



UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

FACULDADE DE DIREITO

INGRID SILVA CASTRO SANTOS

**CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO: UMA ANÁLISE SOBRE A
REGULAÇÃO DO LASTRO DO CRA NA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600 DA
C.V.M.**

SÃO PAULO

2019



UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
FACULDADE DE DIREITO

INGRID SILVA CASTRO SANTOS

**CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO: UMA ANÁLISE SOBRE A
REGULAÇÃO DO LASTRO DO CRA NA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600 DA
C.V.M.**

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso

SÃO PAULO – SP

2019

INGRID SILVA CASTRO SANTOS

**CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO: UMA ANÁLISE SOBRE
A REGULAÇÃO DO LASTRO DO CRA NA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600 DA
C.V.M.**

Trabalho de Graduação Interdisciplinar
apresentado como requisito para obtenção do
título de Bacharel no Curso de Direito da
Universidade Presbiteriana Mackenzie.

APROVADO EM: ____/____/____

CONCEITO:

BANCA EXAMINADORA

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

Aos meus pais, pelo tempo a mim dedicado e o amor incondicional, elementos essenciais para a minha formação moral antes que pudesse alçar voo sozinha em busca dos meus sonhos.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, que me acompanhou até aqui e sempre foi bom. Não há palavras para expressar o que o próprio Amor fez por mim.

Agradeço aos meus pais, que sempre me apoiaram, me ouviram, me deram conselhos e se esforçaram tanto para que eu tivesse todas as oportunidades possíveis.

Aos meus familiares, que sempre acreditaram no meu crescimento.

Ao Kaique, que sempre se fez presente com muita compreensão e carinho.

Aos meus colegas da escola, do colegial, do cursinho e das equipes com as quais tive a oportunidade de trabalhar. Cada um, com sua contribuição, me deu muitos aprendizados que vou levar sempre comigo.

Ao meu “*squad*” do Mackenzie, que me fez dar boas risadas e levar esses cinco anos com uma leveza surreal. Não seria tão bom se não fosse com vocês.

Ao meu Orientador, Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso, que me conduziu com muita paciência e fez com que esse período fosse o mais tranquilo possível.

“If you can’t fly then run, if you can’t run then walk, if you can’t walk then crawl, but whatever you do you have to keep moving forward”

Martin Luther King Jr.

**CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO: UMA ANÁLISE SOBRE
A REGULAÇÃO DO LASTRO DO CRA NA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600
DA C.V.M.**

Discente: Ingrid Silva Castro Santos ¹

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Dolenc Del Masso ²

Resumo: Tendo em vista a liberdade econômica que rege o mercado financeiro brasileiro, espelhando-se em modelos de outros países, ocorre o desenvolvimento de diversos tipos de fomento à economia. Um deles foi o financiamento de insumos agrícolas através do aporte de investidores que têm interesse nesta modalidade de negócio. Assim, o presente trabalho propõe uma análise, com base em periódicos e jurisprudência, sobre as implicações da Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 600 nas operações de securitização de Certificado de Recebíveis do Agronegócio. Apesar dessa nova norma englobar diversos assuntos, o enfoque será dado nos seguintes temas: quais títulos podem ser lastro dessa operação e quem pode emití-los, tendo em vista que essa insegurança jurídica pairou nos últimos 14 anos.

Palavras-chave: 1. Securitização 2. Direitos Creditórios do Agronegócio 3. CVM 600 4. Lastro 5. Produtor Rural

Abstract: Based on the principle of free market, the Brazilian securities market entails various forms of inducing economic development. One of these forms is the financing of agricultural goods by investors. Thus, this paper aims at analyzing the effects of Brazilian securities market regulator CVM (*Comissão de Valores Mobiliários*) Instruction nº 600, over the securitization of agribusiness receivables, based on case law and scholarly debate. Although this new norm regulates such subject under various perspectives, this paper adopts the following approach: what credit rights may be used to back the transaction and who can offer them, considering the legal uncertainty that has existed in the last fourteen years.

Key words: 1. Securitization 2. Agribusiness credit rights 3. CVM 600 4. Credit backed securities 5. Rural producer

¹ Graduanda em Direito na Universidade Presbiteriana Mackenzie. E-mail: ingrid-048@hotmail.com.

² Doutor em Direito pela Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

SUMÁRIO: 1. INTRODUÇÃO. 2. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS. 3. LASTRO DO CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO. 3.1. CASO BURGUER KING. 3.2. CASO SYNGENTA. 4. O QUE CARACTERIZA PRODUTOR RURAL DE ACORDO COM A CVM. 5. A INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600 DA CVM. 5.1. LASTRO DA OPERAÇÃO DE CRA NA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600 DA CVM. 6. CONCLUSÃO. 7. REFERÊNCIAS

1. INTRODUÇÃO

A Constituição Federal do Brasil, em seu artigo 187, estabelece que é dever do governo planejar o desenvolvimento do agronegócio brasileiro com o intuito de assegurar o incremento da produção e da produtividade agrícola. Esse preceito foi instrumentalizado pela Política Agrícola do Brasil (Lei 8.171/1991) a qual “fixa os fundamentos, define os objetivos e as competências institucionais, prevê os recursos e estabelece as ações e instrumentos da política agrícola”³.

No entanto, as medidas públicas não foram capazes de garantir a demanda e as necessidades desse mercado. Para além de suprir essa lacuna, como também uma forma de investimento para o setor privado, foram adotadas medidas para gerar mais subsídios ao setor agrícola.

Foi criada a Lei 11.076/2004, que instituiu cinco novos títulos de crédito agrícola. Entre eles, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que tem como objetivo antecipar recebíveis. Faz isso transformando-os de títulos mobiliários ilíquidos em títulos líquidos e os vendendo por um valor inferior ao da emissão no mercado mobiliário.

A problemática consistia em que, depois da Lei que instituiu o CRA, a operação não tinha regulamentação e dependia do entendimento do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para ser aprovada ou não.

Essa situação trouxe muita insegurança jurídica, pois não se sabia quem podia participar, quem se encaixava nos critérios definidos em lei e quais títulos poderiam ser utilizados na operação. Essa insegurança se agravou após uma operação que foi inadmitida mesmo tendo como precedente uma operação de estrutura muito semelhante que foi

³ Lei 8.171 de 17 de janeiro de 1991, art. 1º: Esta lei fixa os fundamentos, define os objetivos e as competências institucionais, prevê os recursos e estabelece as ações e instrumentos da política agrícola, relativamente às atividades agropecuárias, agroindustriais e de planejamento das atividades pesqueira e florestal.

aprovada.

Assim, a finalidade deste trabalho é entender a relevância da Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 600 (“CVM nº 600”) na definição de quem pode ser emitente de títulos de crédito que serão lastro de CRA.

O questionamento que este artigo procura responder é o seguinte: qual a contribuição da CVM nº 600 para o desenvolvimento da securitização de recebíveis do agronegócio? Para responder este questionamento, o presente artigo enfrentará os dilemas de quem são os produtores rurais aos quais a CVM se refere ao não permitir a emissão de uma operação e quais agentes devem estar envolvidos para a constituição do lastro da operação.

O objeto deste trabalho se limitou à securitização de recebíveis do agronegócio, mais especificamente à questão das condições de constituição do lastro de CRAs. O tema é extremamente relevante, considerando que esse tipo de investimento vem movimentando bilhões no mercado brasileiro.

O artigo foi dividido em três partes, além desta introdução, o resumo e a conclusão. A primeira parte faz uma análise da operação de CRA, como se inicia, seus requisitos legais, quais as modalidades de oferta, quem pode investir e quem pode se beneficiar da antecipação dos recebíveis.

A segunda parte busca a definição dos produtores rurais, que estavam descritos nas normas e nas decisões do Colegiado da CVM. Já a terceira parte faz um comparativo de antes e depois da Instrução CVM nº 600 e quem pode ser emissor de recebíveis que comporão o lastro da operação de CRA.

O artigo analisou essa norma. Antecipa-se que, da análise aqui empreendida, esta norma esclareceu muitas questões, dentre elas, sobre o lastro do CRA, além de trazer muitos benefícios para uma operação que não era regulada e que estava à mercê do entendimento jurisprudencial do Colegiado da CVM.

2. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

A securitização de recebíveis é uma operação de financiamento empresarial alternativa ao financiamento bancário. Surgiu na década de 70, a partir de operações no mercado de hipotecas residenciais dos Estados Unidos (GAGGINI, 2003, p. 23).

No Brasil, a securitização só teve impulso no ano de 2002, quando a Instrução

normativa da CVM nº 356 (2001) regulamentou o Fundo de Investimentos de Direitos Creditórios (FIDC) como “forma de investimento destinada a viabilizar as operações de securitização de recebíveis no Brasil” (FERREIRA, 2007, p. 32).

Diferentemente dos bancos, que oferecem “produtos de prateleira” e, muitas vezes, não se adequam às peculiaridades do empreendedor, na operação de CRA, as parcelas do fluxo da operação sempre ficam abaixo das do fluxo do projeto. Desta forma, as parcelas podem ser quitadas com os lucros advindos da operação então financiada.

Numa operação de securitização, uma empresa, aqui chamada de originadora, possui ampla carteira de ativos com vencimentos futuros, como duplicatas e notas promissórias, e tem a necessidade de recebê-los antecipadamente. Por isso, a originadora seleciona, entre sua carteira, os melhores ativos, levando em consideração o histórico de adimplência do devedor, para permitir uma boa análise de risco (GAMBÔA, 2011, p. 2).

Em seguida, esses ativos/créditos são cedidos para uma securitizadora, que, tendo esses títulos como lastro, emitirá valores mobiliários capazes de serem ofertados no mercado (GAGGINI, 2003, p. 29). Simplificadamente, a securitizadora “empacota” a carteira de recebíveis da originadora nos chamados certificados de recebíveis e vende esses papéis no mercado de capitais como título de renda fixa.

Para garantir o “apetite” dos investidores pela operação, os créditos cedidos são submetidos à uma análise de *rating*. Isso significa que uma empresa independente, sem vínculos com a operação, avaliará os emitentes dos lastros com base nos balanços anuais, demonstrações financeiras e qualidade do crédito, para verificar a capacidade de pagamento. À essa capacidade se atribuirá uma nota na escala A, B, C ou D, em que AAA é excelente e D é a pior (CHINEN, 2012, p. 88).

Outras formas de garantia para o investidor são o *overcollateral* e a contratação de seguro para a operação.

O *overcollateral* é a cessão de créditos em volume maior ao da obrigação, isso para que, caso um título não seja pago, o outro possa cobrir seu valor. Assim, a segurança consiste não em um depósito monetário, mas pelos próprios recebíveis (VEDROSSI, 2002, p. 55).

A outra forma de garantia é um tipo específico de seguro, chamado de seguro de crédito. A contratação do seguro conta com o pagamento de um prêmio para o recebimento do valor do seguro, em caso de ocorrência do sinistro previsto nas garantias cobertas nas condições gerais. No caso, se os títulos não forem pagos, a seguradora paga o valor investido para os investidores (apenas o principal, sem os juros do investimento) (SERAPICOS, 2009,

p. 56).

As operações podem ser de oferta pública, pública de esforços restritos ou privada. Se forem de oferta pública, deverão seguir a Instrução Normativa nº 400 da CVM (“CVM 400”). Nessa modalidade, o público-alvo são os investidores qualificados, pessoas físicas ou jurídicas que atestem que tem mais de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) para investir, as pessoas físicas que tem qualificação técnica, entes autônomos certificados pela CVM que administrem investimentos ou grupos de investimentos com entes qualificados (ALVES, 2018).

Por conta da abrangência do alvo da oferta de valores mobiliários, essas operações devem ser previamente analisadas pela CVM, além da necessidade de registro da oferta no referido órgão e outras exigências para proteger esses investidores. Tem-se entendido⁴ que os investidores qualificados, diferentemente dos investidores profissionais, não têm relação com a companhia emissora ao ponto de ter “poder de barganha” ou mesmo acesso às informações que não seriam prestadas se a oferta fosse privada (EIZIRIK *et. al.*, 2011, p 156). Por isso a necessidade de registro e a divulgação de informações (BRITTO, 2015, p. 67).

Caso a operação seja de oferta pública de esforços restritos ou privada o agente emissor dos valores mobiliários deve seguir a Instrução Normativa nº 476 da CVM (“CVM 476”). Aqui, o público-alvo são os investidores profissionais, ou seja, pessoas físicas ou jurídicas que tenham aplicações financeiras correspondentes a mais de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais). Os investidores profissionais correspondem a classe mais alta de investidor, assim, tem à sua disposição quaisquer investimentos no mercado (ALVES, 2018).

Por conta da oferta pública de esforços restritos ser aquela destinada somente a investidores profissionais, sua emissão dispensa registro na CVM, conforme art. 6º da CVM 476.

Pelo alto montante, a CVM entende que esses investidores têm entendimento dos riscos que estão correndo e, por isso, muitas das formalidades cobradas na Instrução CVM 400 são dispensadas nessa modalidade, como o registro e necessidade de prospecto (VIEIRA, 2017).

Em seguida, a securitizadora emitirá o Termo de Securitização da operação, onde

⁴ Para Merritt Fox, apesar da exposição de algumas informações sobre as operações não sejam agradáveis para os negócios, outras são realmente úteis e agregam um custo social tendo em vista que o investidor pode fiscalizar seu investimento bem como o incentivo ao mercado. (FOX, 2018, p. 898)

se fixa informações necessárias como a identificação dos direitos creditórios que servirão de lastro para cada valor mobiliário, bem como as condições nas quais tais direitos serão securitizados.

Só então, ocorre a efetiva emissão de valores mobiliários, lastreados nos recebíveis, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais à disposição dos investidores (BURANELLO, 2011, p. 541).

Assim, as securitizadoras captam recursos com os investidores que se interessam pelos títulos e adquirem cotas do CRA e transferem esse recurso para o projeto em que a originadora tem interesse, enquanto os investidores têm o lucro com o produto dos recebíveis. Esse lucro ocorre pois os investidores adquirem esses títulos por um valor inferior ao qual foram emitidos originalmente, tendo em vista que assumem o risco total pela adimplência deles (CHINEN, 2012, p. 88).

3. LASTRO DO CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO (CRA)

Em se tratando de securitização para o agronegócio, foi apenas com a Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004 (“Lei n. 11.076/04”), que novos títulos de crédito rural foram criados para aumentar a captação de recursos privados no setor.

A referida Lei regulou cinco novos títulos de financiamento ao agronegócio, sendo eles: Certificado de Depósito Agropecuário (CDA); Warrant Agropecuário (WA); Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA); Letra de Crédito de Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que são aplicáveis conforme a ilustração a seguir⁵ (ARAÚJO, 2017, p. 21):

⁵ Segundo Renato Buranello, ainda, formaram o conjunto de normas aplicáveis: (i) Lei n. 9.514, de novembro de 1997 (institui o Certificado de Recebíveis Imobiliários, bem como sobre o direito do emprego de regime fiduciário); (ii) Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003 (regula as ofertas públicas de valores mobiliários); (iii) Instrução CVM n. 414, de 30 de dezembro de 2004 (regula o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários, era aplicável também à distribuição de CRA desde de 18 de novembro de 2008, quando a CVM comunicou que utilizaria, para análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de CRA, a regulamentação de oferta de CRI); e (iv) Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009 (regula ofertas públicas de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos).

Produção	Comercialização & Armazenamento	Financiamento
CPR Emissores: ✓ Produtores Rurais ✓ Associações ✓ Cooperativas	CDA/ WA Emissores: <input checked="" type="checkbox"/> Armazéns Agropecuários CDCA Emissores: ✓ Cooperativas ✓ Agroindústrias	LCA Emissores: ✓ Instituições Financeiras CRA Emissores: ✓ Securitizadoras Agro

Fonte: Palestra “Desenvolvimento, Conceito e Regime Jurídico do Agronegócio - Fontes e Sistema de Financiamento” – Dr. Renato Buranello

Cabe aqui ressaltar a conceituação da palavra lastro. No dicionário, a palavra lastro significa qualquer material pesado utilizado para dar equilíbrio⁶. Na economia, o sentido é bem semelhante, tendo em vista que lastro é a garantia de que o papel emitido tem valor⁷.

Na época em que as próprias moedas eram de ouro, o lastro estava concentrado em um único instrumento. Com o passar do tempo, não ficou viável ou prático levar consigo materiais preciosos. Foi quando surgiram as instituições de troca (hoje, bancos) que trocavam o ouro por títulos de crédito equivalentes à quantidade de ouro depositada (MELO, 2015). Logo, o título era lastreado no ouro.

Pode-se dizer que o CRA é o ativo principal e o lastro o ativo secundário. Assim, o lastro é a garantia implícita do CRA. O lastro transfere seu valor ao ativo principal, permitindo que o último possa ser negociado (REIS, 2018).

No caso, o CRA é emitido com lastro em direitos creditórios do agronegócio. Por isso, com base na análise de *rating* acima citada, são esses títulos que garantem que o CRA tenha valor e, conseqüentemente, desperte o interesse dos investidores.

Até 2018, o conceito de “direito creditório do agronegócio” estava definido no artigo 23, § 1º da própria Lei nº 11.076/04:

“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

⁶ Disponível em <<https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/lastro/>>. Acesso em: 24 setembro 2019

⁷ Disponível em <<https://www.meusdicionarios.com.br/lastreado>>. Acesso em: 24 setembro 2019

máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.” (...)

Ou seja, pela análise do artigo, os títulos passíveis de serem lastro em uma operação de CRA eram todos aqueles resultantes de negócios realizados entre produtores rurais e quaisquer agentes econômicos que participavam da cadeia agroindustrial. A lei era ampla o suficiente para abarcar créditos originados de diferentes etapas da cadeia agroindustrial.

Essa cadeia agroindustrial refere-se ao conjunto de etapas interativas nas quais determinado produto sofre alterações até um item final. São exemplos dessas etapas: os sistemas produtivos agropecuários e florestais, o fornecimento de serviços e insumos, indústrias de processamento e transformação, distribuição e comercialização, além dos consumidores finais do produto e subprodutos da cadeia (CASTRO *et. al.*, 1995, p. 95).

Poderia participar da operação qualquer título que tivesse origem na indústria de insumos (máquinas, implementos, defensivos, fertilizantes), produção agropecuária, agroindústria, distribuição e logística.

Um exemplo de operação em que o lastro teve origem na logística foi o CRA da VLI e Multigrain. O CRA foi lastreado por um CDCA⁸ emitido pela VLI Multimodal S.A., contando com o aval da VLI S.A. Enquanto o CDCA tinha como lastro um contrato de prestação de serviços de logística. Esses serviços foram prestados pela VLI à Multigrain.

Aqui, há relação com o agronegócio, pois, a VLI é operadora de logística, com atividade de armazenagem, transporte ferroviário com área de atuação em commodities agrícolas e minerais e a Multigrain é uma *trading company*⁹ que atua na compra e venda de soja, milho e algodão¹⁰.

⁸ Segundo a definição da B3, CDCA é “*um título de crédito nominativo, de livre negociação e representativo de promessa de pagamento em dinheiro, vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos*”. Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/registro/renda-fixa-e-valores-mobiliarios/certificado-de-direitos-creditorios-do-agronegocio.htm>. Acesso em: 10 setembro 2019

⁹ Solução de Consulta nº 56, de 16 de junho de 2011, publicada no Diário Oficial da União (DOU) de 17 de junho de 2011: “*A trading company é a empresa comercial exportadora constituída sob a forma de sociedade por ações, dentre outros requisitos mínimos previstos no Decreto-Lei nº 1.248/72.*” Disponível em <<http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/empresa-comercial-exportadora-trading-company>>. Acesso em: 14 agosto 2019

¹⁰ Disponível em: <<http://www.tlon.com.br/cra/jornal/curtas/12310-cra-com-lastro-avalizado-pela-vli-recebe-classificacao>>. Acesso em: 14 agosto 2019

Apesar de não haver diretamente produtores rurais na operação, a VLI comprovou que a destinação dos recursos seria para a gestão de seus negócios que se concentram em transportar grãos, açúcar e fertilizantes.¹¹

No entanto, toda essa abrangência admitida pela lei causava insegurança jurídica, principalmente após operações de oferta pública que se enquadravam nos requisitos da lei não terem suas ofertas aprovadas pela CVM.

O caso Burger King e o caso Syngenta são referência de como as interpretações da CVM eram ambíguas por conta da falta de uma regulamentação do tema. Segue descrição destes casos.

3.1. CASO BURGER KING

Nessa operação, a Burger King Brasil (“BK”) emitiria debentures simples, não conversíveis em ações e cederia à Eco Securitizadora (“Eco”) que transformaria esse título em lastro de um CRA.

Esse CRA seria de oferta pública e o dinheiro investido nele seria direcionado às empresas brasileiras JBS e Seara para a aquisição de carne “*in natura*”, havendo aqui a participação de produtores rurais indiretamente na operação.

No entanto, em 2016, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários da CVM (“SRE”) entendeu que não seria possível a aprovação do registro da oferta devido o lastro da oferta não fazer parte da cadeia produtiva do agronegócio (ARAÚJO, 2017, p. 36).

A Eco e a XP Investimentos (responsável pela coordenação da oferta) recorreram da decisão da SRE e o colegiado da CVM proveu o recurso do Processo SEI nº 19957.001669/2016-13 com o seguinte entendimento:

“...33. Considerando o acima exposto, em resumo, entendo que:

- i) para que seja caracterizado como lastro de uma emissão de CRA, o direito creditório deve ter origem em negócios realizados, necessariamente, entre o produtor rural (ou cooperativas) e terceiros;*
- ii) à luz da própria redação do parágrafo primeiro do art. 23, “negócios” não estão restritos ao*

¹¹ Relatório Anual do Agente Fiduciário (Vórtx) sobre a 5ª série da 1ª Emissão de CRA da RB Capital

financiamento do produtor rural, podendo compreender outros tipos de transações comerciais;

- iii) tais transações devem estar relacionadas à produção e comercialização, ao beneficiamento ou à industrialização de produtos/insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade;*
- iv) o precedente do Processo RJ2012/12177 não é aplicável à presente discussão, pois em nenhum momento a definição que hoje existe na Lei 11.076 estabelece como característica do CRA que o seu fluxo de pagamentos seja oriundo da atividade do agronegócio;*
- v) a Oferta está em conformidade com a Lei 11.076 na medida em que (a) os Fornecedores cumprem com a definição de produtor rural fixada pela IN 971; (b) a aquisição de carne in natura é uma comercialização de produtos agropecuários; e (c) as Debêntures lastro da Oferta estão vinculadas à referida transação comercial.” (...)*

O entendimento foi de que mesmo que o lastro da operação fosse debêntures emitidas por um terceiro que não participa da cadeia do agronegócio, os recursos advindos da venda do CRA seriam destinados às empresas JBS e Seara que são do ramo agropecuário, logo, restou comprovado que a operação atingiria o objetivo dos títulos do agronegócio que é fomentar a produtividade brasileira. A JBS e Seara como fornecedoras de carne “*in natura*” foram equiparados a produtores rurais.

3.2. CASO SYNGENTA

Nessa operação a Syngenta cederia para a Vért Securitizadora notas promissórias emitidas pelos seus clientes: produtores rurais, suas cooperativas e distribuidores de insumos. A Vért converteria as notas promissórias em CRA e ofertaria no mercado.¹²

Novamente, ainda que após o precedente “caso Burger King”, em 2017 a SRE entendeu que as notas promissórias estavam atreladas aos distribuidores e não aos produtores. Os produtores só receberiam os insumos dos distribuidores, o que contrariava a

¹² Disponível em: <<http://www.tlon.com.br/cra/jornal/artigos/13370-apos-ajustes-oferta-de-cra-pulverizado-lastreado-em-notas-promissorias-recebe-registro>>. Acesso em: 12 outubro 2019

legislação então vigente pois os distribuidores não faziam parte da cadeia do agronegócio.

A Vért recorreu alegando que embora distribuição e produção serem atividades distintas a atuação e função na cadeia poderia permitir a interpretação extensiva da lei. Ainda assim o colegiado condicionou a emissão à apresentação de uma série de documentos que comprovassem que as notas promissórias emitidas pelos produtores acompanhassem a emitida pelos distribuidores (SCHINCARIOL, 2017).

Decisão do colegiado no PROC. SEI 19957.006751/2017-15¹³:

“O Colegiado, por maioria, decidiu indeferir o recurso, por entender que, da forma como estruturada, a Oferta não satisfaz o requisito legal estabelecido no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004, na parte relativa aos CRA lastreados em notas promissórias emitidas por distribuidores. De acordo com o referido dispositivo legal, os CRA devem ter por lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros. No entanto, no presente caso, os negócios de venda de defensivos agrícolas realizados entre distribuidores e a Syngenta não se prestam ao cumprimento de tal exigência, uma vez que nenhuma das partes é produtora rural.”

Neste caso, a CVM entendeu que além de os títulos não poderem ser considerados como “direitos creditórios do agronegócio”, pois foram emitidos por distribuidores, também não havia comprovação de que os recursos seriam destinados a produtores rurais. Não houve um entendimento abrangente de que os distribuidores também fazem parte da cadeia do agronegócio, a lei foi interpretada em seu sentido estrito.

4. O QUE CARACTERIZA PRODUTOR RURAL DE ACORDO COM A CVM

Após a decisão do “caso Burger King” esperava-se uma interpretação mais extensiva do artigo 23 da Lei nº11.076/04, no entanto isso não ocorreu. Na própria decisão o Colegiado indicou que o conceito de produtor rural por ele utilizado seria o previsto na Instrução Normativa RFB nº 971/09 (trata das normas gerais de tributação das contribuições sociais destinadas à Previdência Social):

¹³ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1.html>. Acesso em: 12 outubro 2019.

“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 [...] 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.”

É claro que não havia um ente com essas características na operação Burger King e a interpretação foi extensiva para englobar todos os entes da cadeia do agronegócio: os que produzem, comercializam, beneficiam, industrializam e transportam. Mas após o caso Syngenta, em que a operação não foi aprovada, pois seria necessária a comprovação da destinação dos recursos advindos da operação para produtores rurais para o financiamento dos produtos adquiridos ou produzidos, voltou a discussão sobre a insegurança e falta de regulação.

Por isso, após a Audiência Pública SDM 01/17 foi editada a Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 600 que entrou em vigor em 31 de outubro de 2018 para regular as ofertas públicas de CRA. Apesar desse título ter sido criado há mais de 10 anos pela Lei 11.076/04, aplicava-se ao CRA a mesma norma aplicada ao Certificado de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), pela semelhança dos títulos. No entanto devido às peculiaridades do agronegócio se fez necessária uma regulamentação própria e específica (ROVER, 2018).

5. A INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600 DA CVM

Conforme dito acima, às ofertas públicas de CRA se aplicava, de maneira análoga, as mesmas normas aplicáveis às ofertas públicas de CRI. Apesar de ter funcionado por determinado tempo, há peculiaridades totalmente distintas do ramo do agronegócio e do ramo imobiliário.

Também, com a crescente expansão desta forma de financiamento, interesse dos investidores, bem como dos agentes da cadeia do agronegócio, a CVM, motivada por interessados no ramo, como securitizadoras, editou a CVM nº 600. Essa instrução regulamentou práticas que eventualmente ocorriam, no entanto, sem o aval do órgão regulador, inclusive, o fato de ocorrerem, foi o que determinou a edição da norma.

Um exemplo foi a revolvência, instituto que incide na obtenção de recebíveis do agronegócio com os recursos resultantes da liquidação de outros recebíveis vinculados à mesma emissão, podendo a operação ser renovada, ou seja, haver novos financiamentos, sem a necessidade de novas contribuições de investidores (LESSA *et. al.*, 2018). Esses novos financiamentos são pagos com os próprios valores pagos pelos devedores dos títulos cedidos. Assim está descrito no art. 7º:

“Art. 7: É permitida a revolvência nas situações em que o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos e insumos agropecuários vinculados ao CRA não permita que, na sua emissão, sejam vinculados direitos creditórios com prazos compatíveis ao vencimento do certificado.”

Mas o ponto de maior destaque que a CVM nº 600 regulou e que será aprofundado neste artigo foi a questão do lastro do CRA e seus emitentes, conforme próximo tópico.

5.1. LASTRO DA OPERAÇÃO DE CRA NA INSTRUÇÃO NORMATIVA Nº 600 DA CVM

A CVM nº 600 trouxe diversas novidades, no entanto a que merece destaque nesse artigo é a definição objetiva de quais títulos podem servir de lastro para o CRA e quem pode emití-los.

De acordo com a definição de direitos creditórios do agronegócio na Lei 11.076/2004, estes devem ser relacionados “com a produção, a comercialização, beneficiamento ou a industrialização” de produtos agropecuários. Assim, a CVM nº 600 definiu “comercialização” bem como “produtos in natura” ao qual faz referência, em seu artigo 3º, § 1º e 2º:

“§ 1º Por comercialização dos produtos agropecuários referidos no inciso I do caput, entende-se a atividade de compra, venda, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos in natura.

§ 2º O produto agropecuário in natura referido no § 1º é aquele em estado natural, de origem animal ou vegetal, que não sofre processo de beneficiamento ou industrialização...”

Tendo explicitado o conceito de comercialização e abrindo um leque de possibilidades, a norma adentrou ao tema e explicitou sobre a constituição desses direitos creditórios do agronegócio.

Visando se adequar às estruturas de CRA que existem hoje que são “CRA Pulverizado”¹⁴ e “CRA Corporativo”¹⁵, a norma estabeleceu quais títulos podem ser lastro do CRA no art. 3º, § 4º:

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

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

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

III – títulos de dívida emitidos por produtores rurais, ou suas cooperativas”

Neste dispositivo também há esclarecimento em referência ao citado caso “CRA Burger King”. O inciso II diz que os títulos de dívida, ainda que emitidos por terceiros que não sejam produtores rurais nem estejam relacionados à cadeia do agronegócio, podem ser lastro de CRA. No entanto, deve haver a comprovação de que os valores advindos da operação serão direcionados para produtores rurais, fomentando o setor do agronegócio, logo, cumprindo com o objetivo dessa operação (NETO *et. al.*, 2018).

Avançando mais, após o caso “CRA Syngenta”, em que houve uma decisão discricionária por parte do Colegiado da CVM, acima descrito, a CVM nº 600 decidiu sobre o assunto (SOUZA *et. al.*, 2018) em seu art. 3º, §5º, que diz o seguinte:

“Também são aceitos como lastro de CRA os direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, desde que estejam explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores rurais, cabendo à

¹⁴ Segundo Fernanda Mello: “Nessa estrutura, existem em média 150 devedores. A concentração máxima é de 3%, isto é, nenhum deles pode dever mais do que 3% do valor da emissão. Geralmente este é o modelo de CRA acessado pela indústria de insumos e por grandes distribuidores”. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/analisar-investimento-em-cra/>> Acesso em: 12 outubro 2019

¹⁵ Segundo Fernanda Mello: “Nesse caso existem poucos devedores e a concentração é alta”. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/analisar-investimento-em-cra/>>. Acesso em: 12 outubro 2019

companhia securitizadora comprová-los anteriormente à emissão do CRA.”

A citada disposição dá autorização para que as operações de CRA sejam realizadas com lastro oriundo de negócios entre distribuidores e terceiros, devendo haver comprovação de vínculo entre os distribuidores e produtores. Logo, os distribuidores e revendedores de insumos agropecuários, que tem importante participação no setor, poderão ter proveito nas operações de CRA para alavancar suas atividades bem como o setor (LESSA. *et. al.*, 2018).

Mas, da mesma forma como as operações em que haja terceiros, descrita no parágrafo anterior, deve haver comprovante de relação comercial entre o emitente do título e produtores rurais e a destinação dos recursos captados com o CRA para os produtores rurais (NETO *et. al.*, 2018).

Para que não houvesse controvérsias, a própria norma dirimiu as dúvidas quanto a referida comprovação, segundo seu art. 3º, §8º:

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

A norma foi silente apenas no que diz respeito a “ou outro documento”, quais documentos poderiam servir de comprovação? Na prática, além do contrato, usualmente, utiliza-se notas fiscais, faturas ou duplicatas¹⁶. Outro fator preocupante é que no campo, a formalização dos títulos se dá em poucas ocasiões e ao longo do tempo, não antecipadamente, o que atrasaria a emissão da operação¹⁷.

6. CONCLUSÃO

O desenvolvimento do presente artigo possibilitou a análise da operação de securitização, como funciona o lastro do CRA e as dificuldades que essa forma de

¹⁶ Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/audiencia-publica-de-cra-resposta-sugere-aperfeicoamento-na-forma-de-comprovacao-do-lastro.htm>. Acesso em: 12 outubro 2019

¹⁷ Disponível em: <<http://tozzinifreire.com.br/boletins/nova-regulamentacao-dos-certificados-de-recebiveis-do-agronegocio-cra>>. Acesso em: 13 outubro 2019

investimento sofria com a falta de uma regulamentação própria. O assunto foi examinado em diversas fontes, tendo em vista que apesar de a norma ser recente, já era muito aguardada pelo mercado e diversos exploradores do ramo já comentaram sobre a novidade.

Com a entrada em vigor da CVM nº 600 foi possível definir, de forma precisa, quais títulos de crédito se encaixam nos “direitos creditórios do agronegócio” e podem ser lastro do CRA e quem pode emití-los.

Na lei, além dos produtores rurais poderem ser os emitentes dos títulos, também foram incluídos os distribuidores de insumos e empresas terceiras desde que cumpridos alguns requisitos. Cumpre ressaltar que os casos “CRA Burger King” e “CRA Syngenta” serviram de precedente para a formulação da norma.

No caso dos distribuidores que realizam negócios com terceiros e utilizam o título, se desejarem utilizar o título como lastro, o podem fazer, no entanto devem comprovar a existência de negócio prévio com produtores rurais. A norma se encarregou de explicitar a forma de comprovação, no entanto é genérica quanto as modalidades, assunto que já é questionado por exploradores do ramo, que precisam de um norte para emitir seus comprovantes.

E quanto a terceiros que não fazem parte da cadeia do agronegócio, também podem ser emitentes de títulos para lastro da emissão, no entanto, devem comprovar que os recursos adquiridos com a operação serão destinados aos produtores rurais, da mesma forma que no parágrafo acima.

De modo geral, a nova regulamentação do CRA, além de trazer segurança jurídica para a estruturação de novas operações, abrangeu as possibilidades de emitentes e consequente o apetite de seus investidores.

Espera-se que o presente artigo possa dirimir os questionamentos acerca da CVM nº 600 quanto aos emitentes dos direitos creditórios do agronegócio que servirão de lastro para as operações de CRA e os requisitos para o serem.

7. REFERÊNCIAS

ANBIMA. *Audiência Pública de CRA: resposta sugere aperfeiçoamento na forma de comprovação do lastro.* Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/audiencia-publica-de-cra-resposta-sugere-aperfeiçoamento-na-forma-de-comprovacao-do-lastro.htm>. Acesso em: 12 outubro 2019

ALVES, Vinicius. *Investidor Qualificado ou Profissional: O que é e quais diferenças.* 2018. Disponível em: < <https://maisretorno.com/blog/investidor-qualificado-profissional>>. Acesso em 12 outubro 2019.

ARAÚJO, Tatiana Sarparo. *Certificado de Recebíveis do Agronegócio: Discussão e definição do conceito do lastro do recebível.* 2017. 54f. Monografia (Pós-graduação em Direito) – Instituto Financeiro de Pesquisa, São Paulo, 2017.

BRASIL. Instrução CVM Normativa nº 600, de 1º de agosto de 2018. Dispõe sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst600.html>>. Acesso em: 08 agosto 2019.

_____. Lei 8.171, de 17 de janeiro de 1991. Dispõe sobre a política agrícola. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8171.htm>. Acesso em: 08 agosto 2019.

_____. Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, 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, (...) e dá outras providências. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11076.htm >. Acesso em: 08 agosto 2019.

_____. Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços. Empresa Comercial Exportadora/Trading Company. Disponível em: <<http://www.mdic.gov.br/index.php/comercio-exterior/empresa-comercial-exportadora-trading-company>>. Acesso em: 14 agosto 2019.

BRASIL, BOLSA, BALCÃO. *Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio.* Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/registro/renda-fixa-e-valores-mobiliarios/certificado-de-direitos-creditorios-do-agronegocio.htm>. Acesso em: 8 agosto 2019.

BRITTO, Miguel Ferreira. *Ofertas Públicas de Valores Mobiliários Distribuídas com Esforços Restritos.* Orientador: Paulo Eduardo Penna. 2015. 2002. 93 f. Monografia – Departamento de Direito da Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro (PUC-RIO). Disponível em < <https://www.maxwell.vrac.puc-rio.br/27276/27276.PDF>>. Acesso em: 12 outubro 2019.

BURANELLO, Renato. *Manual do Direito do Agronegócio* – 2. Ed – São Paulo: Saraiva Educação, 2018.

CASTRO, A.M.G. de; COBBE, R.V.; GOEDERT, W.J. ed. *Prospecção de demandas tecnológicas: manual metodológico para o SNPA*. Brasília: EMBRAPA-DPD, 1995. 82p

CHINEN, Emerson Norio. *Securitização: nova tecnologia financeira de recebíveis*. São Paulo: ABR ed., 2012. 187 p. ISBN 9788561406745.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
<http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1.html>. Acesso em: 14 agosto 2019.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus Freitas. *Mercado de Capitais – regime jurídico*. 3ª ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FERREIRA, C.I. *O papel desempenhado pela CVM na evolução dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Brasil*. In LIMA NETO, L. (org). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Editora Zouk, 2007.

FOX. Marritt B., GLOSTEN. Lawrence R., RAUTERBERG. Gabriel V. *Informed Trading and Its Regulation*, 2018. Disponível em: <<https://repository.law.umich.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3009&context=articles>>. Acesso em: 13 outubro 2019.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Leud, 2003. 95 p. ISBN 9788574561486.

GAMBÔA, Celso Augusto. *O impulso da securitização no Brasil depois da regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios*. 2011. 77 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Cont. Atuariais) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2011. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/handle/handle/1473>>. Acesso em 08 setembro 2019.

LESSA. Tiago Araujo Dias Themudo, GASPAR. Rafael José Lopes, SILVA. Luis Guilherme Vergueiro da, GOIS. Fabio Moretti De, GOMES. Caroline Guazzelli Queiroz. *CVM REGULAMENTA OFERTA PÚBLICA DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO – CRA*. 2018. Disponível em: <<http://www.pinheironeto.com.br/publicacoes/cvm-regulamenta-oferta-publica-de-certificados-de-recebiveis-do-agronegocio-cra>>. Acesso em: 12 outubro 2019.

LIMA NETO, Lucas de. *Securitização de ativos: iniciando a exploração da nova fronteira*. Orientador: Emerson Fernandes Marçal. 2007. 109 f: Dissertação (Mestrado) - Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, 2007.

MELLO. Fernanda. *Como analisar um investimento em CRA*. 2018. Disponível em: <<https://capitalaberto.com.br/secoes/explicando/analisar-investimento-em-cra/>>. Acesso em: 12 outubro 2019.

MELO, André Luiz. *História da moeda*. 2015. Disponível em: <

<https://www.estudopratico.com.br/historia-da-moeda-surgimento-do-metal-e-cedulas/>. Acesso em: 12 setembro 2019.

MICHAELIS, DICIONÁRIO. Disponível em: <<https://michaelis.uol.com.br/moderno-portugues/busca/portugues-brasileiro/lastro/>>. Acesso em: 24 setembro 2019

NETO, Rubens de Camargo Vidigal & SONOKI, Mary. 2018. *CRA da Syngenta e o conceito de produtor rural*. Disponível em: <<https://www.pvg.com.br/artigos/cra-da-syngenta-e-o-conceito-de-produtor-rural>>. Acesso em: 03 maio 2019.

RABELLO, Gustavo. et al. *Nova regulamentação dos certificados de recebíveis do agronegócio (CRA)*. 2018. Disponível em: <<http://tozzinifreire.com.br/boletins/nova-regulamentacao-dos-certificados-de-recebiveis-do-agronegocio-cra>>. Acesso em: 13 outubro 2019.

REIS, Tiago. *O que é lastro e como ele funciona para garantir o valor de um ativo*. 2018. Disponível em: <<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/lastro/>>. Acesso em: 12 outubro 2019.

ROVER, Tadeu. *Instrução da CVM regulamenta certificados de recebíveis do agronegócio*. 2018. Disponível em: <<https://www.conjur.com.br/2018-ago-02/cvm-regulamenta-certificados-recebiveis-agronegocio>>. Acesso em: 05 julho 2019.

SCHINCARIOL, Juliana. *CVM nega recurso sobre emissão de CRA de fabricante de defensivo*. Valor Econômico. 2017. Disponível em <<https://www.valor.com.br/financas/5210627/cvm-nega-recurso-sobre-emissao-de-cra-de-fabricante-de-defensivo>>. Acesso em: 05 julho 2019.

SERAPICOS, Edson de Paulo. *Processo para análise de seguro de crédito por empresas no Brasil*. Orientador: João Carlos Douat. 2009. 127 f. Dissertação (Mestrado) – Escola de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2009. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/5743/68070200638.pdf?sequence=1&isAllowed=y>> Acesso em: 08 setembro 2019.

SOUZA, Allan Crocci de Souza, BUENO, Gustavo Furlan, NETO, Rubens de Camargo Vidigal. *O conceito de crédito do agronegócio na nova norma de CRA*. 2018. Disponível em: <<https://www.pvg.com.br/artigos/o-conceito-de-credito-do-agronegocio-na-nova-norma-de-cra>>. Acesso em: 03 maio 2019.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. *A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residências no Brasil*. Orientadora: Eliane Monetti. 2002. 123 f. Dissertação (Mestrado) – Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. São Paulo, 2002. Disponível em <https://www.realestate.br/dash/uploads/sistema/images/File/arquivosPDF/A_Securitizacao_de_Recebiveis_Imobiliarios.pdf>. Acesso em: 08 setembro 2019.

VIEIRA, Bernardo Coelho Rezende. *Diferenças entre oferta pública via Instrução CVM nº 400 e Instrução CVM nº 476*. 2017. Disponível em: <<http://vemprabolsa.com.br/2017/08/17/diferencas-entre-oferta-publica-via-instrucao-cvm->

n-400-e-instrucao-cvm-n-476/>. Acesso em: 16 setembro 2019.

VORTX. *Relatório Anual do Agente Fiduciário sobre a 5ª série da emissão de CRA da RB Capital*. Disponível em: <<https://stgprdvortxsp01.blob.core.windows.net/vx-relatorio-anual/VLI.pdf>>. Acesso em: 18 setembro 2019.

TLON. *CRA com lastro avalizado pela VLI recebe classificação*. Disponível em: <<http://www.tlon.com.br/cra/jornal/curtas/12310-cra-com-lastro-avalizado-pela-vli-recebe-classificacao>> Acesso em: 14 agosto 2019.

_____. *Após ajustes, oferta de CRA pulverizado lastreado em notas promissórias recebe registro*. Disponível em: <<http://www.tlon.com.br/cra/jornal/artigos/13370-apos-ajustes-oferta-de-cra-pulverizado-lastreado-em-notas-promissorias-recebe-registro>>. Acesso em: 14 agosto 2019.