

2011	38.410
2012	20.135
2013	19.470
2014	26.993
2015	28.036
2016	35.203

#### 2.4.5. Certificados de Recebíveis do Agronegócio

Com a edição da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, foram criados diversos títulos voltados ao financiamento do agronegócio, compondo o que BURANELLO denomina de “sistema privado de financiamento” do agronegócio, em contraposição ao sistema de crédito público que há décadas irriga esse setor<sup>226</sup> e no contexto de alteração do papel do Estado de fornecedor de recursos para a atividade agropecuária para fomentador do mercado privado de tais títulos<sup>227</sup>.

Entre esses títulos estão os CRA, que são passíveis de emissão por companhias securitizadoras do agronegócio com lastro em direitos creditórios do agronegócio. O novo regramento se assemelha àquele previsto na Lei nº 9.514/97, já mencionada anteriormente neste livro, e que inclusive se aplica subsidiariamente aos CRA<sup>228</sup>. Ao contrário do que ocorreu com os CRI, a CVM determinou, em 2008, a aplicação “no que couber” das regras

226. Para descrição do sistema público de financiamento do agronegócio, ver BURANELLO, Renato. *Manual do Direito do Agronegócio*. 2ª edição. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 187.

227. O contexto econômico do surgimento desses títulos é explorado em BURANELLO, Renato Macedo. *Securitização do crédito como tecnologia para o desenvolvimento do agronegócio – Proteção jurídica do investimento privado*. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015, pp. 88-89.

228. Vale notar que o tratamento fiscal aplicável aos CRI é estendido aos CRA, assim como as regras de constituição de patrimônios separados e regime fiduciário sobre os ativos lastreadores das emissões de títulos.

da Instrução CVM nº 414/04<sup>229</sup>, o que somente mudaria com a criação da Instrução CVM nº 600, em 1º de agosto de 2018.

A regra foi editada pela CVM 14 anos após a criação do CRA. Desse modo, reflete em larga medida diversos entendimentos havidos pela autarquia em casos práticos. Porção relevante de tais entendimentos está focada na delimitação do conceito de “direito creditório do agronegócio”, que são os ativos lastreadores dos CRA por expressa disposição legal.

A mencionada Lei nº 11.076 define os direitos creditórios do agronegócio como aqueles “*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*”<sup>230</sup>.

Ao desdobrar o conceito legalmente insculpido, a CVM indica, no relatório da audiência pública que deu origem à norma entender aplicável o conceito de produtor rural já esposada pelo Ministério da Previdência Social e pelo Fisco, como já sinalizado previamente na doutrina<sup>231</sup>, que abarca 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*”<sup>232</sup>, delimitando o aspecto subjetivo da definição de direito creditório do agronegócio.

229. Conforme comunicado divulgado ao mercado pela autarquia em 21 de novembro de 2008, disponível em < <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081121-1.html>>.

230. Conforme artigo 23, § 1º, da Lei nº 11.076/04.

231. CVM. Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 01/2017 – Processo CVM nº RJ/2014/11167, pp. 7-8, disponível em <[http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2017/sdm0117Relatorio\\_de\\_analise.pdf](http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2017/sdm0117Relatorio_de_analise.pdf)>.

232. WINTER, Marcelo F. *Certificados de Recebíveis do Agronegócio*. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014, pp. 98-99.

Em relação à definição do objeto de tais relações jurídicas, a Instrução CVM nº 600/18 caracteriza como produtos agropecuários aqueles *in natura* ou que sejam objeto de beneficiamento primário ou industrialização rudimentar, nestes dois últimos casos listando exemplificativamente atividades que os caracterizam, e equiparando a produto rural o resíduo ou subproduto do beneficiamento primário ou industrialização rudimentar. Em linha com a Lei nº 11.076/04, expressamente inclui os insumos, máquinas e implementos como objetos destas relações<sup>233</sup>.

Já no campo das atividades geradoras de direitos creditórios do agronegócio (a saber: “*a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização*”), a regra em comento abarca, além das atividades já expressas na Lei nº 11.076/04, a “*compra, venda, exportação, intermediação, armazenagem e transporte*” de produtos agropecuários, que enxerga como abarcados no conceito de “comercialização” descrito na definição legal de direito creditório do agronegócio<sup>234</sup>.

Mais além, permitiu que títulos de dívida emitidos por pessoas que não sejam produtores rurais sejam utilizados como lastro, desde que “*vinculados a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas*”<sup>235</sup>, vínculo que deve ser comprovado previamente à emissão dos CRA por meio de apresentação de “*contrato ou outro documento vigente entre o produtor rural e o terceiro*”, devendo os montantes e prazos destes contratos ser compatíveis com os montantes e prazos dos CRA<sup>236</sup>.

Essa disposição decorreu de posicionamento da autarquia inaugurado no famoso Caso Burger King, em que a autarquia concedeu registro a oferta pública de CRA lastreados em debêntures emitidas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A., que opera a rede de restaurantes “Burger King” no Brasil, cujos recursos seriam destinados à aquisição de carne *in natura* produzida e comercializada pela JBS S.A.

233. Conforme artigo 3º, *caput* e §2º da Instrução CVM nº 600/18.

234. Conforme artigo 3º, § 1º, da Instrução CVM nº 600/18.

235. Conforme artigo 3º, § 4º, inciso II da Instrução CVM nº 600/18.

236. Conforme o artigo 3º, § 8º, da Instrução CVM nº 600/18.

e Seara Alimentos Ltda., ambas empresas com atividade, entre outras, de produção rural<sup>237</sup>.

Outro entendimento da autarquia em julgamento de caso concreto que foi refletido na norma se trata da possibilidade de revolvência dos créditos lastreadores de CRA<sup>238</sup>, que deve ser objeto de previsão no termo de securitização, em que constarão os critérios de elegibilidade para aquisição dos novos créditos e o prazo de alocação dos recursos oriundos dos pagamentos dos créditos originalmente cedidos, o qual deve ser compatível, devendo o agente fiduciário atuar com o fiscalizador do atendimento dos mencionados critérios<sup>239</sup>.

A norma criou, também, três categorias de requisitos estruturais para securitizações realizadas com emissão de CRA, conforme o público-alvo acessado. Para investidores “de varejo”, isto é, que não sejam investidores qualificados ou profissionais conforme a definição da Instrução CVM nº 554, devem ser observados os seguintes requisitos<sup>240</sup>:

- (i) os CRA devem contar com instituição de regime fiduciário sobre os ativos lastreadores;
- (ii) os direitos creditórios que lastreiam os CRA devem ser liquidados financeiramente apenas;
- (iii) a carteira de direitos creditórios cedidos deverá observar concentração máxima de 20% (vinte) por cento do valor total de CRA emitidos por devedor e/ou coobrigado, salvo se forem companhia aberta ou instituição financeira;
- (iv) poderá haver apenas um cedente (ou cedentes integrantes de um mesmo grupo econômico) dos direitos creditórios lastreadores;

237. CVM. Processo CVM SEI 19957.001669/2016-13. Decisão do Colegiado de 30/08/2016. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160830\\_R1/20160830\\_D0291.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160830_R1/20160830_D0291.html)>.

238. CVM. Processo CVM RJ nº 2015/6419. Ata da Reunião do Colegiado de 25/08/2015. Disponível em <[http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20150825\\_R1.html](http://www.cvm.gov.br/decisoes/2015/20150825_R1.html)>.

239. Conforme artigo 7º da Instrução CVM nº 600/18.

240. Conforme artigo 12 e artigo 11, § 2º, da Instrução CVM nº 600/18.

- (v) os créditos lastreadores devem ser exigíveis dos respectivos devedores, não sujeitando os titulares dos CRA ao risco de ausência de cumprimento, pelo cedente, de sua obrigação na relação jurídica creditícia (créditos “performados”); e
- (vi) deverá haver “retenção substancial de riscos e benefícios” pelo cedente ou por terceiros em relação aos créditos lastreadores<sup>241</sup>.

Se o público-alvo for composto de investidores qualificados e profissionais, mas não de investidores sem tal qualificação, apenas os subitens “i” a “iii” do parágrafo anterior são exigidos, e a exceção referida no subitem “iii” passa a se estender a quaisquer entidades que possuam demonstrações financeiras aderentes às regras de contabilização aplicáveis às companhias abertas e auditadas por auditor independente registrado na autarquia<sup>242</sup>.

241. A definição de “retenção substancial de riscos e benefícios” encontra-se no Pronunciamento nº 48 do Comitê de Pronunciamentos Contábeis, aprovado pela Deliberação nº 763, de 22 de dezembro de 2016, da CVM, e é a seguinte, conforme trecho do item 3.2.7 do mencionado Pronunciamento: “A entidade reteve, substancialmente, todos os riscos e benefícios da propriedade do ativo financeiro se sua exposição à variabilidade no valor presente dos fluxos de caixa líquidos futuros do ativo financeiro não mudar significativamente como resultado da transferência (por exemplo, pelo fato de a entidade ter vendido um ativo financeiro sujeito a um contrato para recomprá-lo por preço fixo ou por preço de venda mais o retorno de juros)”. A consequência contábil disto, para o cedente, é a necessidade de manter o ativo cedido registrado em sua contabilidade como se não o tivesse cedido, ou seja, a securitização em que haja a retenção substancial dos riscos e benefícios do ativo pela cedente é aquela referida no jargão de mercado como “on balance”, pois os ativos cedidos permanecem na contabilidade do cedente. São exemplos de expedientes para tal retenção, expressamente referidos no artigo 12, §1º, da Instrução CVM nº 600/18, a emissão de CRA de classe subordinada e sua aquisição pelo cedente ou terceiros, ou a assunção de coobrigação. Compromissos de recompra de créditos inadimplidos podem também se enquadrar nesta categoria, assim como outros mecanismos exemplificativamente descritos no item B3.2.5 do Pronunciamento CPC nº 48.

242. Conforme artigo 11, § 4º, da Instrução CVM nº 600/18.

Por fim, se o público-alvo for composto exclusivamente de investidores profissionais, nenhum dos requisitos se aplica<sup>243</sup>.

Para encerrar este item, a tabela a seguir apresenta a evolução do montante CRA emitidos a cada ano, com base em dados públicos compilados pela UQBAR<sup>244</sup>:

Ano	Montante Emitido em Milhões de Reais
2009	22
2010	132
2011	174
2012	283
2013	1.226
2014	2.403
2015	5.135
2016	14.222

#### 2.4.6. Securitização de Dívida Ativa: Nova Fronteira?

Encerrando esta seção, cabe mencionar as recentes tentativas de realização de securitizações com lastro decorrentes de débitos fiscais inscritos na dívida ativa de Estados e municípios brasileiros<sup>245</sup>, como tentativa de

243. Conforme artigo 11, § 7º, da Instrução CVM nº 600/18.

244. ANUÁRIO Finanças Estruturadas 2017 UQBAR. São Paulo: Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada, 2017, p. 111.

245. Conforme definição contida no artigo 39, §2º, da Lei nº 4320/64 (que contém as normas gerais de direito financeiro), a dívida ativa tributária é “o crédito da Fazenda Pública dessa natureza, proveniente de obrigação legal relativa a tributos e respectivos adicionais e multas, e Dívida Ativa não Tributária são os demais créditos da Fazenda Pública, tais como os provenientes de empréstimos compulsórios, contribuições estabelecidas em lei, multa de qualquer origem ou natureza, exceto as tributárias, foros, laudêmios, aluguéis ou taxas de ocupação, custas processuais, preços de serviços prestados por estabelecimentos públicos,

obtenção de recursos por tais entes federativos no recente contexto de crise fiscal no país. Não se tratará, nesta seção, de mais um diferente VPE, mas de certos ativos que tem se buscado utilizar no âmbito da securitização local.

Segundo OIOLI, a realização de tais operações tem encontrado obstáculo na interpretação do Tribunal de Contas da União, que se manifestou no sentido de que a cessão de fluxo de recebimento de créditos tributários seria sempre encarada como uma operação de crédito, na forma do artigo 29, III, da Lei Complementar nº 101/00, porque, na síntese realizada pelo citado autor:

(i) o ente público recebe um valor adiantado (adiantamento de receita futura); (ii) o ativo não é transferido para o investidor, pois a titularidade da dívida ativa é indelegável e intransferível; e (iii) em troca do valor adiantado, é criado um compromisso financeiro futuro para o ente, consistente na obrigação de transferir para o cessionário as receitas decorrentes do pagamento da dívida ativa<sup>246</sup>.

Com efeito, o acórdão em questão determinou que a CVM suspenda o registro de qualquer FIDC-NP que tenha por objeto a aquisição de direitos creditórios oriundos de receitas públicas originárias ou derivadas de entes federativos sem autorização expressa do Senado Federal (por caracterizarem operações de crédito, nos termos da Lei de Responsabilidade Fiscal) até que o TCU delibere sobre o mérito do caso relativo ao FIDC-NP que adquiriria créditos do município de Nova Iguaçu/RJ<sup>247</sup>, o que tem inviabi-

indenizações, reposições, restituições, alcances dos responsáveis definitivamente julgados, bem assim os créditos decorrentes de obrigações em moeda estrangeira, de subrogação de hipoteca, fiança, aval ou outra garantia, de contratos em geral ou de outras obrigações legais”.

246. OIOLI, Erik. *Securitização de Dívida Ativa e Crise Fiscal*. Gazeta Norte Mineira, Montes Claros, 09.03.2017, Disponível em <<https://www.gazetanortemineira.com.br/noticias/opiniao/securitizacao-da-divida-ativa-e-a-crise-fiscal>>.

247. TCU. Processo 016.585/2009-0. Acórdão 772/2016 – Plenário. 06.04.2016. Disponível em <[https://contas.tcu.gov.br/pesquisaJurisprudencia/#/detalhamento/11/\\*/KEY:ACORDAO-COMPLETO-1712063/DTRELEVANCIA%20desc/false/1](https://contas.tcu.gov.br/pesquisaJurisprudencia/#/detalhamento/11/*/KEY:ACORDAO-COMPLETO-1712063/DTRELEVANCIA%20desc/false/1)>.