

**UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE**

**SARAH GNOCCHI DARDENNE**

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.003851/2021: ANÁLISE DAS  
EXIGÊNCIAS DO PEDIDO DE REGISTRO DO CRA VAMOS**

São Paulo

2023

SARAH GNOCCHI DARDENNE

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado  
como requisito para obtenção do título de Bacharel  
no Curso de Direitos da Universidade Presbiteriana  
Mackenzie.

ORIENTADORA: THAÍS CÍNTIA CÁRNIO

São Paulo

2023

SARAH GNOCCHI DARDENNE

**PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.003851/2021: ANÁLISE DAS  
EXIGÊNCIAS DO PEDIDO DE REGISTRO DO CRA VAMOS**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado  
como requisito para obtenção do título de Bacharel  
no Curso de Direitos da Universidade Presbiteriana  
Mackenzie.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

---

Examinador(a)

---

Examinador(a)

---

Examinador(a)

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço a minha mãe Carolina Gnocchi, que me deu apoio e incentivo nos momentos de desânimo e cansaço e me ajudou a entender que o nosso futuro deve ser feito no presente.

Ao meu pai Edouard Dardenne, a quem devo minha opção pela formação em direito e que para mim foi muito importante nesse processo.

Um agradecimento especial aos meus irmãos, que sempre me trouxeram alegria, e me fizeram buscar ser sempre melhor, por eles, mesmo sem saber.

Agradeço meus colegas de trabalho por me apoiarem no desenvolvimento deste trabalho. Em especial agradeço meus chefes e conselheiros, Bruno Cerqueira e Artur Nascimento, a quem devo meu interesse pela área de mercado de capitais.

Meus agradecimentos aos amigos de turma, parceiros em trabalhos acadêmicos e que contribuíram muito para a minha formação e vão continuar presentes em minha vida. Obrigada por todos os conselhos úteis e por todas as palavras de estímulo. As risadas que compartilhamos ao longo da nossa formação, especialmente neste último ano, também me ajudaram a me superar.

Obrigada a todos que, mesmo que indiretamente, participaram da minha formação acadêmica e pessoal. Este Trabalho de Conclusão de Curso é nosso

# PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.003851/2021: ANÁLISE DAS EXIGÊNCIAS DO PEDIDO DE REGISTRO DO CRA VAMOS

Sarah Gnocchi Dardenne

**Resumo:** O artigo pretende analisar as exigências formuladas pela Comissão e Valores Mobiliários no âmbito do pedido de registro da oferta de certificados de recebíveis do agronegócio das 1ª (primeira) e 2ª (segunda) séries da 93ª (nonagésima terceira) emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. Enseja-se uma pesquisa, de uma maneira geral, de caráter exploratório e, mais especificamente, uma investigação jurídico-exploratória com foco jurisprudencial, por meio do qual foram elencados argumentos da autarquia reguladora e do assessor legal da operação.

**Palavras chaves:** Mercado e Valores Mobiliários. CVM. CDCA. CRA. Oferta Pública. Vamos.

**Abstract:** The article aims to analyze the requirements formulated in the context of the registration request for the issuance of agricultural receivables certificates of the 1st (first) and 2nd (second) series of the 93rd (ninety-third) issuance by Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. Bibliographic research was conducted, which, combined with a jurisprudential study, allowed the intended case study in this article, through which arguments from the regulatory authority and the legal advisor for the operation were listed.

**Key words:** CVM. CDCA. CRA. Public Offering. Vamos

**Sumário:** 1. Introdução. 2. Estrutura CRA Vamos. 3. CRA e Possíveis Lastros. 4. Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA). 5. Exigências da CVM no Caso Vamos. 6. Considerações Finais.

## 1. Introdução

O agronegócio desempenha um papel fundamental na economia brasileira, contribuindo significativamente para o Produto Interno Bruto (PIB). O mercado de capitais desempenha um papel importante ao facilitar o financiamento desse setor. Portanto, é crucial que a CVM esteja alinhada com as necessidades do mercado e com os objetivos da legislação, a fim de evitar qualquer impacto adverso no acesso dos investidores a oportunidades de investimento relevantes e benéficas para a economia como um todo.

Em 2019, o agronegócio como um todo foi responsável por 21,4% (vinte e um inteiros e quatro décimos por cento) do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro<sup>1</sup> (incluindo a produção agropecuária e a indústria a montante e à jusante da fazenda). O mercado de capitais existe para facilitar o contato entre quem precisa de capital e quem tem interesse em financiar.

O mercado de certificado de recebíveis do agronegócio (CRA) tem crescido significativamente nos últimos anos, tornando-se uma importante fonte de captação de recursos para empresas do setor do agronegócio, alcançando um crescimento de 80% (oitenta por cento) em 2022 quando comparado ao ano de 2021. Naquele período, o montante emitido foi de cerca de R\$43.000.000.000,00 (quarenta e três bilhões de reais).<sup>2</sup> Dessa forma, é necessário que a estruturação desses valores mobiliários cumpra com as normas regulatórias, em especial as editadas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

O aumento do financiamento através do mercado de capitais incentiva a mobilização da poupança pública. A Comissão de Valores Mobiliários foi criada a fim de promover um avanço na economia por meio do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, observando os interesses dos investidores. Neste sentido, a CVM

---

<sup>1</sup> CEPEA. "PIB do Agronegócio encerra 2019 com alta de 3,81%." CEPEA, Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/releases/pib-agro-cepea-pib-do-agronegocio-encerra-2019-com-alta-de-3-81.aspx>. Acesso em: 31 out. 2023.

<sup>2</sup> UQBAR. "Abertura do Anuário de CRA 2023." Uqbar, Disponível em: <https://uqbar.com.br/anuarios2023/CRA/Abertura>. Acesso em: 31 out. 2023.

é uma autarquia em regime especial com autoridade administrativa para a fiscalização e regulação do mercado de capitais.<sup>3</sup>

Muito embora a CVM edite resoluções, ofícios e demais normas, para adequação dos papéis, é preciso que os responsáveis pela estruturação da operação realizem um acompanhamento da orientação jurisprudencial da autarquia, sobretudo o entendimento do colegiado, e as orientações específicas de cada superintendência.

O mercado financeiro muitas vezes evolui de maneira mais acelerada do que os entendimentos dos colegiados - trazendo uma série de entendimentos inovadores para a estrutura das operações – o que leva a CVM a, por diversas vezes, entender como inviável o registro de uma oferta cuja estrutura destoe daquilo que é habitual. Foi o caso do Processo Administrativo CVM nº 19957.003851/2021, em que foi apresentado recurso no âmbito da análise do pedido de registro da oferta pública de CRA da 1ª e 2ª série da 93ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. - a qual é conhecida no mercado como “CRA Vamos” - insurgindo contra exigências formuladas referentes aos artigos 28 e 42 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004 (Lei 11.076).

Nesse sentido, o presente artigo tem por objetivo analisar o julgado em questão e arcabouço normativo do ordenamento jurídico brasileiro, inclusive regulatório, com especial atenção às exigências formuladas no âmbito do pedido de registro do CRA Vamos, destacando os principais entendimentos do órgão regulador sobre o tema, bem como os principais argumentos do estruturador da operação. Serão apresentados, assim, conceitos e características dos CRA e seus possíveis lastros e, a partir dessa contextualização, será discutida a decisão da CVM no âmbito do pedido de registro do CRA Vamos e sua possível controvérsia jurídica.

## **2. Estrutura CRA Vamos:**

---

<sup>3</sup> BRASIL. “O Que é a CVM”. Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2-materia-cvm-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 31 out. 2023.

O presente artigo objetiva uma análise acerca das exigências formuladas no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio (CRA), em duas séries, da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (Ecoagro ou Securitizadora), lastreado em direitos creditórios do agronegócio devidos pela Vamos Locação De Caminhões Máquinas e Equipamentos S.A. (Vamos).

A oferta seria registrada por meio da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003<sup>4</sup>, motivo pelo qual foi submetida a análise da CVM para que pudesse ser ofertada publicamente a fim assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, e ao mercado.<sup>5</sup>

A fim de compreender a estrutura inicialmente pensada para a operação, abaixo um fluxograma em resumo:



6

<sup>4</sup> A Instrução CVM 400 foi revogada em 2 de janeiro de 2023 com a entrada em vigor da Resolução da CVM nº 160, de 13 de julho de 2022.

<sup>5</sup> CVM. Instrução CVM 400. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução 13/80 e a Instrução 88/88. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 31 out. 2023.

<sup>6</sup> CVM. Manifestação da Área Técnica no Processo Administrativo CVM nº 19957.003851/2021. “Recurso contra entendimento da GER-1/SRE - oferta pública de distribuição de CRA das 1ª e 2ª séries da 93ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.”. 31 de agosto de 2021.



1. A Vamos emitiria 2 (dois) 2 (dois) Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) em favor da Ecoagro no montante total equivalente a R\$1,06 bilhões.
2. A Ecoagro emitiria os CRA, os quais seriam distribuídos publicamente aos investidores com intermediação do BTG Pactual S.A., na qualidade de coordenador líder, e pelo BB Banco de Investimento S.A.
3. Os investidores subscreveriam e integralizariam os CRA mediante transferência para a conta do patrimônio separado dos CRA.
4. Com os valores decorrentes da integralização dos CRA, a Securitizadora pagaria o preço de aquisição referente aos CDCA em favor da Vamos.
5. A Vamos pagaria remuneração e amortização em fluxo acordado entre as partes em favor do patrimônio separado.
6. A Securitizadora realiza o pagamento de remuneração e amortização em fluxo previamente informado em favor dos investidores.

Importa destacar que ambas as séries teriam remuneração de IPCA+Spread que seria definido em procedimento de *Bookbuilding*<sup>7</sup>, e ambas as séries contariam com pagamento de juros semestrais e amortização nos últimos 2 (dois) anos de sua vigência.

O lastro dos CRA seria composto por 2 (dois) Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio de emissão da Vamos, cada um deles sendo vinculado a uma série de CRA a ser emitida, com características como de fluxo equivalentes à respectiva série de CRA à qual teriam sido vinculados.

Os CDCA possuiriam como lastro direitos creditórios do agronegócio constituídos por 85 contratos de prestação de serviços, os quais foram celebrados pela Devedora no âmbito de suas atividades ordinárias com seus clientes, na

---

<sup>7</sup> O *bookbuilding* é um procedimento que permite a divulgação da oferta para potenciais investidores a fim de coletar intenções de investimento, com ou sem o recebimento de reservas. (EIZIRIK, 2008, p. 189)

qualidade de produtores rurais ou cooperativas de produtores rurais nos termos do parágrafo 1º do artigo 23 da Lei 11.076/04. O objeto dos referidos contratos é a locação de máquinas, veículos e equipamentos pesados com uso exclusivo no setor agrícola.<sup>8</sup>

Pontua-se que os referidos contratos “têm prazo, no geral, de até 60 meses e saldo, em 15 de junho de 2021, superior ao Valor Total da Emissão, com remuneração e juros compatíveis com o mercado”, ou seja, o lastro do CDCA seria superior ao valor nominal do título na data de emissão.

Sendo essa a estrutura pretendida para a oferta, passaremos a analisar as particularidades da securitização de direitos creditórios do agronegócio, bem como do lastro da operação, o CDCA.

### **3. CRA e Possíveis Lastros:**

A norma que instituiu os certificados de recebíveis do agronegócio (CRA) foi a Lei nº 11.076/04, nos termos do artigo 23, inciso III<sup>9</sup> do referido diploma. Trata-se de um título de securitização de renda fixa, considerados títulos de crédito nominativos, emitidos de forma escritural, de emissão exclusiva de companhias securitizadoras, de livre negociação, constituem promessa de pagamento em dinheiro, preservada a possibilidade de dação em pagamento, e são títulos executivos extrajudiciais.<sup>10</sup>

---

<sup>8</sup> CVM. DECISÃO DO COLEGIADO DE 09/09/2021. PROC. SEI 19957.003851/2021-76. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210909\\_R1/20210909\\_D2300.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210909_R1/20210909_D2300.html). Acesso em 30 out. 2023

<sup>9</sup> Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito: [...] III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA.

<sup>10</sup> BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 4 ago. 2022.

Conforme disposto na Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022, mais conhecida como Marco Legal da Securitização:

É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam. (artigo 18, parágrafo único, Lei 14.430).

Neste ínterim, a aquisição de direitos creditórios poderá ser realizada por meio de (i) cessão ou (ii) emissão de título de dívida.

Notadamente, o CRA, enquanto valor mobiliário (cuja definição transcende o objetivo do presente artigo), tem sua emissão e oferta regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários, mais especificamente pela Resolução da CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021, em seu Anexo Normativo II e pela Resolução da CVM nº 160, de 13 de julho de 2022.

A fim de atender aos interesses de fomento do agronegócio, os CRA deverão ser lastreado em recebíveis originados de operações necessariamente entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.<sup>11</sup>

A securitizadora, por conseguinte, faria a emissão dos CRA e os disponibilizaria para negociação no mercado de capitais, por vezes com o auxílio de uma instituição financeira habilitada para tal. Por fim, esta companhia securitizadora realiza, com os recursos decorrentes da integralização dos CRA no mercado, o pagamento à empresa

---

<sup>11</sup> BRASIL. Lei nº 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, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 dez. 2004.

que originou, cedeu ou emitiu os direitos creditórios do agronegócio o valor acordado em contrapartida pela aquisição dos recebíveis.

Dessa forma, a empresa atuante no setor do agronegócio poderá antecipar o recebimento dos valores e manter suas atividades ordinárias, e os investidores poderão receber remuneração de renda fixa. Neste sentido, Arnaldo Rizzardo dispõe que: “A securitizadora converte a dívida daquele produtor rural em títulos de crédito – no caso, em CRA, o qual é vendido remuneradamente no balcão para um investidor.” (RIZZARDO, 2020, p. 279), permitindo, assim, uma destinação de recursos a um produtor rural, na condução ordinária dos negócios da empresa contratante, financiando o setor que a Lei 11.076/04 busca incentivar.

O CRA é um título causal cujo pressuposto é a vinculação de direitos creditórios do agronegócio conforme supramencionado (CERQUEIRA, 2016) e, dessa forma, é imprescindível a legalidade do lastro para enquadramento da operação de um CRA. Por este motivo, para a compreensão das exigências formuladas pela CVM no âmbito do Caso Vamos (exploradas no capítulo 5 adiante), é preciso compreender a norma que regulamenta os CRA e o lastro da oferta tentada do Caso Vamos, o CDCA.

#### **4. Certificado de Crédito do Agronegócio (CDCA):**

A norma que instituiu o certificado de direitos creditórios do agronegócio (CDCA) foi a Lei nº 11.076/04 que disciplina os preceitos para sua emissão. O CDCA é um título de crédito que representa direitos creditórios oriundos de operações do agronegócio, realizados entre produtores rurais, cooperativas e terceiros, podendo ser, inclusive, representativo de direitos creditórios decorrentes de financiamentos ou empréstimos, desde que sejam 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>12</sup>

---

<sup>12</sup> Idem, vide item 2.

O CDCA pode ser emitido exclusivamente por cooperativas agropecuárias ou pessoas jurídicas que possuam direitos creditórios oriundos de operações nos termos supramencionados, conforme disposto no §1º do artigo 24 da Lei 11.076/04.

Insta destacar que a Lei 11.076/04 ainda, em seu artigo 24, define o CDCA como “título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial”. O que significa que o CDCA, embora necessite de um lastro em direitos creditórios, confere ao credor a possibilidade de buscar a execução judicial para cobrança do valor acordado independente do eventual inadimplemento do devedor dos direitos creditórios que o lastreiam.

Isso é importante especialmente no âmbito de uma operação de securitização uma vez que reduz os riscos de inadimplemento da securitizadora com os titulares dos CRA, visto que independe da performance do lastro do CDCA para que a devedora da operação possua a obrigação de cumprir com o pagamento de remuneração e amortização do título vinculado aos CRA.

No entanto, ressalta-se que o mesmo diploma normativo impõe uma garantia obrigatória de penhor sobre os direitos creditórios vinculados ao CDCA, conforme observado no artigo 32 da Lei 11.076/04, garantia esta que é conferida independente de convenção, o que nos leva a entender que o vínculo entre os direitos creditórios e a dívida ali estabelecida é maior do que mera demonstração de capacidade de produção e geração de renda, considerando que ante o não pagamento do devedor do CDCA, a indenização se daria pela transferência efetiva dos direitos creditórios, sub-rogando o credor originário, devedor do CDCA, em todos os seus direitos.

Para a compreensão das exigências formuladas por meio do Ofício-Conjunto nº 204/2021-CVM/SER, que serão adiante especificadas, é imprescindível uma análise dos artigos 28 e 42 da Lei 11.076/04.

O artigo 28 dispõe que o valor do CDCA não pode exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a ele vinculados. Em outras palavras, o CDCA poderá ter valor igual ou inferior aos direitos creditórios a ele vinculados.

O artigo 42, por sua vez, determina que o CDCA poderá prever variação do valor nominal, desde que seja idêntica a dos direitos creditórios a ele vinculados, o que pressupõe um alinhamento entre os direitos creditórios e o título em questão.

O CDCA pode ser utilizado como lastro para a emissão de CRA e, neste sentido, o entendimento de que o CDCA depende do pagamento dos devedores dos direitos creditórios que o lastreiam, bem como de que não pode haver disparidade entre o CDCA e os seus direitos creditórios no que tange a atualização de valor nominal, pode acarretar sérios riscos para as operações de securitização, isso porque, o agronegócio possui características não muito compatíveis com os interesses dos investidores no mercado de capitais.

Em geral, os ciclos de cultivos são de curta duração e os contratos a eles relacionados podem ser também sazonais, o que dificulta a vinculação de lastro suficiente para longos períodos, como seria a duração de uma operação de securitização.

Ademais, o agronegócio abarca riscos relacionados ao clima, sazonalidade, flutuação de preços de commodities e riscos comuns de mercado, como procura e oferta, o que poderia prejudicar o pagamento de devedores originários dos direitos creditórios vinculados ao CDCA.

Conforme observado por Marcus Reis, o CDCA vem tomando o espaço das debêntures como instrumento de captação de recursos para empresas relacionadas ao agronegócio, isso especialmente em razão da garantia especial conferida ao credor do CDCA, qual seja, o penhor dos direitos creditórios a ele vinculados, conforme supramencionado, impedindo ainda que as garantias a ele atreladas sejam sequestradas, arrestadas ou penhoradas por outros credores (REIS, Marcus, 2021, p. 285).

Com o aumento da utilização do CDCA como forma de capitalização de empresas, características do CDCA precisam ser estudadas para melhor atender o fim para o qual foi criado, qual seja, o incentivo ao financiamento do agronegócio. Conforme demonstrado adiante, é de extrema importância a ponderação acerca dos

fatores apresentados neste capítulo para uma conclusão acerca da estrutura do CRA Vamos apresentada para registro na CVM em 2021.

## 5. Exigências da CVM no Caso Vamos:

Por meio do Ofício-Conjunto nº 204/2021-CVM/SER/SEP foram apresentadas exigências para que os documentos da oferta fossem ajustados, para que fosse concedido o respectivo registro. Dentre as exigências, o objeto de análise principal deste artigo recai sobre as comprovações solicitadas no item 3.8.24 do referido Ofício:

3.8.24. Comprovar, no âmbito dos CDCA, a plena observância ao art. 42 da Lei 11.076, ou seja, demonstrar que os direitos creditórios vinculados a cada CDCA contêm a **mesma previsão para a variação de seu valor nominal**,<sup>13</sup>

[...]

Nesse sentido, após efetuada tal análise, entendemos que os requisitos previstos nos arts. 28 [“O valor do CDCA e da LCA **não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados** [...]”<sup>14</sup> (grifo meu)

As exigências formuladas referem-se aos artigos: (i) 42 “Art. 42. O CDCA, a LCA e o CRA poderão conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados.”; e (ii) 28 “Art. 28. O valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados.”, ambos da Lei 11.076/04.

Em 11 de agosto de 2021 foi protocolado recurso em face das exigências supramencionadas buscando reforma das mesmas mediante os esclarecimentos prestados.

De início, foi apresentado como argumento em defesa do registro da oferta o Parecer de Exposição de Motivos da Lei nº 11.076, elaborado pelo Deputado Moacir Micheletto, no qual destaca o setor do agronegócio como um dos pilares da economia

---

<sup>13</sup> Idem, vide item 1.

<sup>14</sup> Idem, vide item 1.

brasileira, enfatizando a necessidade dos produtores rurais de buscar por formas de financiamento, que diversas vezes são “desvinculada(s) de seus objetivos estatutários”<sup>15</sup>. Neste ínterim, conclui-se que:

Faz-se necessário, por conseguinte, viabilizar o acesso ao mercado de capitais a esses agentes que, por meio de financiamentos formais ou informais, complementam as necessidades de recursos do setor rural, possibilitando-lhes monetizar os seus ativos em recebíveis e ampliar a oferta de recursos para os produtores rurais. (MICHELETTO, 2004)

Neste sentido, é preciso aplicar a norma atendendo os fins aos quais ela se dirige e, por isso, foi levantado o parecer em questão, uma análise dos motivos da norma fez-se necessária para sua interpretação de maneira adequada. A intenção da norma é o incentivo à captação de recursos para fomentar o agronegócio por meio do mercado de capitais.

Assim, as inovações propostas têm por objetivo instituir três novos títulos de crédito para o segmento do agronegócio brasileiro, com a finalidade de viabilizar o aporte de recursos do mercado de capitais, dentre eles, o CDCA, objeto de estudo do presente artigo.

Ainda, corriqueiramente o Colegiado da CVM é responsável por inovações jurisprudenciais que são refletivas em normativos. Dessa forma, o ex-diretor da CVM, Otávio Yazbek, em uma decisão no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2013/8860<sup>16</sup>, ressalta a importância da flexibilização das interpretações normativas a fim de atender as necessidades que levaram à criação delas. Neste sentido:

---

<sup>15</sup> CVM. Manifestação da Área Técnica no Processo Administrativo CVM nº 19957.003851/2021. “Recurso contra entendimento da GER-1/SRE - oferta pública de distribuição de CRA das 1ª e 2ª séries da 93ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.”. 31 de agosto de 2021.

<sup>16</sup> O Processo CVM n.º RJ 2013/8860 foi de extrema importância admitindo que houvesse um mecanismo de revolvência do lastro do CRA. O mecanismo da revolvência faz-se necessário para atender as necessidades do setor do agronegócio, isso porque, os contratos ali inseridos são habitualmente de curta duração, o que prejudicaria o fluxo das operações de CRA, que precisariam corresponder ao prazo dos contratos que originaram o lastro dos CRA, de modo que, para atender os fins que a norma pretendia, qual seja, o financiamento do agronegócio, foi imprescindível uma flexibilização da interpretação normativa a fim de manter o financiamento via mercado de capitais viável.



Parece-me, com efeito, que, ante o quadro descrito, a interpretação da PFE corresponderia a uma extensão do formalismo aplicável aos títulos de crédito a um instrumento que, embora naturalmente ligado ao título em questão, com ele não se confunde. E isso equivaleria, em última instância, a estender a aplicação de regras mais restritivas, que decorrem daquele formalismo, a instrumentos que, talvez, devam poder se beneficiar de maior flexibilidade. E essa flexibilidade, é importante destacar, não decorre de uma postura teórica, mas é de todo coerente com as necessidades que levaram à criação dos novos instrumentos financeiros. (YAZBEK, 2013).

Sendo assim, do ponto de vista de Yazbek, essa interpretação extensiva em com a flexibilização do formalismo excessivo, seria benéfico e coerente para o cumprimento do intento do instrumento financeiro em análise.

Pretendia-se no âmbito da operação do CRA Vamos a vinculação de 85 contratos de prestação de serviços relacionados à cadeia produtiva do agronegócio a 2 (dois) CDCAs, observado que na data de emissão dos títulos de crédito em questão, o seu valor nominal seria equivalente aos direitos creditórios a eles vinculados, observando a regra imposta pelo artigo 28 da Lei 11.076. Todavia, ao longo da operação, os direitos creditórios não teriam prazo para acompanhar o prazo de vigência do CDCA e, conseqüentemente, seria necessária a previsão de um mecanismo de revolvência do lastro do CDCA na documentação da emissão, o que não foi observado na estrutura da oferta.

Argumentam os recorrentes que em um cenário que envolve múltiplas relações, surgem diversas formas de pagamento e diferentes acordos de correção monetária, todos personalizados para atender às necessidades individuais de cada relação. Nesse contexto, a operação proposta seria uma estrutura que permitiria a participação da Vamos na cadeia produtiva do agronegócio, e ofereceria uma importante flexibilidade aos produtores rurais.

Para tentar manter essa uniformidade, seria necessário ignorar a realidade da diversidade das relações originais de crédito. Com isso, é imperativo reconhecer que a estrutura criada para os mecanismos de securitização do agronegócio deixaria de cumprir sua finalidade essencial. Isso resultaria na perda de uma oportunidade legítima de financiamento, que está plenamente alinhada com os objetivos da legislação. Isso ocorreria devido a uma incompatibilidade com uma premissa do texto

legal que, de forma evidente, não se aplica ao contexto das operações que desejam utilizar a estrutura da oferta em questão.

É claro que, ao lidar com uma ampla variedade de relações de crédito, não seria razoável esperar que as taxas de desconto aplicadas aos Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e aos Contratos de Prestação de Serviços fossem idênticas. Da mesma forma, seria impraticável manter uma total concordância nos momentos em que as correções são realizadas nos Contratos de Prestação de Serviços (sejam entre eles ou em relação ao CDCA). Isso ocorre porque cada um desses contratos parte de datas diferentes e segue cronogramas de correção igualmente distintos.

Todavia, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) contra-argumenta que o legislador ao conferir direito de penhor sobre os direitos creditórios vinculados ao CDCA optou por formar uma garantia que seria duradoura e suficiente ao longo da operação, o que não seria possível se a variação do valor do lastro do CDCA não acompanhasse a variação do próprio título. Neste sentido, a manifestação da área técnica da CVM no âmbito processo administrativo ora em análise destacou que: “Não faria sentido prever em lei a constituição de uma garantia que pudesse, no momento seguinte à emissão, se exaurir, pelo fato de o prazo dos direitos creditórios vinculados serem inferiores ao prazo do CDCA ou LCA.”<sup>17</sup>

Ainda, argumentou a SRE que o Banco Central do Brasil – Bacen dispõe através da Resolução nº 4.296, de 2013, do Conselho Monetário Nacional (CMN), revogada pela Resolução do CMN nº 5.006, de 24 de março de 2022<sup>18</sup>, em seu artigo 4º, inciso II<sup>19</sup>, que o participante que for indicado como responsável pelo registro e liquidação financeira dos ativos relacionados à LCA deverá verificar, ao longo da

---

<sup>17</sup> Idem, vide item 8.

<sup>18</sup> Importante destacar que a norma a qual se referiu a CVM em sua decisão no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.003851/2021 estava vigente à época do julgamento e hoje, revogada pela Resolução do CMN nº 5.006 de 24 de março de 2022, a qual não possui dispositivo semelhante àquele da decisão para referência.

<sup>19</sup> Art. 4º, inciso II: a entidade responsável pelo sistema de registro e de liquidação financeira de ativos no qual estejam registrados a LCA e os direitos creditórios a ela vinculados deve: II - verificar a suficiência, com relação ao valor nominal atualizado da LCA, do saldo ou valor nominal atualizado total dos direitos creditórios a ela vinculados, nos termos da legislação em vigor.

operação e conforme atualização do valor nominal, a suficiência dos direitos creditórios a ela vinculados.

O dispositivo em questão demonstraria uma interpretação do Bacen no sentido de que o lastro precisa ser maior ou igual ao valor nominal do título até a sua data de vencimento, alinhado, portanto, com a área técnica no que tange ao artigo 28, que é aplicável para a LCA e para o CDCA, concluindo que seria ilógico sua aplicação divergente entre um e outro. Muito embora seja imprescindível mencionar que a norma em comento refere-se exclusivamente à LCA, não trazendo menção ao CDCA em seu teor.

Afirmou a SRE que a B3 – Brasil, Bolsa e Balcão também acompanha o entendimento.

Ainda, a SRE pontuou que o artigo 32, §1, da Lei 11.076/04, ao possibilitar a substituição dos direitos creditórios do agronegócio vinculados ao CDCA deu ao emissor o instituto necessário para a mudança dos direitos creditórios com vencimento anterior ao prazo de vigência do título ao longo da operação. Ressaltou a SRE que não há previsão legal de que o lastro do CRA deve ser igual ou superior ao valor nominal do CRA ao longo de toda a operação, mas este questionamento nunca foi levantado, visto que nunca se cogitou fazer de outra forma.

Prosseguindo, ao abordar a exigência estipulada no artigo 42 da Lei 11.076, a SRE interpretou sua responsabilidade primordial como sendo a de assegurar que o valor dos direitos creditórios associados acompanhe o valor atualizado do CDCA, da Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) ou do CRA após sua emissão. Isso deve ocorrer sem que exista uma separação entre o título e seu lastro, o que representaria um risco que o legislador optou por evitar.

Portanto, *in casu*, em que os CDCA são lastreados em direitos creditórios pulverizados, com diferentes índices de atualização de valor nominal, a abordagem ideal seria cumprir com a disposição em questão adotando procedimentos de verificação e controle do lastro. Isso incluiria a substituição dos direitos creditórios, quando necessário, para garantir que, pelo menos nas datas em que o valor nominal

do CDCA ou do CRA deve ser atualizado, haja a segurança de que seu lastro tenha um valor pelo menos equivalente ao valor dos respectivos títulos.

Insta destacar que um argumento primordial trazido pelos estruturadores da oferta é o da natureza jurídica do CDCA.

Conforme já abordado, o CDCA é um título de crédito nominativo, cuja negociação é livre, e representa promessa de pagamento em dinheiro, constituindo título executivo extrajudicial, nos termos da Lei 11.0764/04 (REIS, 2021, p. 295).

Para fins de clareza, um título de crédito é, essencialmente, um documento oficial que simboliza um compromisso financeiro ou um direito de crédito estabelecido entre duas ou mais partes. Eles têm um papel crucial, atuando como uma espécie de comprovante e desempenhando um importante papel na fluidez das operações financeiras. Esses títulos são comumente empregados em transações comerciais e financeiras, onde desempenham um papel central na documentação de dívidas, acordos de empréstimo, investimentos e uma variedade de outras transações financeiras. Eles fornecem segurança e clareza aos envolvidos, agilizando as operações financeiras e contribuindo para o bom funcionamento do mercado.

Existem diversas classificações para os títulos de crédito, dentre elas, temos duas bastante tradicionais quanto ao conteúdo, a de Cesare Vivante e a de J. X. Carvalho de Mendonça, que usa a classificação de Vivante com algumas adaptações (TOMAZETTE, 2023, p. 37).

Neste sentido para Cesare Vivante teríamos quatro categorias:

- a) títulos de crédito propriamente ditos, representam a entrega de bens fungíveis;
- b) títulos que servem para a aquisição de direitos reais sobre coisas determinadas;
- c) títulos que atribuem a qualidade de sócio, como as ações e/ou quotas de sociedades; e

d) títulos que dão direito a algum serviço, como as passagens de ônibus<sup>20</sup>.

Ao passo que para J. X. Carvalho de Mendonça existiria uma distinção entre títulos de crédito propriamente ditos dos títulos de crédito impropriamente ditos<sup>21</sup>:

a) títulos de crédito propriamente ditos: constituído a partir de uma relação de crédito envolvendo câmbio de valores, como as debêntures, por exemplo;

b) títulos de crédito impropriamente ditos: constituídos sem uma relação de crédito, mas com características próprias de títulos de crédito, podendo ser identificado dentre as seguintes subdivisões;

b.1) títulos que permitem a disponibilidade certas mercadorias, como os certificados de depósito;

b.2) títulos que garantem acesso e retirada de recursos de outrem, tal qual o cheque;

b.3) títulos que atribuem a qualidade de sócio, como as ações das sociedades anônimas ou quotas de uma sociedade limitada (TOMAZETTE, 2023, p. 37).

O CDCA, no nosso entendimento, se enquadraria na definição do J. X. Carvalho de Mendonça de um título de crédito propriamente dito.

Ademais, a própria Lei 11.076/04 dispõe, em seu artigo 24, que: “[...] o CDCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial”, não restando, portanto, abertura para interpretações acerca da exequibilidade dos valores ali acordados senão em razão de defeitos na formalização que acarretem em vícios do negócio jurídico.

Dessa forma, a obrigação de pagar não depende da existência ou suficiência dos direitos creditórios vinculados ao CDCA, de modo que poderia ser executada

---

<sup>20</sup> VIVANTE, Cesare. Trattato di diritto commerciale. 5. ed. Milano: Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi, 1924, v. 3, p. 155

<sup>21</sup> CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. Tratado de direito comercial brasileiro. 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1963, v. 5, p. 55.

independentemente de performance do objeto, da prestação dos serviços dos contratos vinculados ao CDCA no caso em tela. Em outras palavras, não é necessário utilizar os direitos creditórios vinculados ao CDCA para o pagamento da dívida ali consubstanciada.

Essa característica do CDCA como título de crédito é fundamental para sua utilização no mercado financeiro, em especial para a securitização de direitos creditórios do agronegócio. Enquanto não depender da performance ou da existência dos direitos creditórios a ele vinculados, ele oferece maior flexibilidade e segurança tanto para os investidores quanto para as securitizadoras na qualidade de emissoras de títulos de securitização. Isso significa que o CDCA pode ser uma fonte de financiamento independente dos resultados dos ativos que o lastreiam.

Essa independência entre o CDCA e os direitos creditórios que o lastreiam é particularmente relevante em situações em que a performance desses direitos pode ser incerta, como no caso de ativos agrícolas, conforme já mencionado, em que ficam sujeitos a clima, sazonalidade, flutuação de preços de commodities e riscos comuns de mercado, como procura e oferta. Portanto, ao contrário do entendimento da CVM no caso do pedido de registro da oferta do CRA Vamos, o CDCA precisa ser visto como uma ferramenta valiosa que permite a captação de recursos no mercado de capitais sem a necessidade de vincular diretamente a performance do lastro, o que pode ser especialmente importante em contextos complexos, como o do agronegócio.

Adiante, adentramos no argumento hermenêutico dos recorrentes e, para sua construção foi realizada uma análise do *intento legis* da Lei 11.076/04.

Como é sabido, a aplicação da norma deve ir além da leitura do direito positivo, mas interpretada conforme a realidade. Neste sentido, a Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro, mais conhecida como LINDB, decretada por meio do Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942, conforme em vigor, estipula que:

“Art. 5º Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum.”<sup>22</sup>

Carlos Camilo, ainda, em seu Manual da Teoria Geral do Direito, resume de forma interessante o artigo da LINDB:

A leitura apressada desse dispositivo poderia induzir o leitor a dois grandes equívocos: (i) crer que somente o Juiz é quem poderia “aplicar” a lei e (ii) imaginar que, para a aplicação, bastaria ao Juiz buscar um texto de lei e fazê-la incidir num caso em concreto. Em verdade, esse dispositivo quer dizer muito mais do que a literalidade de suas palavras, sobretudo porque o termo aplicação da lei também traz, implicitamente em seu bojo, a obrigatória interpretação que deve precedê-la. A interpretação e a aplicação do Direito são atividades de natureza prática, realizadas pelos juristas (não apenas o juiz) e num processo unitário.

A interpretação tem por objeto os textos normativos (códigos, leis, estatutos, etc.), que permitirão ao jurista identificar e construir uma norma jurídica. Em uma palavra, compete ao jurista a interpretação jurídica, partindo do texto normativo e sem perder a realidade dos fatos, mediante a criação de uma norma jurídica. (CAMILO, 2019, p. 275).

Inclusive, Maria Helena Diniz, no mesmo sentido, afirma que a tarefa de um civilista é interpretar as normas de direito civil atentando-se à realidade social em que está sendo aplicada, seja por fato econômico, geográfico, demográfico, técnico, entre outros, bem como atentando-se ao valor relacionado a este fato, para que possa regular a ação humana sempre atendendo a uma finalidade (DINIZ, 2023, p. 11). Aqui entendemos que esta finalidade é a intenção da norma.

As interpretações, ou seja, uma tradução de uma mensagem para uma linguagem acessível, são a chamada “hermenêutica”. Existem diferentes tipos de hermenêutica, ou interpretações, dentre elas e para o presente caso, importa destacar a hermenêutica jurídica, que visa a interpretação do texto legal, trazendo-o uma análise em relação ao seu sentido para aplicação em um caso concreto (STRECK, 2020, p. 127).

---

<sup>22</sup> BRASIL. Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942. Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 9 de setembro de 1942, retificado em 8 de outubro de 1942 e retificado em 17 de junho de 1943.

Neste íterim, Carlos Maximiliano expõe:

Considera-se o Direito como uma ciência primariamente normativa ou finalística; por isso mesmo a sua interpretação há de ser, na essência, teleológica. O hermeneuta sempre terá em vista o fim da lei, o resultado que a mesma precisa atingir em sua atuação prática. A norma enfeixa um conjunto de providências, protetoras, julgadas necessárias para satisfazer a certas exigências econômicas e sociais; será interpretada de modo que melhor corresponda àquela finalidade e assegure plenamente a tutela de interesse para a qual foi regida. (MAXIMILIANO, 2022, p. 138)

Sendo assim, a lei deve ser interpretada e aplicada utilizando a hermenêutica jurídica, que pode ser definida como “a teoria científica da interpretação, que busca construir um sistema que propicie ao jurista interpretar a norma jurídica.” (CAMILO, 2019, p. 278), de modo a vincular um texto posto a uma realidade.

Neste intelecto de ideias, os recorrentes argumentaram que o artigo 28 da Lei 11.076/04 estipula que o valor do CDCA não pode ultrapassar o montante total dos créditos do agronegócio a ele vinculados. Contudo, esta disposição legal não especifica o momento em que a verificação deve ser realizada. Portanto, surge a indagação de se esse requisito deve ser continuamente mantido ao longo da existência do CDCA ou se a verificação deve ocorrer apenas no momento da emissão do título, com a demonstração direta da conexão com o agronegócio.

Trouxeram, ainda, o artigo 1º, §2º, da Lei nº 13.874, de 20 de fevereiro de 2019 (Lei da Liberdade Econômica)<sup>23</sup>, que dispõe que os contratos, investimentos, propriedade e todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas deverão ser interpretados em favor da liberdade econômica:

Dessa forma, seria necessário observar a lógica da operação e o objetivo da norma quando da aplicação da mesma para a estrutura ali proposta. Conforme exposto na seguinte passagem pelos estruturadores da oferta:

No presente caso, como o objetivo principal da norma é beneficiar o produtor rural e o risco de crédito associado aos CDCA é aquele da

---

<sup>23</sup> Art. 1º, § 2º Interpretam-se em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas.



Vamos, não da multiplicidade de produtores rurais com quem mantém relações comerciais, a nosso ver, bastaria verificar a observância da obrigação de que o CDCA tenha valor igual ou inferior ao valor dos direitos creditórios do agronegócio vinculados apenas na data de emissão.<sup>24</sup>

Com a passagem acima, extraída do recurso apresentado no âmbito do pedido de registro da Oferta, tem-se que o risco de crédito da operação seria concentrado na Vamos, muito embora estivesse beneficiando os produtores rurais, de modo que seria uma oferta positiva para os potenciais investidores.

Superada a exposição acerca da interpretação e aplicabilidade do artigo 28 da Lei 11.076/04, prosseguimos para a argumentação acerca da obrigatoriedade de utilização do mesmo índice de correção monetária, nos termos do artigo 42 do mesmo diploma legal, que determina que “O CDCA, a LCA e o CRA poderão conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados”.

O cerne da discussão para a aplicação do artigo em comento é especialmente econômico. Relembrando a estrutura proposta, 85 (oitenta e cinco) contratos de prestação de serviços seriam vinculados a 2 (dois) CDCAs, os quais, por sua vez, seriam vinculados aos CRA. A Vamos é uma locadora de caminhões, máquinas e equipamentos que, no contexto em que se insere, possui negócios com produtores rurais que serviriam de lastro para os CDCA, porém, conforme argumentado por meio do Recurso apresentado no âmbito do pedido de registro da oferta, para atender as necessidades de seus clientes, possui contratos de curta duração (mais curta do que o prazo de vigência da operação) e com correções distintas que viabilizam os negócios com cada produtor.

Isso demonstra uma pulverização que tornaria proibitiva qualquer emissão caso fosse necessária a observância do artigo 42 em questão.

---

<sup>24</sup> Idem, v.10

Encaminhando ao final da decisão, importa ressaltar o voto divergente, o Diretor Alexandre Rangel que votou pelo provimento integral do Recurso, fundamentando sua decisão, em suma, considerando os seguintes pontos:

- a) segurança jurídica e isonomia: outras operações de CRA já foram registradas com estrutura semelhante;
- b) aderência à finalidade da norma: a estrutura proposta está coerente com a intenção da norma, em especial os artigos 28 e 42, ambos da Lei 11.076/04, que buscam proteger a firmeza do mercado de financiamento do agronegócio requisitando uma demonstração de capacidade de pagamento;
- c) análise econômica do direito: o risco de inadimplência da Vamos é menor do que o risco de inadimplência dos devedores dos direitos creditórios do agronegócio que seriam vinculados ao CDCA de modo que seria ilógico conferir maior importância à obrigação de manutenção dos valores dos referidos direitos creditórios do que à obrigação principal de pagamento;
- d) obrigação acessória do CDCA: os direitos creditórios vinculados ao CDCA são apenas obrigações acessórias, como garantias de penhor; e
- e) jurisprudência regulatória: a CVM tem flexibilizado a interpretação literal da lei seca a fim de autorizar a inexistência de lastro na data de emissão dos títulos de securitização, com o advento do instituto da revolvência<sup>25</sup>. No mesmo sentido, deveria flexibilizar a interpretação dos artigos 28 e 42 da Lei 11.076/04.

A maioria do Colegiado da CVM acompanhou a Manifestação da Área Técnica recomendando o não provimento do recurso, vencido o Diretor Alexandre Rangel.

## **6. Considerações Finais**

---

<sup>25</sup> Idem, vide item 16.

Diante de todo o exposto, com todas as exigências formuladas no âmbito do Ofício-Conjunto nº 204/2021-CVM/SER/SEP, em especial o item 3.8.24, que recebeu protagonismo no presente artigo, fazendo referência aos artigos 42 e 28 da Lei 11.076/04, a conclusão a que se pode chegar é de que é fundamental identificar um equilíbrio para atender tanto as necessidades do mercado financeiro e do agronegócio, quanto da autarquia que o regula, no caso, a CVM.

Aparentemente no âmbito do pedido de registro da oferta do CRA Vamos, foi observada uma aplicação estrita da lei seca, e um formalismo excessivo impediu a Vamos de se financiar através do mercado de capitais e beneficiar os produtores rurais com quem negocia.

É importante destacar os argumentos centrais para as conclusões a que se chega.

Conforme anteriormente levantado, a interpretação da norma conforme hermenêutica jurídica pressupõe que serão considerados os fins sociais e o bem comum além da lei seca, o que resultaria em uma interpretação extensiva nos conformes teleológicos. É fundamental alinhar a aplicação das normas com os objetivos da lei, que buscam incentivar o acesso ao mercado de capitais para os agentes do agronegócio, proporcionando a captação de recursos em consonância com as necessidades do agronegócio.

O CDCA, na qualidade de título de crédito e título executivo extrajudicial, proporciona uma flexibilidade e segurança que seriam muito interessantes para o mercado de capitais caso assim fosse interpretado, especialmente para a securitização de direitos creditórios do agronegócio. O entendimento pela independência em relação aos direitos creditórios que o lastreiam, permitiria a captação de recursos independentemente do desempenho desse lastro.

A interpretação do disposto nos artigos 28 e 42 da Lei 11.076/04, referente ao valor nominal do CDCA, bem como sua variação/correção, deve levar em consideração a realidade econômica e a logística da operação em que está inserido o título. A imposição de uma rigidez excessiva através de uma interpretação literal da

lei em comento poderia prejudicar a própria intenção da norma, que seria o financiamento do agronegócio.

Portanto, é essencial buscar um equilíbrio na interpretação e aplicação da lei, de modo a promover os objetivos da legislação sem impor restrições que possam comprometer a operacionalização das operações de securitização do agronegócio. A flexibilidade e a adaptabilidade das normas às necessidades do mercado são princípios importantes a serem considerados nesse contexto, garantindo que a legislação cumpra seu propósito de fomentar o agronegócio por meio do mercado de capitais.

Ainda, claramente a CVM deve possuir uma perspectiva em relação aos riscos de uma operação a ela apresentada, vez que é seu papel regular o mercado de capitais e proteger os investidores. Portanto, sua atuação visa garantir que as ofertas sejam transparentes em relação aos riscos envolvidos, para que os investidores recebam informações completas para a tomada de decisões. Assim, a CVM tem a responsabilidade de avaliar se as operações oferecidas descrevem todos os riscos e como os mesmos podem prejudicar os investidores, para que eles, por sua vez, possam tomar uma decisão informada.

Conforme supramencionado, a Comissão de Valores Mobiliários foi criada a fim de promover um avanço na economia por meio do desenvolvimento do mercado de valores mobiliários, sendo responsável por aproximar tomadores de recursos, que sejam pessoas jurídicas ou naturais com a necessidade de se capitalizar, e superavitários com interesse em investir, protegendo, especialmente, os investidores. Todavia, uma rigidez excessiva no momento da interpretação normativa pode trazer prejuízo tanto para o mercado financeiro quanto para os investidores, que poderiam ter acesso a um título com risco centrado em uma empresa reconhecida no mercado, como no caso em análise.

No entanto, a regulação da CVM não deve ser usada como uma ferramenta para impedir que investidores assumam riscos. O risco é inerente ao mercado de capitais, e os investidores têm o direito de escolher onde desejam alocar seus

recursos. A CVM deve focar em garantir que essas informações sejam divulgadas de forma completa, em vez de impedir operações devido a uma percepção de risco.

É importante reconhecer que diferentes interpretações podem surgir em um contexto de regulação da autarquia e as divergências podem enriquecer a evolução jurisprudencial, como foi o caso do voto divergente do Diretor Rangel.

Por fim, vale lembrar o papel primordial desempenhado pelo agronegócio na economia brasileira, contribuindo significativamente para o PIB e o mercado de capitais tem facilitado o financiamento desse setor. A CVM deve estar alinhada com as necessidades do mercado e com os objetivos da legislação em benefício da economia.

Dessa forma, cabe à CVM observar as necessidades do mercado e analisar o intento da norma. Impedir o acesso dos investidores à uma operação como o CRA Vamos prejudica tanto o investidor, que não terá acesso a um bom investimento, com risco concentrado na Vamos, uma empresa de grande porte e boa expectativa de adimplemento, quanto a empresa devedora, no caso, a Vamos, e o setor do agronegócio por ela beneficiado.

### **Referências Bibliográficas:**

BRASIL. Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942. Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 9 de setembro de 1942, retificado em 8 de outubro de 1942 e retificado em 17 de junho de 1943.

BRASIL. Lei nº 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, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de

agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 31 dez. 2004.

BRASIL. Lei nº 13.874, de 20 de fevereiro de 2019. Institui a Declaração de Direitos de Liberdade Econômica; estabelece garantias de livre mercado; altera as Leis nos 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 11.598, de 3 de dezembro de 2007, 12.682, de 9 de julho de 2012, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 10.522, de 19 de julho de 2002, 8.934, de 18 de novembro 1994, o Decreto-Lei nº 9.760, de 5 de setembro de 1946 e a Consolidação das Leis do Trabalho, aprovada pelo Decreto-Lei nº 5.452, de 1º de maio de 1943; revoga a Lei Delegada nº 4, de 26 de setembro de 1962, a Lei nº 11.887, de 24 de dezembro de 2008, e dispositivos do Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 20 de setembro de 2019, Edição extra-B.

BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 4 ago. 2022.

BRASIL. “O Que é a CVM”. Disponível em <https://www.gov.br/cvm/pt-br/aceso-a-informacao-cvm/servidores/estagio/2-materia-cvm-e-o-mercado-de-capitais>. Acesso em: 31 out. 2023.

CAMILLO, Carlos. Manual da Teoria Geral do Direito. Coimbra: Grupo Almedina (Portugal), 2019. E-book. ISBN 9788584935161. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788584935161/>. Acesso em: 29 out. 2023.

CARVALHO DE MENDONÇA, J. X. Tratado de direito comercial brasileiro. 7. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1963.

CEPEA. "PIB do Agronegócio encerra 2019 com alta de 3,81%." CEPEA. Disponível em: <https://www.cepea.esalq.usp.br/br/releases/pib-agro-cepea-pib-do-agronegocio-encerra-2019-com-alta-de-3-81.aspx>. Acesso em: 31 out. 2023.

CERQUEIRA, Bruno Saraiva Pedreira de. Os títulos de crédito do agronegócio: um estudo à luz da teoria geral dos títulos de crédito e à luz da regulamentação do mercado financeiro e de capitais. 2016. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

CVM. DECISÃO DO COLEGIADO DE 09/09/2021. PROC. SEI 19957.003851/2021-76. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210909\\_R1/20210909\\_D2300.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210909_R1/20210909_D2300.html). Acesso em 30 out. 2023.

CVM. Manifestação da Área Técnica no Processo Administrativo CVM nº 19957.003851/2021. "Recurso contra entendimento da GER-1/SRE - oferta pública de distribuição de CRA das 1ª e 2ª séries da 93ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.". 31 de agosto de 2021. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210909\\_R1/20210909\\_D2300.html](https://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2021/20210909_R1/20210909_D2300.html). Acesso em 30 out. 2023

DINIZ, Maria H. Curso De Direito Civil Brasileiro: Teoria Geral do Direito Civil. v.1. São Paulo: Editora Saraiva, 2023. E-book. ISBN 9786553628045. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553628045/>. Acesso em: 29 out. 2023.

MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 23. Ed. São Paulo: Grupo Gen, 2022.

REIS, Marcus. *Crédito Rural*. São Paulo: Grupo GEN, 2021. E-book. ISBN 9786559640775. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786559640775/>. Acesso em: 29 out. 2023.

RIZZARDO, Arnaldo. *Títulos de Crédito*. São Paulo: Grupo GEN, 2020. E-book. ISBN 9788530988906. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9788530988906/>. Acesso em: 29 out. 2023.

STRECK, Lenio Luiz. *Dicionário De Hermenêutica*. 2. Ed – Minas: Grupo Editorial Letramento, 2020.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial: Títulos De Crédito*. v.2. 14. Ed – São Paulo: Editora SaraivaJur, 2023. E-book. ISBN 9786553624757. Disponível em: <https://app.minhabiblioteca.com.br/#/books/9786553624757/>. Acesso em: 29 out. 2023.

UQBAR. "Abertura do Anuário de CRA 2023." Uqbar, Disponível em: <https://uqbar.com.br/anuarios2023/CRA/Abertura>. Acesso em: 31 out. 2023.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*. 5. ed. Milano: Casa Editrice Dottor Francesco Vallardi, 1924.



## TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, SARAH GNOCCHI DARDENNE  
discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº (inserir TIA), período (inserir período), turma (inserir turma), tendo realizado o TCC com o título: PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.003851/2021: ANÁLISE DAS EXIGÊNCIAS DO PEDIDO DE REGISTRO DO CRA VAMOS sob a orientação do(a) Professor(a) THAIS CÍNTIA CARNIO declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 10 de novembro de 2023.

DocuSigned by:  
  
7F5402E6E548492...

**Assinatura do discente**

**Certificate Of Completion**

Envelope Id: 6E3EAE0637744991A0E846B5A41C6C46	Status: Completed
Subject: Complete with DocuSign: TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO.docx.docx.pdf	
Source Envelope:	
Document Pages: 1	Signatures: 1
Certificate Pages: 1	Initials: 0
AutoNav: Enabled	Envelope Originator:
Envelopeld Stamping: Disabled	Sarah Dardenne
Time Zone: (UTC-06:00) Central Time (US & Canada)	201 Bishopsgate
	London, . EC2M3AF
	SDardenne@mayerbrown.com
	IP Address: 143.58.0.6

**Record Tracking**

Status: Original	Holder: Sarah Dardenne	Location: DocuSign
11/10/2023 11:09:23 AM	SDardenne@mayerbrown.com	

**Signer Events**

Sarah Dardenne  
 sdardenne@mayerbrown.com  
 Security Level: Email, Account Authentication (None)

**Signature**

DocuSigned by:  
  
 7F5402E6E548492...  
 Signature Adoption: Pre-selected Style  
 Using IP Address: 143.58.0.6

**Timestamp**

Sent: 11/10/2023 11:10:00 AM  
 Viewed: 11/10/2023 11:10:15 AM  
 Signed: 11/10/2023 11:10:30 AM

**Electronic Record and Signature Disclosure:**  
 Not Offered via DocuSign

In Person Signer Events	Signature	Timestamp
Editor Delivery Events	Status	Timestamp
Agent Delivery Events	Status	Timestamp
Intermediary Delivery Events	Status	Timestamp
Certified Delivery Events	Status	Timestamp
Carbon Copy Events	Status	Timestamp
Witness Events	Signature	Timestamp
Notary Events	Signature	Timestamp
Envelope Summary Events	Status	Timestamps
Envelope Sent	Hashed/Encrypted	11/10/2023 11:10:00 AM
Certified Delivered	Security Checked	11/10/2023 11:10:15 AM
Signing Complete	Security Checked	11/10/2023 11:10:30 AM
Completed	Security Checked	11/10/2023 11:10:30 AM
Payment Events	Status	Timestamps