constitucional da eficiência administrativa*. Belo Horizonte: Mandamentos, 2004.

BÉNABENT, Alain. *Droit civil:* les obligations. 11. ed. Paris: Montchrestien, 2007.

BETTI, Emilio. *Teoria generale delle obbligazioni in diritto romano*. Milano, 1953. v. 1.

BEVILAQUA, Clóvis. *Código civil dos Estados Unidos do Brasil commentado*. 3. ed. São Paulo: Livraria Francisco Alves, 1930. v. 4.

BEVILAQUA, Clóvis. *Código civil dos Estados Unidos do Brasil commentado*. 5. ed. São Paulo: Livraria Francisco Alves, 1936. 1 v.

BHATTACHARYA, Anand K.; FABOZZI, Frank J. (org.). *Asset-Backed Securities*. New Hope: Prudential Securities, 1996.

BOGGERO, Luis María Boffi. *La declaración unilateral de voluntad como fuente de las obligaciones.* Buenos Aires: Editorial Jurídica Argentina, 1942.

BORGES, João Eunápio. *Títulos de crédito.* Rio de Janeiro: Forense, 1971.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da Segregação de Risco. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 12, p. 123-136, dez. 1999. Disponível em: https://web.bndes.gov.br/bib/jspui/bitstream/1408/16504/1/PRArt122810_Securitizacao%20como%20parte%20da%20segregacao%20de%20risco_compl_P_BD.pdf. Acesso em: 19 nov. 2019.

BRANDT, Sérgio Augusto. *Comercialização agrícola*. Piracicaba: Livroceres, 1980.

BRASIL. Advocacia Geral da União. Ministério da Justiça e Segurança Pública. Ministério da Economia. Exposição de Motivos Interministerial (EMI) nº 00083/2019 ME AGU MJSP. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica, estabelece garantias de livre mercado, análise de impacto regulatório, e dá outras providências. Brasília, DF, 11 abr. 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br /ccivil_03/_ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-881-19.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Advocacia-Geral da União. Procuradoria-Geral Federal. Procuradoria Federal Especializada Junto à Comissão de Valores Mobiliários. Gerência Jurídica - 2. *Parecer n. 00067/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU*. Oferta pública de emissão de CRA. Art. 23, § 1°, da Lei n° 11.076/04. Conceito de direitos creditórios do agronegócio. Lastro dos CRA. Inteligência da decisão proferida no processo RJ 2012/12177 e do entendimento constante do Memo/nº116/2013/GJU2/PFECVM/PGF/AGU. Interessados: Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. e BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. Rio de Janeiro: Advocacia-Geral da União, 30 mai. 2016. Disponível em: http:// www.consultaesic.cgu.gov.br/busca/dados/Lists/Pedido/Attachments/498269/RESPOSTA_PEDIDO_PARECER%20n.%2000067_2016_GJU%20-%202_PFECVM_PGF_AGU.pdf. Acesso em: 29 fev. 2020.

BRASIL BOLSA BALCÃO (B3). Canal Eletrônico do Investidor – B3. [*S. l.*]: B3, 2020. Disponível em: https://cei.b3.com.br/CEI_Responsivo/. Acesso em: 04 mai. 2020.

BRASIL BOLSA BALCÃO (B3). *Por dentro da B3*: Guia prático de uma das maiores bolsas de valores e derivativos do mundo. Rio de Janeiro: B3, 2017. Disponível em: https://educacional.bmfboves pa.com.br/documentos/ApostilaPQO.pdf. Acesso em: 12 jun. 2018.

BRASIL. Câmara dos Deputados. Comissão Especial Destinada a Proferir Parecer ao Projeto de Lei nº 1.572, de 2011 (Código Comercial). *Emenda nº 33/2012 ao Projeto de Lei nº 1.572, de 2011*. Acrescenta o Livro do Agronegócio. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 04 jul. 2012. Disponível em: http://www.camara.gov.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao= 550688. Acesso em: 26 mai. 2019.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei de Conversão da Medida Provisória nº 221, de 2004.* Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário - CDA e o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 2004. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=257714. Acesso em: 27 jan. 2020.

BRASIL. Câmara dos Deputados. *Projeto de Lei nº 1.572, de 2011*. Institui o Código Comercial. Brasília, DF: Câmara dos Deputados, 14 jun. 2011. Disponível em: https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=888462&filename=PL+1572/2011. Acesso em: 26 mai. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. *Decisão do Colegiado, de 21 de novembro de 2017*. Recurso contra decisão da SRE – registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da Vert Companhia Securitizadora - Proc. SEI 19957.006751/2017-15. Rio de Janeiro: CVM, 21 nov. 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1/20171121_D0845.html. Acesso em: 20 nov. 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. *Decisão do Colegiado, de 26 de novembro de 2013*. Pedido de Registro de Oferta Pública – Octante Securitizadora S.A. – Proc. RJ2013/8860. Relator: SRE/GER-1. Rio de Janeiro: CVM, 26 nov. 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20131126_R1.html. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. *Decisão do Colegiado de 30 de agosto de 2016*. Voto do Diretor Gustavo Borba. Processo SEI nº 19957.001669/2016-13. Pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. Interessados: XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. e BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. Rio de Janeiro: CVM, 30 ago. 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__Voto_DGB.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. *Decisão do Colegiado de 30 de agosto de 2016*. Voto do Diretor Pablo Renteria. Processo SEI nº 19957.001669/2016-13. Pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. Interessados: XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. e BK Brasil Operação e Assessoria

a Restaurantes S.A. Rio de Janeiro: CVM, 30 ago. 2016. Disponível em: Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__Voto_DPR.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. *Decisão do Colegiado de 30 de agosto de 2016*. Voto do Presidente Leonardo P. Gomes Pereira. Processo SEI nº 19957.001669/2016-13. Pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. Interessados: XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. e BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. Rio de Janeiro: CVM, 30 ago. 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__Voto_PTE.pdf. Acesso em: 15 jul. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Colegiado. *Deliberação CVM nº 649, de 16 de dezembro de 2010*. Aprova o Pronunciamento Técnico CPC 08 (R1) do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, que trata dos custos de transação e prêmios na emissão de títulos e valores mobiliários. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 16 dez. 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0600/deli649.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Comunicado CRA.* Rio de Janeiro: CVM, 21 nov. 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081121-1.html. Acesso em: 28 jul. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17*. Minuta de Instrução sobre o regime dos certificados de recebíveis do agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. Rio de Janeiro: CVM, 15 mai. 2017. Presidente: Leonardo P. Gomes Pereira. Disponível em: http: //www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117edital_e_minuta.pdf. Acesso em: 20 jul. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. GJU-2. *Memorando n° 86/2013/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU.* Processo CVM n° RJ 2013-8860. MEMO/SRE/GER-1/N° 56/2013. Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 10ª série de CRA da 1ª emissão de Octante Securitizadora S.A. Procurador-Chefe: José Eduardo Guimarães Barros. Rio de Janeiro: CVM, 08 nov. 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/a nexos/0010/8782-3.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Manifestações recebidas sobre o Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17*. Minuta de Instrução sobre o regime dos certificados de recebíveis do agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. Rio de Janeiro: CVM, 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/audiências_publicas/ap_sdm/2017/sdm0117.html. Acesso em: 15 jul. 2017.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Memorando da Gerência de Registros-1 nº MEMO/SRE/GER-1/ nº 56/20*. Rio de Janeiro, 25 out. 2013. Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 10ª série de CRA da 1ª emissão de Octante Securitizadora S.A. Processo CVM nº RJ-2013-8860. Gerente de Registros - 1: Ricardo Maia da Silva. Superintendente de Registro de Valores Mobiliários: Reginaldo Pereira de Oliveira. Disponível

em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8782-2.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo Administrativo CVM nº RJ2009/9811*. Recurso contra entendimento da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN. Recorrente: ASK Renda Certa Gestora de Recursos SA. Diretor- Relator: Eli Loria. Rio de Janeiro: CVM, 19 out. 2010. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/anexos/0007/7212-0.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Processo CVM nº RJ2013/8860*. Pedido de registro de distribuição pública de certificados de recebíveis do agronegócio da 10ª Série da 1ª Emissão da Octante Securitizadora S.A. Interessados: Octante Securitizadora S.A. e Banco Votorantim S.A. Diretor relator: Otavio Yazbek. Rio de Janeiro: CVM, 26 nov. 2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0010/8782-1.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Relatório de Análise*. Audiência pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167. Minuta de Instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição. Rio de Janeiro: CVM, 1 ago. 2018. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/Relatorio_de_analise_AP_01_2017.pdf. Acesso em: 15 nov. 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Reuniões do Colegiado*. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/index.html. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Sessão de julgamento do processo administrativo sancionador CVM nº RJ2007/13207*. Emissão pública de títulos, valores mobiliários ou contratos de investimento coletivo realizada sem prévio registro na CVM. Multa. Diretor-Relator: Marcos Barbosa Pinto. Presidente da Sessão de Julgamento: Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana. Rio de Janeiro: CVM, 02 set. 2008. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/sancionadores/sancionador/anexos/2008/20080902PASRJ200713207.pdf. Acesso em: 01 ago. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. *Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1*. Pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. Processo CVM nº RJ-19957.001669/2016-13. Superintendente Dov Rawet. Rio de Janeiro: CVM, 29 jun. 2016. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__SRE.pdf. Acesso em: 06 dez. 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. *Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1*. Pedido de Registro de Oferta Pública de Distribuição de CRI da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Processo CVM nº 19957.010578/2017-50. Rio de Janeiro: CVM, 06 dez. 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171212/0869.pdf, p.19. Acesso em: 30 out. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. *Ofício-Circular CVM/SRE nº 02/19*. Orientações gerais sobre procedimentos a

serem observados pelos emissores e intermediários em ofertas públicas de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 27 fev. 2019. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm /legislacao/oficioscirculares/sre/anexos/ocsre0219.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. *Superintendência de Registro de Valores Mobiliários*. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/acesso_informacao/institucional/sobre/sre.html. Acesso em: 14 nov. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. Banco Central do Brasil. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Exposição de Motivos Interministerial (EMI) nº 00240/2019. Proposta de Medida Provisória que dispõe sobre mecanismos de garantias ao crédito rural, revisão e consolidação das normas referentes aos títulos de crédito do agronegócio, concessão de subvenção econômica para empresas cerealistas em operações de financiamento do BNDES, concessão de equalização de taxas de juros para as instituições financeiras privadas, aprimoramento e consolidação das normas sobre emissão, registro e circulação de títulos de crédito, com destaque para a possibilidade de assinatura eletrônica dos instrumentos de crédito. Brasília, DF, 23 set. 2019. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2019-2022/2019/Exm/Exm-MP-897-19.pdf. Acesso em: 20 out. 2019.

BRASIL. Ministério da Economia. *Conselho Monetário Nacional – CMN*. Brasília, DF: Ministério da Economia, [2018?]. Disponível em: http://www.fazenda.gov.br/assuntos/cmn. Acesso em: 17 mar. 2020.

BRASIL. Ministério da Fazenda. Receita Federal do Brasil. *Parecer normativo COSIT/RFB nº 05, de 17 de dezembro de 2018*. Brasília, DF: Ministério da Fazenda, 2018. Disponível em: http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto = 97407&visao=original. Acesso em: 27 jan. 2020.

BRASIL. Senado Federal. *Projeto de Lei do Senado nº 487, de 2013*. Reforma o Código Comercial. Brasília, DF: Senado Federal, 22 nov. 2013. Disponível em: https://legis.senado.leg.br/sdleggetter/documento?dm=4713964&ts=1570206910067&disposition=inline. Acesso em: 16 out. 2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça (1. Turma). *Recurso Especial 843.060/RJ*. Processual civil e administrativo. Responsabilidade civil do Estado. Assalto praticado contra motorista parado em sinal de trânsito. Omissão do estado em prover segurança pública no local nexo de causalidade. Requisito indispensável. Ausência. Recorrente: Estado do Rio de Janeiro. Recorrido: Osvaldo Marendaz Mury. Relator: Min. Teori Albino Zavascki, 15 de fevereiro de 2011. Disponível em: https://bd.tjmg.jus.br/jspui/bit stream/tjmg/7633/1/STJ%20Recurso%20Especial%20843.060.pdf. Acesso em: 29 mai. 2020.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1.453.930 - SP (2012/0175355-7). Direito cambiário. Recurso Especial. Aval. Necessidade de outorga uxória ou marital. Disposição restrita aos títulos de crédito inominados ou atípicos. Art. 1.647, III, do CC/2002. Interpretação que demanda observância à ressalva expressa do art. 903 do CC e ao disposto na LUG acerca do aval. Recurso Especial provido. Recorrente: Banco do Brasil S/A. Recorrido: Paulo Arantes. Relator: Min. Luis Felipe Salomão. Brasília, 07 dez. 2016. Disponível em: https:// scon.stj.jus.br/SCON/decisoes/toc.jsp?livre=%28%22LUIS+FELIPE+SALOM%C3O%22%29.MIN.&processo=1453930.NUM.&data=%4DTPB+%3E%3D+20161207+E+%40D

TPB+%3C%3D+20161207&b=DTXT&thesaurus=JURIDICO&p=true. Acesso em: 13 out. 2019.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal (1. Turma). *Recurso Extraordinário 130.764-1*. Responsabilidade civil do Estado. Dano decorrente de assalto por quadrilha de que fazia parte preso foragido vários meses antes. A responsabilidade do Estado, embora objetiva por força do disposto no artigo 107 da Emenda Constitucional nº 1/69 (e, atualmente, no §6º do artigo 37 da Carta Magna), não dispensa, obviamente, o requisito, também objetivo, do nexo de causalidade entre a ação ou a omissão atribuída a seus agentes e o dano causado a terceiros. Em nosso sistema jurídico, como resulta do dispositivo no artigo 1.060 do Código Civil, a teoria adotada quanto ao nexo de causalidade é a teoria do dano direto e imediato, também denominada teoria da interrupção do nexo causal. Recurso extraordinário conhecido e provido. Recorrentes: Estado do Paraná e Ministério Público do Estado do Paraná. Recorridos: H. Kaminski & Cia. Ltda. e outros. Relator: Min. Moreira Alves, 12 de maio de 1992. Disponível em: http://redir.stf.jus.br/paginadorpub/paginador.jsp?docTP=AC&docID=2 07632. Acesso em: 29 mai. 2020.

BRASIL. Tribunal Superior do Trabalho. Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho. *Consolidação dos Provimentos da Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho de 06 de abril de 2006.* Brasília, DF: Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho, 2006. Disponível em: https://juslaboris.tst.jus.br/bitstream/handle/20.500.12178/3194/2006_consolida_prov_cgjt_rep01.pdf?sequence=9&isAllowed=y. Acesso em: 05 jan. 2020.

BRASIL. Tribunal Superior do Trabalho. Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho. *Consolidação dos Provimentos da Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho de 28 de outubro de 2008*. Brasília, DF: Corregedoria-Geral da Justiça do Trabalho, 2008. Disponível em: https://juslaboris.tst.jus.br/bitstream/handle/20.500.12178/1661/2008_consolida_prov_cgjt.pdf?sequence=6&isAllowed=y. Acesso em: 05 jan. 2020.

BRF – BRF S.A. *Composição da linguiça toscana com queijo coalho*. [*S. l*], 2020. Disponível em: https://www.perdigao.com.br/produtos/linguicas/linguicas-frescais-recheadas/linguica-toscana-com-queijo-coalho/. Acesso em: 29 fev. 2020

BULGARELLI, Waldirio. Aspectos jurídicos dos títulos de crédito rural. *In*: BULGARELLI, Waldirio. *Direito empresarial*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2011, v. 5, p. 62-78.

BURANELLO, Renato; CAMPOS, Eduardo P. O. Novo regime jurídico dos certificados de recebíveis do agronegócio. *In: Revista Brasileira de Direito do Agronegócio - RBDAgro*, São Paulo, v. 1, 1. sem. 2019.

BURANELLO, Renato Macedo; LEANDRO, Ana Flávia. Securitização de títulos e certificados de recebíveis do agronegócio (CRA). *In:* BURANELLO, Renato Macedo; SOUZA, André Ricardo Passos de; PERIN JUNIOR, Ecio (coord.). *Direito do agronegócio*: mercado, regulação, tributação e meio ambiente. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BURANELLO, Renato Macedo. Letra de Crédito do agronegócio na captação de poupança pública e financiamento do agronegócio. *In:* BURANELLO, Renato Macedo; SOUZA, André Ricardo Passos de; PERIN JUNIOR, Ecio (Coord.). *Direito do Agronegócio*: mercado, regulação, tributação e meio ambiente. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BURANELLO, Renato Macedo; OIOLI, Erik. *Certificado de recebíveis do agronegócio*: os sistemas agroindustriais e o mercado de capitais. Londrina: Thoth Editora, 2019.

BURANELLO, Renato Macedo. Questão de semântica: que créditos podem lastrear um CRA? *Capital Aberto*, São Paulo, 20 abr. 2017. Disponível em: https://capitalaberto.com.br/temas/captacao-de-recursos/questao-de-semantica-que-creditos-podemlastrearumcra/#.Wadl7KGOY8. Acesso em: 30 jul. 2017.

BURANELLO, Renato Macedo. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*: regime jurídico. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BURANELLO, Renato Macedo. Um moderno conceito de agronegócio. *Estadão.com.br*, São Paulo, 12 mai. 2016, Política. Disponível em: http://politica.estadao.com.br/blogs/fausto-macedo/um-modern o-conceito-de-agronegocio/. Acesso em: 14 jul. 2017.

CALAMANDREI, Piero. *El procedimento monitório*. 2. ed. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa - América, 1953.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CAMPOS, Diogo Leite de. *Nós:* estudos sobre o direito das pessoas. Coimbra: Almedina, 2004.

CANARIS, Claus-Wilhelm. *Pensamento sistemático e conceito de sistema na ciência do direito.* Tradução Antônio Menezes Cordeiro. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1989.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.

CAOUETTE, John B.; ALTMAN, Edward I.; NARAYANAN, Paul; NIMMO, Robert. *Managing credit risk*. New York: John Wiley, 1998.

CAROZZA, Antonio. *Lezioni di diritto agrario*. Milano: Giuffrè Editore, 1996. v. 1.

CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1955. v. 5.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1997.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei das Sociedades Anônimas*. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. v. 1.

CAVALIERI FILHO, Sérgio. *Programa de responsabilidade civil*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

CETIP. *Prospecto definitivo de distribuição pública das 1ª e 2ª séries da 20ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Vert Companhia Securitizadora, lastreados em direitos creditórios do agronegócio devidos por Ipiranga Produtos de Petróleo S.A*. São Paulo: CETIP, 20 dez. 2018. Disponível em: https://www2.cetip.com.br/download.aspx?CID=4d60dd23-9887-4593-bbae-bfbff573219b. Acesso em 15 jan. 2019.

CETIP. *Séries históricas*: CRA - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - volume negociado. Disponível em: http://estatisticas.cetip.com.br/astec/series_v05/paginas/web_v04_10_03_consulta.asp. Acesso em: 14 nov. 2019

CFA SOCIETY BRAZIL. [*Correspondência*]. Destinatário: Comissão de Valores Mobiliários. São Paulo, 14 jul. 2017. 1 correspondência. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117CFA_Society_Brazil_14072017.pdf. Acesso em: 10 jan. 2019.

CHALHUB; Melhim Namem. *Negócio fiduciário.* 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial*: securitização de crédito. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

COASE, Ronald H. The problem of social cost. *The Journal of Law and Economics of the University of Virginia*, Virginia, v. 3, p. 1-44, Oct. 1960.

COELHO, Fábio Ulhoa. A cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios e a recuperação judicial do devedor cedente. *Revista Magister de Direito Civil e Processual Civil*, Porto Alegre, v. 7, n. 37, p.14-27, 2004.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial.* 28. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de direito comercial*: direito de empresa. 23. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.

COELHO, Fábio Ulhoa. Títulos do Agronegócio. *In*: BURANELLO, Renato; SOUZA, André Ricardo Passos de; PERIN JUNIOR, Ecio (coord.). *Direito do agronegócio*: mercado, regulação, tributação e meio ambiente. São Paulo: Quartier Latin, 2011, p. 365-380.

COMPARATO, Fábio Konder. *O seguro de crédito*: estudo jurídico. São Paulo: Imprenta,1968.

COOTER, Robert, ULEN, Thomas. *Law and Economics*. 5th ed. Harlow: Pearson Addison-Wesley, 2008.

COSAC, Marcelo; MATARAZZO, Vinícius. O direito creditório do agronegócio e o mercado de capitais. *Revista do Advogado*, São Paulo, ano 37, n. 134, 28 jul. 2017, p. 106-112.

COSTA, Wille Duarte. *Títulos de Crédito.* Belo Horizonte: Del Rey, 2003.

DALLARI, Adilson Abreu. Administração pública no estado de direito. *Revista trimestral de direito público*, São Paulo, v. 94, n. 5, 1994.

DANTAS, Francisco de San Tiago. *Problemas de direito positivo: estudos e pareceres*. Rio de Janeiro: Forense, 1953.

DA SILVA, Paulo Ferreira Dias da. A evolução da CVM e do conceito de valor mobiliário. *In: Séries Históricas*. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2015. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/acesso_informacao/serie shistoricas/trabalhos_

academicos/anexos/A-evolucao-da-CVM-e-do-conceitode-VM-Paulo-Ferreira-Dias-da-Silva.pdf. Acesso em: 10 nov. 2019.

DAVID, René. *Os grandes sistemas do direito contemporâneo*. 4. ed. São Paulo: Martins Fontes, 2002.

DAVIS, John H.; GOLDBERG, Ray A. *A concept of agribusiness*. Boston: Alpine Press, Harvard University, 1957.

DEACON, John. *Global securitisation and CDOs*. Chichester: John Wiley & Sons, Ltd., 2004.

DE LUCCA, Newton. *A cambial-extrato*. São Paulo: Saraiva, 1985.

DE LUCCA, Newton. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Biblioteca Pioneira de Direito Empresarial, 1979.

DERZI, Misabel. *Direito tributário brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

DIAS, José de Aguiar. *Responsabilidade civil em debate*. Rio de Janeiro: Forense, 1983.

DIAS, Pedro Branquinho Ferreira. *O dano moral:* na doutrina e na jurisprudência. Coimbra: Almedina, 2001.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro*: teoria geral das obrigações. 22. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Parcerias na Administração Pública*. São Paulo: Editora Atlas, 1999.

ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A. [*Correspondência*]. Destinatário: Comissão de Valores Mobiliários. São Paulo, 14 jul. 2017. 1 correspondência. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm011 7ANDAV_14072017.pdf. Acesso em: 10 jan. 2019.

EIZIRIK, Nelson *et al*. *Mercado de capitais:* regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson. Regulação e auto-regulação do Mercado de Valores Mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 48. out./dez. 1982.

FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Introduction to securitization*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008.

FERNANDES, Jean Carlos. *Teoria contemporânea dos títulos de crédito:* imperativos principiológicos sob a ótima das teorias pós-positivistas. Belo Horizonte: Arraes Editoriais, 2012.

FERRAZ JÚNIOR, Tercio Sampaio. O poder normativo das agências reguladoras à luz do princípio da eficiência. *In:* ARAGÃO, Alexandre Santos de *et al*. *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

FERRAZ, Sérgio; DALLARI, Adilson Abreu. *Processo administrativo*. 3. ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

FIGUEIREDO, Luciano; FIGUEIREDO, Roberto. *Direito Civil:* obrigações e responsabilidade civil. 7. ed. São Paulo: Editora Juspodivm, 2018.

FONSECA, Rodrigo Garcia. *A função social do contrato e o alcance do artigo 421 do Código Civil*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

FRANCE. *Code Rural et de la Pêche Maritime: version consolidée au 28 mai 2020*. Disponível em: https://www.legifrance.gouv.fr/affichCodeArticle.do;jsessionid=F5E5DBF587901200792 6B1D03F576E33.tplgfr33s_2?idArticle=LEGIARTI000038492093&cidTexte=LEGITEXT00 0006071367&categorieLien=id&dateTexte=. Acesso em: 01 fev. 2020.

FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC. *Sobre a garantia FGC*. São Paulo: FGC, [2017?]. Disponível em: https://www.fgc.org.br/garantia-fgc/sobre-a-garantia-fgc. Acesso em 09 jun. 2019.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Leud, 2003.

GERHARDT, Michael J. Non-Judicial Precedent. *Vanderbilt Law Review*, Nashville, v. 61, p. 713-784, 2008. Disponível em: https://scholarship.law.vanderbilt.edu/cgi/viewcontent.cgi?arti cle=1507&context=vlr. Acesso em: 20 out. 2019.

GOLDBERG, Ray Allan. *Agribusiness management for developing countries - Latin America*. Cambridge: Ballinger Pub. Co., 1974.

GOMES, Orlando. *Obrigações.* Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*: contratos e atos unilaterais. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 3.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*: responsabilidade civil. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. v. 4.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito civil brasileiro*: teoria geral das obrigações. 7. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. v. 2.

GUIMARÃES, Deocleciano Torrieri. *Dicionário técnico jurídico*. 6. ed. São Paulo: Rideel, 2004.

GUSTIN, Miracy Barbosa de Souza; DIAS, Maria Tereza Fonseca. *(Re)pensando a pesquisa jurídica*: teoria e prática. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

HILL, Claire A. Securitization: a low-cost sweetener for lemons. *Washington University Law Quarterly*, Washington, p. 1061-1120, 1996.

HOUAISS, Antônio. *Dicionário Houaiss da Língua Portuguesa*. 1. ed. Rio de Janeiro: Objetiva, 2009.

ITALIA. [Codice Civile Italiano (1942)]. *Regio Decreto n. 262, del 16 marzo 1942*. Approvazione del texto del Codice Civile Italiano. Roma: 4 apr. 1942. Disponível em: https://www.gazzettaufficiale.it/atto/vediMenuHTML?atto.dataPubblicazioneGazzetta=1942-04-04&atto.codiceRedazionale=042U0262&tipoSerie=serie_generale&tipoVigenza=vigente AData&action=deselect-all. Acesso em: 20 nov. 2019.

JAPIASSÚ, Hilton; MARCONDES, Danilo. *Dicionário básico de filosofia.* 5. ed. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2008.

JUSTEN FILHO, Marçal. *Curso de direito administrativo*. 11. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2015.

KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. London: Macmillan, 1973.

LARANJEIRA, Raymundo. *Propedêutica do direito agrário*. 2. ed. São Paulo: LTR, 1981.

LEITE, Fábio Barbalho Leite. O Controle Jurisdicional de Atos Regulamentares das Agências Reguladoras diante do Princípio da Moralidade Administrativa. *In:* ARAGÃO, Alexandre Santos (coord.). *O poder normativo das agências reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 315-357.

LIMA, Rafael Augusto de Mendonça. *Direito agrário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1994.

LOPES, Pedro Moniz. *Princípio da boa-fé e decisão administrativa*. Coimbra: Almedina, 2011.

LOSS, Giovani R. Contribuições à teoria da regulação no Brasil: fundamentos, princípios e limites do poder regulatório das agências. *In:* ARAGÃO, Alexandre Santos de (org.). *O poder normativo das agências reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011. p. 109-129.

MACEDO, Fausto; YONEYA, Fernanda. Esquema da Petrobrás é eleito 2º maior caso de corrupção. *Revista Exame*, [*S. l.*], 11 fev. 2016. Caderno Negócios. Disponível em: https:// exame.com/negocios/petrobras-e-eleito-2o-maior-caso-de-corrupcao-diz-ong/. Acesso em: 09 jun. 2020.

MARQUES NETO, Floriano Azevedo. A nova regulação estatal e as agências independentes. *In:* SUNDFELD, Carlos Ari (coord.). *Direito Administrativo Econômico*. São Paulo: Malheiros, 2000.

MARTINS, Fran. *Títulos de crédito*. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

MARTINS, Fran. *Títulos de crédito*. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: FGV, 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *RAE - Revista de administração de empresas*, São Paulo, v. 25, n. 2, abr./jun. 1985.

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, León; TUNC, Andre. *Tratado teórico y práctico de la responsabilidad civil delictual y contractual*. Buenos Aires: Ejea, 1961. t. 2. v. 2.

MAZZA, Alexandre. *Manual de direito administrativo*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2015.

MEDAUAR, Odete. *Direito administrativo moderno*. São Paulo: RT, 2012.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito administrativo brasileiro*. 39. ed. São Paulo: Malheiros, 2013.

MEIRELLES, José Carlos Junqueira. Securitização. *In: Titularização de Créditos*. Lisboa: Instituto de Direito Bancário, 2000, p. 37-62.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 14. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

MELLO, Celso Antônio Bandeira de. *Curso de direito administrativo*. 25. ed. São Paulo: Malheiros, 2008.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito cambiário*. 2. ed. São Paulo: Max Limonad, 1954.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*: direito das obrigações. Rio de Janeiro: Borsoi, 1971. t. 23.

MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. *Tratado de direito privado*: direito das obrigações. Rio de Janeiro: Borsoi, 1961. t. 36.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil:* parte geral. 21. ed. São Paulo: Saraiva, 1982.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Das modalidades de obrigações*. São Paulo: Saraiva, 1959.

MONTIGAUD, Jean-Claude. *Filières et firmes agro-alimentaires:* le cas des fruits et légumes transformés. 1975. Tese (Doutorado em Ciência Econômica) - Université de Montpellier 1, Montpellier, 1975.

MONTIGAUD, Jean-Claude. L'analyse des filières agroalimentaires: méthodes et premiers résultats. *Economies et Sociétés*, Paris, n. 6, p. 59-83, 1 jun. 1992.

MORAES, Alexandre de. *Direito constitucional*. 23. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MOREIRA NETO. Diogo de Figueiredo. *Mutações do Direito Administrativo.* Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Quatro paradigmas do direito administrativo pós-moderno:* legitimidade, finalidade, eficiência e resultados. Belo Horizonte: Fórum, 2008.

NATIONS UNIES *et al*. *Cadre central du Système de comptabilité économique et environnementale*, 2012. [*S. l.*]: 2016. Disponível em: https://unstats.un.org/unsd/envaccounting/seeaRev/CF_trans/SEEA_CF_Final_fr.pdf. Acesso em: 26 jan. 2020.

NEVES, Rubia Carneiro. Uma comparação entre os novos títulos de crédito do agronegócio e as cédulas de crédito. *In:* FERNANDES, Jean Carlos (coord.). *Títulos de Crédito*: Homenagem ao Professor Wille Duarte Costa. Belo Horizonte: Del Rey, 2011. p. 203-229.

NORONHA, Fernando. *Direito das obrigações*. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 4.

ORIGINÁRIO. *In:* Definición y etimología. [*S. l.*]: Definiciona. Disponível em: https://definiciona.com/originario/. Acesso em: 01 dez. 2019.

ORIGINÁRIO. *In:* DICIONÁRIO de sinônimos online. [*S. l.*]: SINÔNIMOS.COM.BR. Disponível em: https://www.sinonimos.com.br/originario/. Acesso em: 01 dez. 2019.

OURINVEST SECURITIZADORA S.A. *Prospecto preliminar de distribuição pública da 4ª série da 2ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Ourinvest Securitizadora S.A. lastreados em direitos creditórios do agronegócio devidos por Duratex S.A.* São Paulo: Ourinvest Securitizadora S.A., 19 fev. 2016. Disponível em: https://www.bocombbm.com.br/_downloads/Prospecto%20Preliminar%20de%20Distribui%C3%A7%C3%A3o%20P%C3%BAblica%20da%204%C2%AA%20s%C3%A9rie%20da%202%C2%AA%20emiss%C3%A3o%20de%20CRA%E2%80%99s%20da%20Ourinvest%20Securitizadora%20S.A.pdf. Acesso em 25 nov. 2018.

PARENTONI, Leonardo Netto. A duplicata virtual e os títulos de crédito eletrônicos. *Revista da Faculdade de Direito da UFMG*, Belo Horizonte, n. 65, p. 409-465, jul./dez. 2014.

PARENTONI, Leonardo Netto. Documento Eletrônico: aplicação e interpretação pelo Poder Judiciário. *Research Gate*, [*S. l*], jan. 2007. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/299859625_Documento_Eletronico_Aplicacao_e_Interpretacao_pelo_Poder_Judiciario_Electronic_docu ments_a ccording_to_Brazilian_laws. Acesso em: 08 dez. 2019.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de direito civil.* Rio de Janeiro: Forense, 2011.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Responsabilidade civil*. 9. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

PEREIRA, Lutero de Paiva. *Legislação especial do direito agrofinanceiro*. Curitiba: Juruá, 2010.

PETIT, Louis; DE VEYRAC, Raymond. *Le crédit et l'organisation bancaire*. Paris: Recueil Sirey, 1938.

PINHEIRO, Armando Castelar; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PORTO, Sérgio Gilberto. Sobre a Common Law, Civil Law e o Precedente Judicial. *In:* MARINONI, Luiz Guilherme (coord.). *Estudos de Direito Processual Civil*: homenagem ao Professor Egas Dirceu Moniz de Aragão. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.

POSNER, Richard A. *Economic analysis of law*. 6th ed. New York: Aspen, 2003.

POTHIER, Robert Joseph. *Oeuvres de Pothier annotées et mises en corrélation avec le code civil et la législation actuelle:* traité des obligations. Paris: Cosse et Marchal, Plon, 1861. v. 2.

POTHIER, Robert Joseph. *Oeuvres de Pothier annotés et mises en corrélation avec le code civil et la législation actuelle:* traité du contrat de louage, du contrat de bail à rente, du contrat de société, des cheptels, des contrats des louages maritimes, du contrat de change. Paris: Cosse et Marchal, 1847. v. 4.

POTHIER, Robert Joseph. *Oeuvres de Pothier*: traité des obligations, selon les règles, tant du for de la conscience que du for extérieur. Paris: Letellier, 1813. t. 1.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. *Metodologia do trabalho científico*: métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico. 2. ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013. Disponível em: https://app.box.com/s/2p1akg6wbur3tv2zxz4y. Acesso em: 01 fev. 2019.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais,* São Paulo, n. 41, 2008.

RB CAPITAL COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO. *Relatório de gestão fiduciária referente aos CRAs da 8ª série da 1ª emissão, lastreados em debêntures de emissão da Norsa Refrigerantes S.A.* São Paulo: RB CAPITAL, jul. 2019. Disponível em: https://www.rbsec.com/documents/20126/1064872/RBCapitalCIA_CRA_008_Solar_07_2019.pdf/b63a3301-a7ac-267d-bb23-6f1db32fc506. Acesso em: 16 fev. 2020.

REALE, Miguel. *Lições preliminares de direito*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2004.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 25. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

REQUIÃO, Rubens Edmundo. *Os novos títulos de crédito derivados do agronegócio*. [Curitiba]: Rubens Edmundo Requião e Advogados Associados, [2004?]. Disponível em: http://requiao.adv.br/artigo11.htm. Acesso em: 10 jan. 2019.

REZEK, Gustavo Elias Kallás. *Imóvel agrário*: agrariedade, ruralidade e rusticidade. Curitiba: Juruá, 2007.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira; GALESKI JÚNIOR, Irineu. *Teoria geral dos contratos*: contratos empresariais e análise econômica. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

RIPERT, Georges. *A regra moral nas obrigações civis.* Tradução Osório de Oliveira. São Paulo: Saraiva, 1937.

RIZZARDO, Arnaldo. *Direito do agronegócio*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2018.

RODRIGUES, Silvio. *Direito civil*. 30. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 2.

ROSA JÚNIOR, Luiz Emygdio F. da. *Títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

SALOMÃO, Luis Felipe; SANTOS, Paulo Penalva. *Recuperação judicial, extrajudicial e falência.* 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2017.

SANTANDER (BRASIL) S.A. *Prospecto definitivo de distribuição pública da 1ª série da 12ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Vert Companhia Securitizadora, lastreados em créditos do agronegócio devidos por clientes da Syngenta Proteção de Cultivos Ltda.* São Paulo: Santander (Brasil) S.A, 04 jun. 2018. Disponível em: https://cms.santander.com.br/sites/WPS/documentos/arq-Prospecto-Definitivo-Syngenta/18-0604_140024_prospecto+definitivo_syngenta.pdf. Acesso em: 16 fev. 2020.

SCHAUER, Frederick. Precedent. *Stanford Law Review,* Stanford University, Stanford, v. 39, p. 571-606, Feb. 1987.

SCHAUER, Frederick. *Thinking like a lawyer*: a new introduction to legal reasoning. Cambridge: Harvard University Press, 2009.

SILVA, Jorge Cesa Ferreira da. *Adimplemento e extinção das obrigações*: comentários aos arts. 304 a 388 do Código Civil. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

SOUTO, Marcos Juruena Villela. Extensão do poder normativo das agências reguladoras. *In:* ARAGÃO, Alexandre Santos de. *et al*. *O Poder Normativo das Agências Reguladoras*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

STEELE, Howard; VERA FILHO, Francisco; WELSH, Robert. *Comercialização agrícola.* 1. ed. São Paulo: Atlas, 1971.

STONE, Charles Austin; ZISSU, Anne. *The securitization markets handbook*. New York: Bloomberg Press, 2005.

TÁCITO, Caio. *Temas de Direito Público*: Estudos e Pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 1997. v. 2.

TARTUCE, Flávio. *Direito civil:* direito das obrigações e responsabilidade civil. 9. ed. São Paulo: Método, 2014.

TEIXEIRA, Egberto L.; GUERREIRO, José A. T. *Das sociedades anônimas no direito brasileiro.* São Paulo: José Bushatsky, 1979.

TEUBNER, Gunther. *O direito como sistema autopoiético.* Tradução José Engrácia Antunes. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1989.

UNITED STATES OF AMERICA. Legislative Counsel of the U.S. House of Representatives. *Securities Act of 1993.* Disponível em: http://legcounsel.house.gov/Comps/Securities%20Act%20Of%201933.pdf. Acesso em: 01 ago. 2019.

UNITED STATES OF AMERICA. U.S. Reports: S.E.C. v. Howey Co. Juiz: Murphy, F. Requerente: Suprema Corte dos Estados Unidos. *In: Library of Congress*, 1946, v. 328. Disponível em: https://www.loc.gov/item/usrep328293/. Acesso em: 01 ago. 2019.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada. *PIB do agronegócio brasileiro de 1996 a 2018*. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2018. Disponível em: https://www.cepea.esalq.usp.br/br/pib-do-agronegocio-brasileiro.aspx. Acesso em: 03 jan. 2019.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA LTDA. *Anuário Uqbar:* CRA – 2018. [Rio de Janeiro]: Uqbar, 2018. Disponível em: http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioCRA2018.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA LTDA. *Anuário Uqbar:* CRA – 2019. [Rio de Janeiro]: Uqbar, 2019. Disponível em: http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioCRA2019.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA LTDA. *Anuário Uqbar:* finanças estruturadas – 2012. [Rio de Janeiro]: Uqbar, 2012. Disponível em: http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuarioFE12.jsp#anuario. Acesso em: 14 nov. 2019.

UQBAR EDUCAÇÃO E INFORMAÇÃO FINANCEIRA AVANÇADA LTDA. *Anuário Uqbar*: finanças estruturadas – 2017. [Rio de Janeiro]: Uqbar, 2017. Disponível em: http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFE2017.pdf. Acesso em: 14 nov. 2019.

VASCONCELOS, Pedro Pais. *Teoria geral do direito civil*. 7. ed. Lisboa: Almedina, 2012.

VILLELA, João Baptista. Do fato ao negócio: em busca da precisão conceitual. *In:* DIAS, Adahyl Lourenço *et al*. *Estudos em homenagem ao professor Washington de Barros Monteiro*. São Paulo: Saraiva, 1982. p. 251-266.

VINEY, Geneviève; JOURDAIN, Patrice. *Traité de droit civile*: les effets de la responsabilité. 2. ed. Paris: LGDJ, 2010.

VIVANCO, Antonino. *Teoria de Derecho Agrario*. La Plata: Ediciones Librería Jurídica, 1975.

VIVANTE, Cesare. *Trattado di diritto commerciale*. 5. ed. Italia: F. Vallardi, 1919. v. 3.

XP INVESTIMENTOS CORRETORA DE CÂMBIO, TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. *Prospecto definitivo de distribuição pública da 1ª série da 4ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da Vert Companhia Securitizadora lastreados em cédula de produto rural financeira emitida pela Guarani SA*. São Paulo: XP, 22 mai. 2017. Disponível em: https://downloads.xpi.com.br/BO/20170522_PROSPECTO_DEFINITIVO_CRA_GUARANI.pdf. Acesso em 09 jun. 2019.

WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. *Direito bancário*: contratos e operações bancárias. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2016.

WALD, Arnoldo. O regime jurídico das ações escriturais. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 26, n. 67, p. 17-31, jul./set. 1987.

ZANDER, Michael. *The law-making process*. 6th ed. Cambridge: Cambridge Un. Press, 2004.

ZARA BRASIL LTDA. *Composição do suéter de gola alta*. [*S. l.*], 2020. Disponível em: https://www.zara.com/br/pt/su%C3%A9ter-de-gola-altap00014008.html?v1=43882680&v2=1239440. Acesso em: 29 fev. 2020.

ZIMMERMANN, Reinhard. *The law of obligations*: Roman foundations of the civilian tradition. Cape Town: Juta & Co, 1992.