

**MÁRCIO MOURA DE PAULA RICARDO**

**A SECURITIZAÇÃO NO AGRONEGÓCIO: ANÁLISE CRÍTICA DA  
SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS AGRÍCOLAS – CRA  
(CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO)**

Dissertação apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para a obtenção do título de Mestre em Direito, sob orientação da Professora Associada Doutora Rachel Sztajn.

**FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
São Paulo-SP  
2019**

BANCA EXAMINADORA:

Orientadora: Professora Dra. Rachel Sztajn

Professor(a) Arguidor(a): \_\_\_\_\_

Professor(a) Arguidor(a): \_\_\_\_\_

Professor(a) Arguidor(a): \_\_\_\_\_

## **Agradecimentos**

À Denise, minha querida esposa e amor da minha vida, pelo carinho e motivação, essenciais para o desenvolvimento do presente trabalho.

Aos meus pais, Vanda e Márcio e à minha irmã Olívia, pelo apoio incondicional, amor e convívio que foram fundamentais para o meu crescimento pessoal.

À Professora Rachel Sztajn pela oportunidade, confiança, generosidade e constante estímulo ao conhecimento, contribuindo de maneira ímpar ao desenvolvimento de seus alunos.

Aos colegas do Banco ABN AMRO, em especial ao Nicolau Nardi, pelo apoio e incentivo ao meu aprimoramento profissional.

Ao Professor Haroldo Verçosa e ao Gabriel Leutewiler pelos valiosos comentários e sugestões apresentados no exame de qualificação, que muito contribuíram para a elaboração deste trabalho.

*O mundo que você anseia pode ser conquistado. Existe, é real, é possível, é seu.*

*Ayn Rand*

## Resumo

Algumas controvérsias cercaram e ainda cercam a emissão do Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) atraindo a atenção de reguladores e do mercado financeiro e de capitais. A discussão central gira em torno da estrutura do CRA e da análise do fenômeno do agronegócio e da cadeia agroindustrial, passando pela demonstração da mudança gradativa do paradigma do financiamento do agronegócio, de estatal para privado, sendo o CRA uma das novas fontes de *funding* para o setor. A análise do fenômeno do agronegócio e da cadeia agroindustrial são de fundamental importância para a interpretação da legislação aplicável aos CRAs e para a compreensão do que pode ser securitizado utilizando-se este instrumento. Examina-se ainda a estrutura de uma securitização por meio da emissão de CRAs para depois adentrar-se na anatomia deste tipo de securitização, analisando-se a função do patrimônio separado e a revolvência do lastro dos CRA. Ao final a possibilidade de indexação do CRA ao dólar norte-americano e a subsunção do CRA aos conceitos de título de crédito e valor mobiliário são exploradas. Este trabalho propõe-se a concluir sobre as alterações no panorama legal que de um lado poderiam tornar o investimento em CRA mais seguro para os investidores e de outro contribuir para incrementar os volumes de captação de recursos por meio do instrumento.

**PALAVRAS CHAVE:** CRA - Certificado de Recebíveis do Agronegócio – Agronegócio - Cadeia Agroindustrial – Securitização - Patrimônio Separado – Revolvência - Indexação.

## **Abstract**

Some controversies surrounded and still surround the issuance of Agribusiness Receivables Certificates (ARC) attracting the attention of regulators and the financial and capital markets. The main discussion revolves around the structure of the ARC and the analysis of the agribusiness phenomenon and the agroindustrial chain, also demonstrating the gradual change of the agribusiness financing, from public to private, being the ARC one of the new sources of funding for the sector. The analysis of the agribusiness phenomenon and the agricultural chain are of paramount importance for the interpretation of the applicable legislation to the ARC and the understanding of the underlying assets that can be securitized by the instrument. It is also examined the structure of a securitization through the issuance of ARCs and the anatomy of this type of securitization and the objective of the segregated assets and the revolve of the ballast of the ARC. In the end the possibility of the indexation of the ARC to the United States Dollar and the adherence of the ARC to the concepts of title of credit and security are explored. This paper concludes on the changes in the legal framework that in one hand could make the investment in ARC safer for the investors and on the other hand contribute for the increment of the volumes of fundraising by the instrument.

**KEYWORDS:** ARC - Agribusiness Receivables Certificates – Agribusiness - Agroindustrial Chain – Securitization - Segregated Assets – Revolving – Indexation.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	10
<b>1. O AGRONEGÓCIO A CADEIA AGROINDUSTRIAL E SEU FINANCIAMENTO</b>	13
1.1. O Agronegócio e a Cadeia Agroindustrial	13
1.2. Fontes de Financiamento do Agronegócio (Esgotamento das Fontes Tradicionais)	17
1.3. Novo Paradigma: o Financiamento Privado (Insuficiência das Fontes Internas de Financiamento em Reais)	25
1.4. Securitização como alternativa de financiamento do agronegócio	26
1.5. A importância da compreensão do que é o Agribusiness para o CRA	29
<b>2. SECURITIZAÇÃO</b>	35
2.1. Breve Contexto Histórico	35
2.2. Definição de Securitização e sua natureza jurídica	42
2.3. Securitização por meio de certificados de recebíveis do agronegócio	48
2.4. Estrutura de uma Securitização por meio de Certificados de Recebíveis do Agronegócio	50
2.4.1 As Companhias Securitizadoras de Crédito da Cadeia Agroindustrial e o regime fiduciário	50
2.4.2 O Contrato de Cessão	51
2.4.3 O Termo de Securitização	51
<b>3. FUNÇÃO JURÍDICO-ECONÔMICA DO PATRIMÔNIO SEPARADO</b>	53
3.1. Conceito Legal e Objetivo do Patrimônio Separado	53
3.2. O Patrimônio Separado em uma securitização de CRA	56

3.3.	Seria o patrimônio separado em uma emissão de CRA instituído com função jurídico-econômica similar a que instituído do direito brasileiro?	58
<b>4.</b>	<b>REVOLVÊNCIA DO LASTRO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO</b>	<b>61</b>
4.1.	Conceito	61
4.2.	Importância	62
4.3.	Riscos para o Investidor	63
4.4.	Parâmetros Propostos para a Operacionalização da Revolvência	64
4.4.1	Processo CVM nº RJ 2013/8860	64
4.4.2	Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2017 (antecedente inalterado da Instrução CVM número 600/2018)	66
4.5.	Análise Crítica do Processo de Revolvência	71
<b>5.</b>	<b>CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO INDEXADOS AO DÓLAR</b>	<b>73</b>
5.1.	Racional econômico para a indexação	73
5.2.	Legalidade para a Indexação - Contexto Histórico e Legislação Envolvendo Curso e Indexação em Moeda Estrangeira	73
5.3.	Da possibilidade de indexação de CRA a moeda estrangeira	76
5.4.	Da Necessidade de um quadro normativo seguro para a implantação	81
5.5.	Entraves Legais para a Operacionalização	85
<b>6.</b>	<b>OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO SÃO TÍTULOS DE CRÉDITO OU VALORES MOBILIÁRIOS?</b>	<b>88</b>
6.1.	Análise dos Princípios Aplicáveis aos Títulos de Crédito e sua Definição	88
6.2.	Análise dos Princípios Aplicáveis aos Valores Mobiliários e sua Definição	92
6.3.	Classificação dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio	102



<b>CONCLUSÃO</b>	107
<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS</b>	111

## INTRODUÇÃO

O agronegócio desempenha uma função fundamental para a humanidade, pois é a principal atividade que provê os alimentos necessários à subsistência da espécie humana. Além desta função, o setor é um componente cada vez mais importante da economia do nosso país, respondendo por aproximadamente 23% do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro<sup>1</sup>.

Vivemos em um mundo no qual o paradigma da subsistência foi superado uma vez que os mercados consumidores estão muito distantes dos mercados produtores e ocorre crescimento contínuo da população mundial. O Brasil possui vastas áreas agricultáveis em seu território, algumas delas já utilizadas e outras ainda preservadas. A vocação do nosso país para a produção de alimentos, seja para consumo interno ou para a exportação, é clara e é uma excelente oportunidade comercial, portanto, deve ser explorada e desenvolvida.

As projeções do agronegócio elaboradas pela Secretaria de Política Agrícola do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento indicam que a produção de grãos<sup>2</sup> deverá passar de 232,6 milhões de toneladas em 2017/2018 para 302 milhões de toneladas em 2027/28. Isso indica um acréscimo de 69 milhões de toneladas na produção atual do Brasil. Em valores relativos, representa um acréscimo de 29,8%, ou uma taxa anual de crescimento de 2,5%. A área de grãos deve expandir-se dos atuais 61 milhões de hectares para 71 milhões de hectares em 2027/28.<sup>3</sup>

O financiamento é um instrumento fundamental para o desenvolvimento de qualquer setor, mas é especialmente necessário em setores que possuem descasamentos entre o fluxo de consumo de recursos necessários à produção e o fluxo de sua renda. Essa é a realidade do mundo agro tendo em vista seu caráter

---

<sup>1</sup> Revista de Política Agrícola nº 2, 2018, Ano XXVII – No 2 – Abr./Maio/Jun. 2018, disponível em <http://www.agricultura.gov.br/assuntos/politica-agricola/todas-publicacoes-de-politica-agricola/revista-de-politica-agricola/revista-de-politica-agricola-no-2-2018/view> acessado em 18 de dezembro de 2018, p.6.

<sup>2</sup> Grãos: corresponde a relação das lavouras levantadas pela Conab em seus levantamentos de safras (algodão caroço, amendoim total, arroz, aveia, canola, centeio, cevada, feijão total, girassol, mamona, milho total, soja, sorgo, trigo e triticale)

<sup>3</sup> Brasil. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Projeções do Agronegócio: Brasil 2017/18 a 2027/28 projeções de longo prazo / Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Secretaria de Política Agrícola. – Brasília: MAPA/ACE, 2018. p.112

sazonal.

Com o objetivo de fomentar o financiamento do agronegócio pelo setor privado, o poder executivo decidiu editar a Medida Provisória nº 221, de 1º de outubro de 2004 que, dentre outros assuntos, dispunha 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 (“CRA”). Posteriormente tal medida provisória foi convertida na Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004 (“Lei 11.076”).

Após a edição da Lei 11.076 uma das formas de obtenção de crédito que mais tem sido utilizada pelos membros da cadeia agroindustrial é o CRA que, quando emitido por meio de oferta pública, é também regulado pela Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018 (“ICVM 600”).

Anteriormente à edição da ICVM 600, os CRAs eram regulados pelas normas aplicáveis aos Certificados de Recebíveis Imobiliários, no que couber, conforme o Comunicado CRA emitido pela Comissão de Valores Mobiliários em reunião do Colegiado realizada em 18 de novembro de 2008. Quando da emissão de supracitado comunicado, a Comissão de Valores Mobiliários ressaltou que analisaria, no futuro, a necessidade de se editar regulamentação específica sobre os CRA.

A edição do comunicado mencionado acima não foi suficiente para resolver as diversas polêmicas envolvendo o instrumento, o que resultou no enfrentamento pelo colegiado da Comissão de Valores Mobiliários de inúmeras questões a respeito dos CRA que não possuíam previsão legal na regulamentação vigente à época (normas aplicáveis aos Certificados de Recebíveis Imobiliários).

As principais polêmicas discutidas e que vinham sendo objeto de atenção e preocupação do mercado financeiro e de capitais, estão relacionadas com o lastro dos CRAs, sobretudo discussões a respeito do que pode ser securitizado e quais são os parâmetros para a revolvência do lastro dos CRAs. Questionava-se se a alteração do lastro dos CRAs coadunava-se com a natureza e finalidade do título ou se importava em um desvirtuamento.

Os membros do Colegiado da CVM proferiram, no final de novembro de 2013, entendimento de que a revolvência dos CRA era possível se fossem

observados determinados parâmetros<sup>4</sup>.

Diante desse cenário, a Comissão de Valores Mobiliários, juntamente com um esforço conjunto de diversas entidades do mercado, elaborou uma regulamentação específica para os CRA.

A edição da ICVM 600 pacificou os temas da possibilidade da realização da revolvência do lastro dos CRA e do que pode ser considerado como lastro das emissões, mas trouxe algumas outras polêmicas que serão discutidas neste trabalho.

Uma importante distinção temática que deve ser feita é que o agronegócio não pode ser confundido com o direito fundiário e, por conseguinte, com a sua base legal – o Estatuto da Terra, Lei nº 4.504, de 30 e novembro de 1964.

O aludido marco legal destina-se a regular os direitos e obrigações concernentes aos bens imóveis rurais, para os fins da execução da Reforma Agrária e promoção da Política Agrícola. Definindo: (i) Reforma Agrária como o conjunto de medidas que visam a promover melhor distribuição da terra, mediante modificações no regime de sua posse e uso, a fim de atender aos princípios de justiça social e ao aumento de produtividade, e (ii) Política Agrícola como o conjunto de providências de amparo à propriedade da terra, que se destinam a orientar, no interesse da economia rural, as atividades agropecuárias, seja no sentido de garantir-lhes o pleno emprego, seja no de harmonizá-las com o processo de industrialização do país.

Observa-se que o enfoque do Estatuto da Terra está sempre ligado à propriedade do imóvel onde são realizadas as atividades agropecuárias e não a produção agropecuária realizada nas propriedades rurais.

O agronegócio está relacionado com a produção de alimentos, dos frutos que são retirados da terra diretamente pelo homem, ou lá cultivados, para alimentar animais como no caso da pecuária, suinocultura, avicultura. Dessa forma há um descolamento entre a temática fundiária e a temática do agronegócio.

O tema deste estudo mostra-se atual e relevante, não só do ponto de vista acadêmico, quanto prático, especialmente diante do expressivo crescimento do volume de emissão de CRA no mercado doméstico.

---

<sup>4</sup> O tema da estruturação de CRA com revolvência dos direitos creditórios vinculados foi tratado pelo Colegiado da CVM em reunião datada de 26/11/2013, no âmbito do Processo CVM no RJ-2013-8860, que à época deliberou favoravelmente à referida possibilidade.

# 1. O AGRONEGÓCIO, A CADEIA AGROINDUSTRIAL E SEU FINANCIAMENTO

## 1.1. O Agronegócio e a Cadeia agroindustrial

A compreensão do que é o agronegócio nos remete a uma análise do vocábulo empregado para a sua definição que parte da junção da palavra agrícola com a palavra negócio. Essa análise é relevante na medida em que a gênese do termo agronegócio se deu quando os professores Ray Goldberg e John Davis ministraram, na década de 1950, o curso de negócios e agricultura na Universidade de Harvard. O termo agronegócio (tradução do inglês *agribusiness*) foi então cunhado por eles e imortalizado com a publicação do livro “*A Concept of Agribusiness*”<sup>5</sup>.

Na introdução do aludido livro, os autores esclarecem que esse representa a primeira publicação resultante do programa de Agricultura e negócios formalmente criado pela universidade de Harvard em 1952. O objetivo do programa era o de melhor entender as relações que se suportam mutuamente entre a agricultura e os negócios e a crença de que a pesquisa e os ensinamentos sobre o tema poderiam, em muito, contribuir para este entendimento. Para levar tal projeto a cabo foi instituída a Food Foundation que seria administrada pela escola de negócios de Harvard, que teria os seguintes objetivos:

*(1) to carry on fundamental research relating to the production, distribution, and use of agricultural and processed food products; (2) to develop fundamental economic policies governing the production, distribution, and use of such products; (3) to study and, as possible, to improve fundamental economic relationships among all engaged in the production, distribution, and use of such products; and (4) thus and otherwise to improve the food economy of the American people.*<sup>6</sup>

O simbolismo de tais objetivos para o presente trabalho é forte, tendo em vista que as fontes de financiamento para o agronegócio são um elemento-chave para seu desenvolvimento e, por isso, devem ser consideradas um componente

---

<sup>5</sup> A Concept of Agribusiness, John Herbert Davis, Ray Allan Goldberg, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1957, Universidade da Califórnia, 136 páginas

<sup>6</sup> A Concept of Agribusiness, John Herbert Davis, Ray Allan Goldberg, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1957, Universidade da Califórnia, 136 páginas

fundamental na formulação de políticas voltadas para o agronegócio. Como a atividade agrícola se caracteriza pelo uso intensivo de capital, dado o tempo de maturação de seu ciclo produtivo, a necessidade de financiamento é algo inerente à atividade.

Dentro da proposta de divisão do vocábulo agronegócio para uma melhor compreensão de seu significado, após o esclarecimento acima acerca da gênese do termo, é importante ressaltar a passagem do sistema agrícola de subsistência para o exercício comercial de outras atividades relacionadas com a agricultura, como a comercialização, que só foi possível a partir da geração de excedentes de produção, como explica Buranello:

*Os primeiros registros de áreas agrícolas foram localizados em vales nos rios Nilo, no Egito e Eufrates e Tigre na Mesopotâmia, onde hoje se situa o Iraque, e Azule Amarelo na China. Com o tempo, a produção agrícola aumentou devido a utilização da irrigação, bem como pelo melhor aproveitamento da terra e pela diversificação de culturas. Os cereais eram cultivados de acordo com o tipo de solo e clima de cada região; assim em 800 a.C., o trigo e a cevada eram plantados no Oriente Médio, o arroz na China, e determinada variedade de trigo no sudeste asiático. Com a melhoria das técnicas de cultivo e de criação de animais, os produtores começaram a dispor de excedentes, o que levou as comunidades a realizarem comercialmente outras atividades relacionadas à produção agropecuária.<sup>7</sup>*

O modelo de autossuficiência/produção de subsistência migrou, então, para um modelo de produção de excedentes e especialização que foi amparado por uma revolução tecnológica da fazenda, iniciada em 1790, com artefatos pioneiros, como o arado de metal, possibilitando sucessivos ganhos de produtividade pelos agricultores.<sup>8</sup>

Segundo Davis e Goldberg, esse período de desenvolvimento agrícola foi marcado pela dispersão das funções que marcou a migração do modelo de autossuficiência para um modelo de intrincada interdependência com grandes segmentos da economia industrial, o que resultou na evolução da agricultura para o agronegócio. Os autores citam inúmeros exemplos de indústrias criadas para

---

<sup>7</sup> BURANELLO, Renato M. Manual do Direito do Agronegócio. São Paulo: Saraiva, 2013

<sup>8</sup> Near the very end of the eighteenth century, the vanguard of a new technological era appeared on the agricultural horizon in the form of new mechanical devices designed to perform old tasks in less time and with less labor. Particularly prophetic of the spirit of this new era were such inventions as the cotton gin and the cast iron plow —both making their appearance in the 1790's. (A Concept of Agribusiness, John Herbert Davis, Ray Allan Goldberg, Division of Research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1957, Universidade da Califórnia, 136 páginas)

suprir as necessidades da agricultura moderna como produtores de insumos agrícolas, embalagens para carne, enlatados e freezers. São destacadas também, indústrias já existentes que criaram linhas de produtos para atender as necessidades dos produtores rurais.

O fenômeno descrito por Davis e Goldberg (1957), qual seja, a integração entre o mundo agro com o mundo dos negócios, possui consequências e repercute nos mais diversos campos (industrial, financeiro, logístico) criando um plexo de atividades que se inter-relacionam. Zylbersztajn<sup>9</sup> em sua tese de livre docência assevera que as interações das indústrias de insumos, produção agro-pecuária, indústria de alimentos e o sistema de distribuição não mais podem ser ignoradas, indicando que os autores norte-americanos foram pioneiros na observação dos sistemas agro-industriais que surgiram a partir da junção dos mundos agro e industriais. Zylbersztajn também destaca que, no mesmo sentido, enfoque teórico semelhante foi desenvolvido na França na década de 60 tratando a organização agro-industrial como cadeia (*filière*).

Ambas as escolas (francesa e estadunidense) buscam explicar a interação dos diversos atores envolvidos no agronegócio rompendo com classificação tradicional dos setores agrícola, industrial e de serviços.<sup>10</sup> Essa análise é pertinente tendo em vista que o profundo entendimento do fenômeno do agronegócio é fundamental para a identificação do que é necessário ao seu desenvolvimento, conseqüentemente, para a formulação de políticas adequadas que fomentem seu desenvolvimento. O entendimento expande o conceito que se tem do sistema de forma que, sob essa nova concepção, a barreira que existia entre o campo e a indústria, que se evidenciava no momento em que os produtos agrícolas passavam da porteira da fazenda para serem beneficiados, é mitigada e passa para um entendimento de que há uma continuidade da atividade estando tudo compreendido

---

<sup>9</sup> Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições. Tese (Livre Docência) apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 114

<sup>10</sup> Segundo ZYLBERSZTAJN (Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições. Tese (Livre Docência) apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 114) os conceitos de ambas as têm diversos pontos de tangência. Por exemplo consideram o agribusiness sob a ótica sistêmica, avaliando as relações entre atôres através de diferentes setores da economia, repensando a distinção tradicional entre setor agrícola, industrial e de serviços.

dentro do agronegócio, e não mais uma passagem do meio agrícola para o meio industrial. Sob esta óptica, o entendimento do setor é fundamental, tendo em vista as relações de integração e interdependência.

A elocubração acima é pertinente tendo em vista os inúmeros benefícios fiscais (diretos e indiretos) e linhas de crédito subsidiadas que, anualmente, são outorgados para os participantes da cadeia ou sistema do agronegócio e são, em alguns casos, estendidos para todos os seus membros, e em outros não.

A definição de “Sistema”, para Bobbio, é, em sua acepção mais geral, “uma totalidade ordenada, um conjunto de entes entre os quais existe uma certa ordem. Para que se possa falar de uma ordem, é necessário que os entes que a constituem não estejam somente em relacionamento com o todo, mas também num relacionamento de coerência entre si”.<sup>11</sup>

Losano<sup>12</sup> ensina que a concepção sistemática grega foi aplicada em ramos como astronomia, arquitetura e, principalmente, matemática e geometria. O renascimento de uma visão sistemática de mundo, em épocas mais recentes, acompanha a descoberta de novos setores na matemática e sua aplicação a vários setores da física e da geometria.

Zylbersztajn em sua tese de livre docência faz o cotejo das definições de sistema e cadeia agroindustrial evidenciando a diferença entre o enfoque do Sistema de Commodities (escola estadunidense) e do Conceito de Cadeia (Filière) Agro-Alimentar (escola francesa).

Zylbersztajn nos traz a seguinte definição para o sistema estadunidense:

*Um CSA engloba todos os atores envolvidos com a produção, processamento e distribuição de um produto. Tal sistema inclui o mercado de insumos agrícolas, a produção agrícola, operações de estocagem, processamento, atacado e varejo, demarcando um fluxo que vai dos insumos até o consumidor final. O conceito engloba todas as instituições que afetam a coordenação dos estágios sucessivos do fluxo de produtos, tais como as instituições governamentais, mercados futuros e associações de comércio.*<sup>13</sup>

---

<sup>11</sup> BOBBIO, Norberto. Teoria do Ordenamento Jurídico. São Paulo: Editora Polis, 1991, p. 71

<sup>12</sup> LOSANO, Mario G. Sistema e estrutura no direito: das origens à escola histórica. São Paulo: Martins Fontes, 2008, vol. I, p. 12

<sup>13</sup> Goldberg (op. cit., pp ) apud ZYLBERSZTAJN, Decio. Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições. Tese (Livre Docência) apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 118



Percebe-se que a definição estadunidense dá ênfase às relações de cooperação entre os atores do sistema dividindo-os em campos de atuação em cada uma das fases do sistema agroindustrial até que os produtos do campo sejam entregues ao consumidor final, alertando que as políticas públicas e a autorregulação estão integradas ao sistema.

Zylbersztajn nos traz a seguinte definição da escola francesa:

*Cadeia (“filière”) é uma sequência de operações que conduzem à produção de bens. Sua articulação é amplamente influenciada pela fronteira de possibilidades ditadas pela tecnologia e é definida pelas estratégias dos agentes que buscam a maximização dos seus lucros. As relações entre os agentes são de interdependência ou complementaridade e são determinadas por forças hierárquicas. Em diferentes níveis de análise, a cadeia é um sistema, mais ou menos capaz de assegurar sua própria transformação.<sup>14</sup>*

A definição de cadeia que nos é trazida por Zylbersztajn traz um conceito um tanto quanto marxista que nos remete à divisão do trabalho e faz uma clara referência à mais valia quando aborda a sequência de operações que visam a maximização dos lucros ditada por relações hierárquicas.

Nota-se, entretanto, que o elemento da cooperação é o que une as definições norte americana e europeia e pode ser observado quando na definição do sistema americano a palavra mercado é citada, o que implica em trocas voluntárias pelos diversos atores envolvidos; já na definição europeia, a questão da cooperação é tratada como relação de interdependência e complementariedade.<sup>15</sup>

## 1.2 Fontes de Financiamento do Agronegócio (Esgotamento das Fontes Tradicionais)

O financiamento do agronegócio brasileiro é tema desde sempre fundamental no desenvolvimento econômico do país, tendo em vista sua vocação para a produção agropecuária, que, já nos primórdios da nação, antes mesmo da denominação atual, abastecia o globo com madeira, corantes, açúcar, borracha,

---

<sup>14</sup> Morvan (op. cit., pp.) apud ZYLBERSZTAJN, Decio. Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições. Tese (Livre Docência) apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005, p. 125

<sup>15</sup> Conceito similar foi adotado pelo artigo 461 do Projeto de Lei 1.572 de 2011 que objetiva instituir novo Código Comercial: Art. 461. O agronegócio é a rede de negócios que integra as atividades econômicas organizadas relacionadas a produtos agrícolas, pecuários e florestais, bem como seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico.

café, etc.

A prova da importância dada ao financiamento do agronegócio brasileiro está estampada no endereço eletrônico do MAPA – Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento<sup>16</sup> que nos traz as seguintes informações:

*O Plano Agrícola e Pecuário 2017/2018 destinará R\$ 190,25 bilhões com juros menores para financiar a agricultura. Por meio do Plano, médios e grandes produtores poderão acessar o crédito rural, entre 1º de julho deste ano e 30 de junho de 2018. O governo federal também reduziu, entre um e dois pontos percentuais, os juros das operações. Do montante anunciado, R\$ 188,3 bilhões se referem à disponibilidade para financiamento e a diferença, de R\$ 1,95 bilhão, à subvenção de prêmio do Seguro Rural e apoio à comercialização. O montante dos recursos destinados ao Plano Agrícola e Pecuário, com aumento de 24,3% em relação ao anterior, reforça a prioridade dada pelo governo federal ao agronegócio e à geração de emprego e renda. Mesmo com a PEC (Proposta de Emenda Constitucional) de 2016, que limitou os gastos públicos, o entendimento no Palácio do Planalto é de que é fundamental ampliar os valores para o crédito rural em um momento de incentivo à retomada do crescimento econômico.*

O sistema de financiamento público do agronegócio brasileiro conta, hoje, com inúmeros mecanismos de repasse de recursos para os integrantes da cadeia agroindustrial, e o governo federal destina somas, extremamente expressivas, para o financiamento do agronegócio. Entretanto, nota-se que, desde a década de 1980, o sistema privado de financiamento do agronegócio tem adquirido cada vez mais relevância. Os antecedentes históricos do financiamento rural no território brasileiro sempre estiveram ligados à exportação e, segundo Nóbrega:

*A primeira experiência com o financiamento da agricultura ocorreu na fase colonial e estava relacionada ao açúcar. Os atos de Portugal favoreciam apenas as atividades extrativas que interessavam e influenciavam diretamente a sua economia, sendo assim, os beneficiários eram os senhores de engenho, valendo-se de financiamento de máquinas, ferramentas e compra de escravos. (1985, MASSUQUETTI, 1998, p. 22).<sup>17</sup>*

---

<sup>16</sup> BRASIL. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. Disponível em: <<http://www.agricultura.gov.br/assuntos/sustentabilidade/plano-agricola-e-pecuario/>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

<sup>17</sup> MASSUQUETTI, Angélica. A mudança no padrão de financiamento da agricultura brasileira no período 1965-97. 1998. Monografia apresentada à Universidade Rio Grande do Sul. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/3241/000246951.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

O financiamento da economia cafeeira, nas palavras de Delfim Netto<sup>18</sup>, funcionou da seguinte forma:

*O principal banqueiro do cafeicultor era o comissário. Os recursos dessa classe de comerciantes, apesar de serem muito ponderáveis, foram insuficientes para sustentar, sem aperturas, as novas necessidades monetárias da economia. “Esta circunstância transformou também o comissário numa classe dependente de financiamentos.*

Referidos financiamentos eram contraídos no exterior pelo governo e repassados aos bancos da lavoura que, ato contínuo, repassavam tais valores aos cafeicultores. Nota-se, entretanto, que não havia uma política agrícola instituída – havia, tão somente, o atendimento das demandas da elite cafeeira pela elite política que, nesse período da história brasileira, se confundiam.

Com a instituição do Estado Novo (1937-1945)<sup>19</sup> por Getúlio Vargas, uma nova era de financiamento agrícola foi iniciada por meio da instituição da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial do Banco do Brasil, conforme detalhado por Beskow<sup>20</sup>:

*A marca definitiva neste tema foi a fundação da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI), do Banco do Brasil, no ano de 1937. A fundação e funcionamento do CREAI devem ser analisados num contexto de um amplo projeto de modernização econômica, relacionados com o apoio do Estado no processo de industrialização e diversificação da produção rural, sem a rejeição da agricultura de exportação e não colocando em risco a hegemonia dos grandes proprietários de terras das maiores terras agrícolas – latifúndios. Neste sentido, o CREAI pode ser considerado como a primeira agência nacional da política agrícola.*

Após a Era Vargas, foram instituídos o Plano de Metas e o Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico Social. Em relação ao Plano de Metas, Serra

---

<sup>18</sup> DELFIM NETTO, Antônio. O Problema do Café no Brasil. São Paulo: Instituto de Pesquisas Econômicas, 1981, p. 23.

<sup>19</sup> O Estado Novo é o nome que se deu ao período em que Getúlio Vargas governou o Brasil de 1937 a 1945. Este período ficou marcado, no campo político, por um governo ditatorial. Disponível em: <[http://www.suapesquisa.com/historiadobrasil/estado\\_novo.htm](http://www.suapesquisa.com/historiadobrasil/estado_novo.htm)>. Acesso em: 10 jul. 2017.

<sup>20</sup> BESKOW, Paulo Roberto. O crédito rural público numa economia em transformação: criação e início do funcionamento das atividades de financiamento agropecuário da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI), do Banco do Brasil (BB) – 1937 a 1945. Revista Eletrônica de História do Brasil. Juiz de Fora, volume 9, número 1, jan-jun, 2007.

assevera que:

*[...] encontra-se um setor agrícola relativamente marginalizado em relação ao processo de desenvolvimento urbano-industrial proposto pelo plano. O desempenho da agricultura Brasileira, nesse período foi considerado “insatisfatório por amplos setores técnicos e políticos, reforçando, no início dos anos 60, as pressões em favor de uma reforma agrária.”<sup>21</sup>*

De acordo com Massuquetti (1998, p. 34)<sup>22</sup>, no que tange ao Plano Trienal de Desenvolvimento Econômico Social:

*[...] a ação do governo foi orientada para atender aos objetivos determinados para o desenvolvimento do setor agrícola, que eram o estímulo à expansão da produção de alimentos e matérias-primas para o mercado interno e a correção de distorções e/ou deficiências na produção de produtos primários destinados à exportação. Os mecanismos utilizados pelo Governo – a pesquisa e o fomento, o crédito agrícola e a política de preços mínimos – estavam direcionados para o processo de modernização da agricultura [...].*

A partir de 1964 os governos militares instituíram, no campo econômico, o PAEG – Programa de Ação Econômica do Governo, que tinha como objetivo o planejamento de longo prazo e marcou a instituição de algo inédito em nosso país – um plano de governo minimamente sólido:

*As medidas adotadas nesse plano econômico tinham a face ortodoxa, já que a orientação era reduzir os gastos públicos, elevar a carga tributária e conter o crédito e os aumentos salariais. A estabilização da economia estimularia a entrada de investimentos externos e a própria poupança privada, permitindo a retomada do crescimento econômico. Entretanto, a reformulação do sistema financeiro do país seria necessária, como indicou Mello e Belluzzo (1983) (MASSUQUETTI, et al, 2010, p. 3)<sup>23</sup>*

---

<sup>21</sup> SERRA, José. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In: BELLUZZO, Luiz G. de M.; COUTINHO, Renata (org.). Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise. 2. ed. São Paulo: Brasiliense, 1983, v.1, p. 78.

<sup>22</sup> MASSUQUETTI, Angélica. A mudança no padrão de financiamento da agricultura brasileira no período 1965-97. 1998. Monografia apresentada à Universidade Rio Grande do Sul. Disponível em: <<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/3241/000246951.pdf?sequence=1>>. Acesso em: 10 jun. 2017.

<sup>23</sup> MASSUQUETTI, A.; SOUZA, O. T. ; BEROLDT, L. . Instrumentos de política agrícola e mudanças institucionais. In: 48º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER), 2010, Campo Grande (MS). Anais do 48º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER). Piracicaba (SP): SOBER, 2010.

Dentro do PAEG, o papel do setor agrícola foi pensado como tendo uma função dúplice qual seja a de produção de alimentos para o mercado interno e de produzir *commodities* agrícolas para serem exportadas, de forma que a vocação agrícola do país foi reconhecida e prestigiada:

*O papel do setor agrícola, nessa fase do desenvolvimento da economia brasileira, estava definido: deveria fornecer alimentos e matérias-primas para o mercado interno, ampliar o volume de exportações para, dessa forma, gerar divisas para permitir a importação de bens necessários à continuidade do processo de substituição de importações e, ainda, realocar a mão-de-obra que não estava sendo absorvida no setor secundário. A forma de se conseguir que a agricultura cumprisse essas funções seria por meio do seu processo de modernização (via “insumos modernos”) e, conseqüentemente, de aumento da produção. (MASSUQUETTI, et al, 2010, p. 3)<sup>24</sup>*

A forma de operacionalização do *funding* para a execução desta tarefa hercúlea foi a criação do SNCR – Sistema Nacional de Crédito Rural (1965-1966), que proveria o tão necessário capital ao agronegócio brasileiro:

*O modo encontrado para permitir o êxito dessa estratégia foi a institucionalização do crédito rural mediante a criação do SNCR (Lei 4.829, de 05.11.1965, sendo regulamentada pelo Decreto-Lei 58.380, de 10.05.1966). O crédito rural destinou-se aos investimentos em armazenamento, beneficiamento e industrialização dos produtos de origem agrícola; ao custeio da atividade e ao processo de comercialização; e à utilização de “insumos modernos”, com o intuito de gerar uma elevação da produtividade, entre outros. Os produtores rurais e as cooperativas passaram a ter acesso aos recursos com taxas de juros e prazos mais adequados com a realidade do meio rural. Esses recursos do crédito rural eram oriundos, principalmente, das aplicações compulsórias dos bancos comerciais e dos recursos provenientes das Autoridades Monetárias” (FURSTENAU, 1987), (MASSUQUETTI, et al, 2010, p. 3)<sup>25</sup>*

Esse sistema funcionou bem até o final da década de 70 sendo fundamental para a modernização da agricultura brasileira, trazendo toda a sorte de benesses inerentes ao avanço tecnológico, quais sejam: ganhos de produtividade, aumento da margem de lucro, uso racional do solo, etc. A interrupção deste ciclo virtuoso se deu em decorrência de uma alteração na política agrícola que impactou o setor

---

<sup>24</sup> Op. cit., p. 3.

<sup>25</sup> Idem.

devido à menor disponibilidade de recursos por parte do governo federal para a aplicação no agronegócio, o que resultou em alterações nas condições originais dos financiamentos, tornando-os mais restritivos. Massuquetti nos conta que, a partir de 1979, houve um novo rumo na política agrícola com a elevação e a diversificação das taxas de juros; o beneficiamento dos pequenos proprietários e das regiões mais carentes, como Norte e Nordeste; a exigência na maior participação dos recursos próprios dos agricultores; e o favorecimento do crédito de custeio em relação ao crédito de investimento.<sup>26</sup>

A motivação para essa alteração no modelo é clara, – a falta de recursos do governo federal em decorrência da crise energética internacional de 1979, ocasionada pelo aumento do preço do petróleo.

A partir dos anos 80, ocorreu o que ficou conhecido por esgotamento das fontes tradicionais de financiamento agrícola, decorrente dos impactos econômicos sofridos pelo Brasil, em decorrência do choque do petróleo de 1979:

*A política econômica adotada pelo primeiro governo dos anos oitenta, o governo João Figueiredo, foi direcionada para promover o controle da inflação, num primeiro momento (Programa Emergencial em 1979), e estimular a retomada do crescimento no momento seguinte (III Plano Nacional de Desenvolvimento em 1980- 1985). As políticas voltadas ao setor agrícola tinham o objetivo de promover o desenvolvimento do setor. A sugestão de uma política recessiva, proposta no início do governo, para controlar a inflação foi substituída pela estratégia de manter o crescimento independente das condições econômicas internacionais. Contudo, a sua manutenção não foi possível devido ao contexto econômico, impondo a adoção de uma política de desvalorização cambial que, por sua vez, estimulou as exportações (as importações tornaram-se elevadas devido à importação do petróleo, sendo necessário obter recursos externos para financiá-las). Ao final do segundo ano do governo já estavam sendo implantadas políticas que culminaram na redução do crescimento econômico (BRUM, 1997).<sup>27</sup>*

O crescimento econômico somente foi retomado em 1984 e foi seguido pela redemocratização do país que ocorreu em um momento de recessão econômica, perdurando por todo o resto da década de 80, apesar dos inúmeros planos econômicos elaborados para fazer com que a economia voltasse a crescer. Este cenário alterou a dinâmica tradicionalmente estabelecida para o financiamento ao

---

<sup>26</sup> Op. cit., p. 6.

<sup>27</sup> Op. cit., p. 8.

agronegócio como assevera Dias:

*O contexto econômico vivido pelo país ao longo dos anos oitenta provocou uma alteração na tendência das políticas propostas para a agricultura brasileira. Com a redução dos recursos para o financiamento das atividades agrícolas e dos subsídios ao setor, a política de preços mínimos assumiu a atribuição de principal instrumento da política agrícola. O desenvolvimento do setor agrícola brasileiro, durante os anos oitenta, mesmo com a diminuição do montante de recursos para o financiamento das modalidades de investimento e de custeio, foi obtido com a utilização de “fontes internas de capitalização ou de crédito alternativo”, suficientes para esse processo de ajustamento, com níveis de rentabilidade satisfatórios, quando as relações de troca eram favoráveis ao setor agrícola”. (Dias, 1995, p. 16)<sup>28</sup>*

A partir dos anos 90 o governo buscou reduzir seu papel no financiamento do agronegócio brasileiro, na medida em que a iniciativa privada passou a ter um papel mais significativo, mas isso só foi possível em decorrência da criação do SNCR e seu papel inclusivo dos agricultores na dinâmica de intermediação de capital.

*Do ponto de vista institucional, é possível supor que a inserção do produtor na sistemática de elaboração de projetos, captação do crédito, pagamentos, negociações, refinanciamento etc. foi importante para evitar que o sistema de financiamento entrasse em colapso diante da escassez de recursos públicos e de créditos baratos dos anos 1980. Mas, mais do que isso, inseriu a atividade agrícola no rol das dinâmicas de acumulação de capital que já haviam se consolidado em outros setores, como o industrial e o financeiro. Ou seja, o SNCR parece ter sido capaz de institucionalizar a prática de financiamento da produção que, posteriormente, passou a ser viabilizada por outros canais. Isso porque ao estabelecer práticas e rotinas viabilizou o “aprendizado” aos produtores na sistemática de funcionamento dos mercados de crédito, facilitando a migração para as novas formas de financiamento (lógica privada) com relativo sucesso”. (MASSAQUETTI, et al, 2010, p. 16-17)<sup>29</sup>*

Após a introdução do sistema privado bancário de financiamento na rotina

---

<sup>28</sup> DIAS, Guilherme L. da S.; Mobilização de poupança e o financiamento do setor agrícola. Piracicaba: ESALQ-USP, 1995, p. 16.

<sup>29</sup> MASSUQUETTI, A.; SOUZA, O. T. ; BEROLDT, L. . Instrumentos de política agrícola e mudanças institucionais. In: 48º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER), 2010, Campo Grande (MS). Anais do 48º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER). Piracicaba (SP): SOBER, 2010.

do produtor rural, o próximo passo para o agronegócio brasileiro foi a consolidação de fontes alternativas de captação de recursos, notadamente por meio do mercado de capitais. A Lei 11.076 trouxe instrumentos de dívida e securitização, com incentivos fiscais que possibilitam que o produtor rural se utilize de valores mobiliários para a captação de recursos, diversificando suas fontes de funding.

*As mudanças no modelo agropecuário brasileiro nos últimos vinte anos foram marcantes para a ocorrência de duas revoluções silenciosas no campo. Saiu de cena a exclusividade da esfera estatal e entrou o setor privado - ficou para trás o gerente de fazenda e ganhou espaço o administrador rural. Por isso, a necessidade de redefinição dos esforços para a geração de suporte das fontes financiadoras, que busca a sustentabilidade à produção e comercialização do setor rural (MOTTER, SENDIN, 1995). (NASCIMENTO; PIZAIA; CAMARA, 2007, p. 2)<sup>30</sup>*

A iniciativa governamental para fomentar o financiamento privado à cadeia agroindustrial com a promulgação da Lei 11.076, intimamente ligada à questão da desintermediação bancária, parece seguir a proposta original da reforma da lei das sociedades anônimas e a criação da Comissão de Valores Mobiliários, visando a reduzir a intermediação bancária. Isto explicaria porque dois, dos três instrumentos de captação ali presentes, foram concebidos para serem ofertados publicamente a investidores. A exceção é a Letra de Crédito do Agronegócio, que é um título emitido por instituições financeiras e pode ser ofertada sem que sejam observadas as regras aplicáveis aos valores mobiliários.

A promulgação da aludida legislação veio complementar o portfólio de produtos de captação, disponíveis para a cadeia agroindustrial, que podemos dividir em 3 grupos, a saber: (i) captação por meio de instituições financeiras (intermediação financeira): Cédula Rural Pignoratícia, Cédula Rural Hipotecária, Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária, Nota de Crédito Rural, Cédula de Crédito Bancário para operações de crédito rural, Cédula de Produto Rural Financeira e contrato de mútuo para crédito rural; (ii) captação por meio de Trading Companies, notadamente com as operações conhecidas como operações “barter” (troca de

---

<sup>30</sup> NASCIMENTO, Andressa Fernanda do; PIZAIA, Marcia Gonçalves; CAMARA, Marcia Regina Gabardo. Fontes de Financiamento da Agricultura Brasileira. XLV Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural – SOBER. 22-25 jul. 2017. Londrina – PR. Disponível em: <<http://sober.org.br/palestra/6/62.pdf>> acessado em 22 de fevereiro de 2017. Acesso em: 10 jun. 2017.



insumos por grãos): Cédula de Produto Rural; e (iii) captação em mercado de capitais (desintermediação financeira): CRA e Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio. Tendo em vista este panorama, o legislador estimulou a próxima alteração na estrutura de captação de recursos por parte dos membros da cadeia agroindustrial, por meio da concessão de benefícios fiscais aos investidores dos papéis emitidos, que é o grande incentivo e argumento de venda que viabiliza as emissões de CRA.

O entendimento mais profundo dos novos instrumentos de captação de recursos para os produtores rurais é de fundamental importância em um cenário no qual se nota o esgotamento, cada vez maior, do modelo atual e o aumento vagaroso, porém crescente, do entendimento por uma parcela da população de que um estado menor é mais benéfico. Entretanto, esse processo, deve ser acompanhado pela suplantação dos institutos antigos, pelas novas alternativas e, sem dúvidas, a captação de recursos com a utilização dos CRA, faz parte desse novo cenário.

### 1.3 Novo Paradigma: o Financiamento Privado (Insuficiência das Fontes Internas de Financiamento em Reais)

É um fato que nosso país é uma nação carente de recursos e que precisa atrair mais investimentos para fomentar seu desenvolvimento. Ocorre que temos uma baixa taxa de poupança interna e um governo endividado nos níveis federal, estadual e municipal o que limita bastante a sua capacidade de destinar recursos aos setores produtivos da economia.

Além disso, o próprio governo federal compete com o setor produtivo ao oferecer títulos da dívida pública a taxas extremamente atrativas o que gera um incentivo para que os bancos captem recursos dos poupadores e os apliquem na aquisição de títulos da dívida pública federal ao invés de os aplicarem em empréstimos para o setor produtivo.

A atitude dos bancos ao investirem em citados títulos é simplesmente um reflexo de sua racionalidade, tendo em vista que os títulos da dívida pública federal são ativos livres de risco (considerando-se o Brasil como paradigma) e mesmo assim, apresentam, para seus investidores, um prêmio substancial em relação à inflação.

Uma tendência da elevada dívida pública nacional foi a sua internalização. Ao longo das últimas décadas, o governo federal passou a emitir cada vez menos dívida denominada em moeda estrangeira e passou a emitir dívida denominada em reais indexada a índices inflacionários, SELIC ou taxa pré-fixada, de forma que a impressão de dinheiro em um cenário de endividamento com este perfil resolve os problemas do governante.

Esse ciclo negativo tem de ser quebrado para que o país tenha a chance de crescer e se desenvolver, mas para isso, o estado tem de interromper a trajetória de crescimento da dívida pública tornando-se um consumidor menos voraz e compulsivo de crédito bancário. A questão é que esse é um processo que, se acontecer, será de forma gradual e lenta tendo em vista que receitas não recorrentes (alienação de empresas estatais, por exemplo) têm um impacto limitado na diminuição da dívida pública.

O significativo endividamento do estado brasileiro compromete o modelo de financiamento que vinha sendo adotado até então, tendo o Banco do Brasil como grande financiador da parte rural do mundo agro e o BNDES como financiador de sua parte industrial.

Tendo em vista o cenário acima, as fontes de recursos que o setor produtivo dispõe para se financiar são o mercado de capitais e o mercado externo. É notório que os bolsos do mercado externo são mais fundos que os do mercado de capitais pátrio e, dessa forma, eles devem ser tratados como uma das fontes preferenciais de captação de recursos para incentivar o aporte de recursos em nosso país. Alguns favores legais já foram concedidos como as isenções fiscais para o repagamento de dívidas com recebíveis de exportação voltada para as empresas brasileiras exportadoras ou a aplicabilidade dos benefícios fiscais previstos na Lei nº 12.431, de 24 de julho de 2011 para investidores estrangeiros.

O que falta então, frente à nossa necessidade premente de recursos, são políticas públicas estabilizadoras e de desburocratização que criem um ambiente seguro para fomentar o investimento de capital em nosso país por estrangeiros.

#### 1.4 Securitização como alternativa de financiamento do agronegócio

A importância da securitização para o mercado brasileiro é oferecer

uma nova fonte de financiamento para o setor agrícola. Conforme assevera Bruno Cerqueira (2016), o agronegócio é um dos setores mais demandantes de crédito da economia, principalmente por conta de suas necessidades de: (i) aquisição constante de insumos; (ii) reaparelhamento dos equipamentos utilizados na produção, no beneficiamento ou na industrialização da atividade agropecuária; e (iii) manejo constante da plantação.<sup>31</sup>

Inicialmente, as fontes de financiamento disponíveis para os membros da cadeia agroindustrial eram recursos próprios, operações “barter” com trading companies ou financiamento bancário/crédito rural. Em um segundo momento o agricultor passou a ter a possibilidade de se financiar em mercado de capitais, notadamente por meio da emissão de instrumentos de dívida ou ações, o que nunca foi algo comum para o setor, mesmo tendo-se em vista a sua grande representatividade na economia brasileira. Recentemente a securitização tornou-se uma opção viável possibilitando aos envolvidos na cadeia agroindustrial o financiamento em mercado de capitais.

Bruno Cerqueira também comenta essa contradição (representatividade do setor agrícola na economia do país e baixa representatividade como setor consumidor de recursos em mercado de capitais e mercado financeiro fora do SNCR):

*A participação de estruturas tradicionais do mercado financeiro e de capitais era extremamente restrita, o que sempre provocou uma grande contradição. Como pode ser o agronegócio ao mesmo tempo um dos setores menos demandados pelos investidores dos mercados financeiros e de capitais e mesmo sendo um setor que: (i) representa 1/3 do Produto Interno Bruto (PIB) brasileiro; (ii) é líder mundial em diversos mercados, tais como açúcar, etanol, café, soja, laranja e outros; e (iii) representa a produção de itens essenciais à sociedade, tais como alimentos e energia? A resposta para essa contradição pode ser explicada através: (i) da falta de cultura dos investidores privados brasileiros para este tipo de investimento, em virtude, por exemplo, do desconhecimento dos riscos inerentes ao setor; e (ii) do histórico de inadimplência de alguns segmentos desse setor.<sup>32</sup>*

---

<sup>31</sup> CERQUEIRA, Bruno Saraiva Pedreira de. **Finanças Corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. (Coord. Sérgio Botrel, Henrique Barbosa) 1. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2016.

<sup>32</sup> Idem.

Dado que corrobora a baixa integração dos membros da cadeia agroindustrial ao mercado de capitais tradicional é o pequeno número de empresas de capital aberto registradas na B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão: 3 empresas do setor de açúcar e álcool, 6 do setor de alimentos processados e 5 classificadas como produtoras de bens/produtos agrícolas.<sup>33</sup>

O desafio da integração entre mercado de capitais e o agronegócio parece ter sido vencido com o advento do CRA, tendo em vista que os volumes captados em ofertas públicas deste valor mobiliário superaram a cifra de R\$ 9 bilhões em 2016<sup>34</sup> e R\$ 13,3 bilhões em 2017.<sup>35</sup>

O aumento do volume anual das emissões de CRA prova que a canalização do excedente econômico caracterizado pela poupança popular para esse tipo de operação tem funcionado.

Com o CRA rompe-se o elo da intermediação bancária, de forma que os recursos dos agentes econômicos superavitários não mais têm de transitar pelos bancos (aplicação financeira) para, em um segundo momento, chegarem aos integrantes da cadeia agroindustrial carentes de recursos, permitindo-se assim a transferência direta de recursos dos poupadores para os agentes econômicos deficitários.

O processo de intermediação financeira é suplantado pelo processo de desintermediação mencionado acima, que é definido de maneira precisa por Buranello (2011)<sup>36</sup>:

*[...] a entidade financeira ao centralizar a oferta e procura de capitais, acaba por empreender uma atividade dupla, capta recursos financeiros junto ao público poupador e coloca à disposição dos tomadores de crédito os respectivos recursos captados. A diferença entre os juros pagos na captação e os juros cobrados nos repasses forma as receitas financeiras dessas instituições, as quais denominamos spread bancário. Portanto, em um primeiro momento, ao realizar a captação junto ao público, o banco figura do lado passivo da relação comercial, isto é, torna-se*

---

<sup>33</sup> Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm)>. Acesso em: 13 maio 2017.

<sup>34</sup> Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 13 maio 2017.

<sup>35</sup> Disponível em: <http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioCRA2018.pdf>. Acesso em: 19 e dezembro de 2018.

<sup>36</sup> BURANELLO, Renato M. **Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio – Regime Jurídico**. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

*devedor do detentor de recursos e, no segundo momento, ao conceder o crédito, insere-se do lado ativo da relação creditícia; emergem daí as denominadas operações passivas e ativas das instituições financeiras, respectivamente.*

As instituições financeiras, outrora responsáveis pela intermediação de recursos entre poupadores e tomadores, agora assumem um novo papel – o de prestadoras de serviço, atuando na estruturação da operação e nos esforços de colocação dos valores mobiliários entre os investidores. A instituição financeira assume a função de distribuidora de valores mobiliários para os investidores, desempenhando novo papel na desintermediação financeira.

A vantagem para as partes envolvidas nesta operação (investidores e cedentes) é que a operação possibilita que a empresa capte recursos a uma taxa mais atrativa, normalmente inferior à que seria praticada em um empréstimo bancário tradicional, e os investidores têm, como vantagem, a aplicação de seus recursos a uma taxa mais elevada do que conseguiram com a aplicação em produtos oferecidos por instituições financeiras. Assim, ambas as partes, poupadores e tomadores, se beneficiam da “divisão” do spread bancário e do benefício fiscal outorgado aos titulares dos CRAs. A instituição financeira também se beneficia, tendo em vista que ela receberá uma comissão pelos serviços de estruturação e distribuição dos valores mobiliários e, ao contrário do que ocorreria em uma operação bancária tradicional, não terá de alocar capital ou correr o risco de crédito do cedente do lastro dos CRAs.

#### 1.5 A importância da compreensão do que é o Agribusiness para o CRA

Dada a importância do agronegócio para o nosso país é fundamental o entendimento do que é este fenômeno, qual o seu alcance e quais são os elos de sua cadeia. Essa compreensão é fundamental para a formulação de políticas públicas de fomento ao desenvolvimento deste importante setor.

Notadamente em relação ao CRA essa discussão importa pois existe uma limitação legal em relação aos direitos creditórios que podem compor seu lastro. Temos dois instrumentos normativos que trazem essa informação, a Lei 11.076 e a ICVM 600.

A Lei 11.076 determina no § 1º de seu artigo 23 tímida definição de quais

direitos creditórios podem ser utilizados para a emissão de CRA: “Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.”

A ICVM 600 apresenta, em seu artigo 3º, definição bem mais detalhada de quais são os direitos creditórios que pode ser securitizados por meio da emissão de CRA:

Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:

I – Produtos agropecuários;

II – Insumos agropecuários; ou

III – Máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

§ 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, exceto se:*

*I – O beneficiamento se caracterizar como a primeira modificação ou preparo do produto, pelo próprio produtor rural, sem lhe retirar a característica original, tais como, por exemplo, os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento; ou*

*II – A industrialização for considerada como rudimentar, ou seja, caracterizada pela transformação do produto pelo produtor rural, com a alteração das características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização ou a fundição, dentre outros.*

§ 3º *Para efeito do disposto no § 1º, equipara-se ao produto agropecuário in natura os subprodutos ou resíduos que, mediante o beneficiamento ou industrialização rudimentar referidos no § 2º,*

*surgem sob nova forma, tais como a casca, o farelo, a palha, o pelo e o caroço, dentre outros.*

*§ 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.*

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

*§ 6º Os direitos creditórios referidos no § 4º podem ser subscritos diretamente pela companhia securitizadora, sem a necessidade de cessão por terceiros.*

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

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

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

Por uma questão de hierarquia normativa a instrução da CVM não poderia trazer disposição que contrariasse legislação federal, de forma que a técnica normativa empregada pela autarquia federal ao aprovar a redação do artigo terceiro da ICVM 600 foi a de positivar a sua interpretação do que estava compreendido pelo § 1º do artigo 23 da Lei 11.076.

A edição da instrução foi precedida por entendimento previamente exarado pela autarquia sobre a possibilidade de se estender a captação de recursos por meio de CRA para participantes da cadeia agroindustrial que não sejam produtores rurais.<sup>37</sup>

Em uma primeira análise pode-se chegar à conclusão de que a decisão da CVM pode parecer ter interpretado de forma demasiadamente extensiva legislação que confere benefício fiscal para os adquirentes dos CRAs, e que, de forma indireta, possibilita a captação de recursos a taxas menores para os cedentes dos direitos creditórios, havendo por conseguinte estendido benefício fiscal de forma não prevista na legislação. Essa foi a opinião da procuradoria federal especializada que atua junto à CVM:

*A PFE-CVM pontuou, em síntese, que: (i) sendo o CRA título com isenção fiscal, a Lei 11.076 deveria ser interpretada restritivamente; (ii) a Devedora, rede de restaurantes com atividade específica, não poderia ser caracterizada como integrante da cadeia de agronegócios; e (iii) com base em precedente do Colegiado envolvendo certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) (Processo CVM no RJ2012/12177), o fluxo de pagamentos dos CRAs deveria estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio.<sup>38</sup>*

Ademais, a procuradoria federal especializada asseverou que a atividade da rede restaurantes Burguer King (emissor da debênture que lastreia o CRA), não poderia ser considerada como parte da cadeia agroindustrial ao argumento de que desempenhava atividade específica, qual seja – comércio de alimentos. Ademais, foi mencionado precedente do colegiado que negou registro à oferta pública de

---

<sup>37</sup> No âmbito do PROC. SEI 19957.001669/2016-13 o colegiado da CVM, por maioria, permitiu registro de oferta pública de distribuição de CRA que não estivesse lastreada em recebíveis cujos devedores fossem produtores rurais, mas em título de dívida (debênture) emitido por terceiro que contrata com o produtor rural. Nos termos do voto do Presidente Leonardo Pereira, o art. 23, § 1º, da Lei 11.076, fixa dois principais critérios para definir o crédito hábil a lastrear o CRA, quais sejam, a origem em negócio realizado entre produtor rural (ou cooperativas) e terceiros e que tal negócio tenha relação com alguma das etapas do processo de produção rural. Com base nessa premissa o então presidente da CVM asseverou em seu voto que esses critérios estariam presentes no caso concreto por três principais razões. Primeiramente, a operação tem, de um lado, os Fornecedores (considerados produtores rurais) e, de outro, a Devedora (cedente dos recebíveis do CRA), na qualidade de terceiro que contrata com o produtor rural. Em segundo lugar, a operação compreende a comercialização de produção rural. Por fim, o Presidente Leonardo Pereira destacou que as Debêntures (direitos creditórios que lastreiam a oferta) têm origem em negócios entre os Fornecedores (produtores rurais) e a Devedora (cedente dos recebíveis do CRA), sendo que, nos termos da documentação da operação, há uma clara vinculação dos recursos captados por meio da Oferta de CRA e emissão das Debêntures à transação envolvendo os Fornecedores.

<sup>38</sup> PROC. SEI 19957.001669/2016-13



certificados de recebíveis imobiliários lastrados em debêntures ao argumento de que o fluxo de pagamento não estaria vinculado ao risco do setor imobiliário e que no presente caso a mesma situação se materializava.

Lado outro se pode chegar à conclusão de que a CVM simplesmente interpretou a legislação à luz de um moderno entendimento do que constitui a cadeia agroindustrial. Essa interpretação termina por fomentar todo o desenvolvimento da cadeia dada a interação entre seus elos, conforme assevera Gabriel Leutewiler:

*A percepção, já ressaltada acima, de que a integração entre campo, indústria e o setor terciário servira de impulso ao crescimento econômico e ao desenvolvimento da agropecuária, principalmente a brasileira, traz, em contrapartida, a necessidade de caracterizarmos o vínculo sistêmico entre as decisões relativas à estruturação da produção, beneficiamento e comercialização dos produtos agropecuários (...)*<sup>39</sup>

A construção do conceito de cadeia agroindustrial possui como pressuposto a interligação dos atores de cada elo da cadeia, de forma que, dentro desta concepção, a interpretação dada pelo colegiado da CVM é bastante pertinente, tendo em vista que reconhece a integração entre os seus membros ao estender para os elos da cadeia mais distantes do campo a possibilidade de utilizar o CRA como instrumento de captação de recursos.

A questão do dimensionamento do setor e do entendimento do legislador e demais formuladores de políticas públicas é estratégica para que se possa estender o tratamento adequado para a cadeia como um todo ou promover diferenciações em cada um dos elos da cadeia. Partindo-se do pressuposto que o agronegócio compreende um número de subsetores inter-relacionados que trabalham juntos formal e informalmente para a produção de bens e serviços, é necessária uma delimitação de qual é o plano de política pública adequado para o setor como um todo para depois se refletir a respeito de possíveis diferenciações no tratamento de cada um dos elos da cadeia agroindustrial.

A opinião exarada pela procuradoria federal especializada junto à CVM no PROC. SEI 19957.001669/2016-13 não analisou o conceito de agronegócio com a

---

<sup>39</sup> Leutewiler, Gabriel Buscarini. O ordenamento normativo dos sistemas agroindustriais. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2015

profundidade necessária, ou pelo menos, essa análise não foi submetida à discussão dos membros do colegiado no âmbito de aludido processo, tendo em vista que a procuradoria federal especializada limitou-se a afirmar que uma rede de restaurantes não poderia integrar a cadeia de agronegócios.

Conforme afirmado por Sonka and Hudson<sup>40</sup>, as mudanças na estrutura da produção agrícola combinadas com um aumento na incidência da coordenação horizontal e vertical dentro do setor sugerem que é desejável uma caracterização alternativa de agronegócio que não se limite somente às atividades realizadas dentro da porteira da fazenda. O setor pode então ser pensado como uma sequência de atividades correlacionadas compostas por empresas de genética e sementes, fornecedores de insumos, produtores agrícolas, merchandisers, adquirentes de produtos não beneficiados, processadores, varejistas e consumidores.

A análise promovida por Sonka and Hudson sugere que a conceituação de agronegócio seja suficientemente abrangente para abarcar atividades nos setores secundário e terciários, opondo-se à opinião exarada pela procuradoria federal especializada junto à CVM e alinhando-se com posição majoritária do colegiado na decisão que antecedeu a criação da ICVM 600 e que, indubitavelmente, contribuiu para a criação do conceito presente no artigo terceiro de tal normativo.

---

<sup>40</sup> Steven T. Sonka. Michael A. Hudson. Why Agribusiness Anyway? *Agribusiness*, Vol. 5, No. 4, 305-314 (1989). John Wiley & Sons, Inc.

## 2. SECURITIZAÇÃO

### 2.1. Breve Contexto Histórico

A importância de se analisar o contexto histórico de um instituto é o de entender as motivações que levaram os atores econômicos a utilizarem sua criatividade empresarial para desenvolverem as transações que lhe deram origem, tendo em vista que, o direito é uma ferramenta para a formalização das relações entre as partes para que elas possam ter segurança jurídica para agir e empreender.

A securitização surgiu da necessidade do empresário de obter recursos para o desenvolvimento de suas atividades se apresentando como forma alternativa de captação de recursos, tendo em vista que, ela não envolve a captação de dívida ou a emissão de ações, ela envolve a alienação de ativos da sociedade.

A criação da securitização está vinculada à crise do mercado financeiro norte-americano de 1929 e ao mercado imobiliário e, curiosamente, no ano de 2008, o instrumento financeiro securitização e o setor imobiliário foram os protagonistas de uma nova crise financeira, comparada por muitos com a crise que resultou na criação do New Deal, programa governamental norte-americano que possuía, como um de seus pilares, o estímulo ao financiamento do setor imobiliário residencial e, para tanto, criou-se meios específicos para viabilizar o estímulo ao aludido financiamento, que são os antecedentes da securitização.

O programa conhecido como New Deal, é uma referência à gíria utilizada pelos jogadores de pôquer quando uma nova mão ou rodada se inicia e indicava a criação de uma nova era que contava com vários pilares para a recuperação da economia norte-americana, dentre eles o pilar do financiamento ao setor imobiliário voltado para a habitação popular.

Criou-se então um órgão governamental para levar a cabo a tarefa e personificar esse esforço de *“que um maior número de pessoas tenha acesso ao financiamento com garantia hipotecária para a aquisição da casa própria, reduzindo seus custos mediante a prestação de um seguro contra a inadimplência”*.<sup>41</sup> O

---

<sup>41</sup> CHAVES, Natália Cristina. Direito empresarial – securitização de crédito. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2006.

aludido órgão foi a Federal Housing Administration (FHA).

Os antecedentes para a criação da FHA foram os seguintes:

*Empréstimos imobiliários e propriedade de imóveis caíram dramaticamente quando os bancos quebraram durante a Grande Depressão. Durante esse período, os financiamentos para a aquisição de imóveis residenciais garantidos por hipotecas foram, em sua maior parte, por curtos períodos de tempo, em média de três a cinco anos, com estruturas de amortização final (pagamento balão), sendo que o percentual financiado pelos bancos não chegava a 60% do valor do imóvel. A crise bancária forçou os bancos a irem imediatamente atrás dos devedores das hipotecas inadimplidas. Nessa época, devido às condições degradadas do mercado financeiro, o refinanciamento não era uma possibilidade, e como os mutuários não conseguiram efetuar os pagamentos dos financiamentos suas casas foram executadas pelos bancos credores, o que, em última análise, afetou negativamente a indústria da habitação.*

*Como o sistema bancário federal necessitava de reestruturação, a Lei Nacional de Habitação de 1934 foi formulada pela FHA, destinada a regular os prazos e as taxas de juros das hipotecas por ela seguradas. As aludidas regras de empréstimo imobiliário aumentaram o número de indivíduos que podiam adquirir casas e pagar as prestações do financiamento imobiliário garantido por hipoteca.<sup>42</sup>*

Vê-se que a FHA foi criada no momento em que os critérios adotados pelas instituições financeiras para a concessão de crédito imobiliário eram bastante rígidos e não era de se esperar algo diferente, tendo em vista o contexto pós-crise de 1929 no qual tais instituições estavam bastante fragilizadas, e isso se refletia na aversão ao risco inerente à concessão de um empréstimo de longuíssimo prazo, como o empréstimo necessário para que uma pessoa adquirisse um imóvel sem qualquer tipo de pagamento inicial.

É importante notar que a criação de uma seguradora que garantia o adimplemento só resolvia uma parte do problema que era mitigar o inadimplemento. Nos anos que seguiram a grande depressão norte-americana, quase um quarto dos norte-americanos que possuíam um financiamento imobiliário, garantido por hipoteca, inadimpliu o pagamento de seu empréstimo e tiveram suas casas executadas pela instituição que a financiava.<sup>43</sup>

---

<sup>42</sup> Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/f/federal-housing-administration.asp>>. Acesso em: 30 abril 2017.

<sup>43</sup> FANNIE MAE. Disponível em: <<http://www.fanniemae.com/portal/about-fm/fannie-mae->

A outra parte do problema era abrir a possibilidade para a concessão de novos empréstimos residenciais imobiliários. O meio encontrado pelo governo norte-americano para solução deste problema foi a constituição de associações e sociedades, voltadas para o financiamento habitacional, com participação ativa nas operações de securitização de créditos.<sup>44</sup>

Durante a Grande Depressão, como os mutuários inadimpliram, em grande escala, o pagamento de seus financiamentos imobiliários garantidos por hipotecas, os bancos se encontraram em uma situação de problema de liquidez. Em 1938, o presidente Franklin D. Roosevelt e o Congresso norte-americano criaram a Fannie Mae para comprar financiamentos imobiliários residenciais garantidos por hipotecas de credores, liberando o capital que poderia ir para outros mutuários. Embora a Fannie Mae tenha começado com apenas US \$ 1 bilhão em poder de compra, a agência ajudou a inaugurar uma nova geração de proprietários de casas nos Estados Unidos, pavimentando o caminho para os bancos emprestarem dinheiro a mutuários das classes média e baixa que, de outra forma, não conseguiriam obter um financiamento imobiliário. A Fannie Mae cresceu tanto ao longo dos anos que, em 1968, com a Guerra do Vietnã colocando uma grande pressão sobre o orçamento nacional, o presidente Lyndon Johnson retirou a carteira de dívida da Fannie Mae do balanço do governo. A Fannie Mae foi então convertida em uma empresa de capital aberto detida por investidores.<sup>45</sup>

E qual a importância da digressão histórica a respeito do financiamento do mercado imobiliário norte-americano com a criação da securitização?

A importância é o antecedente histórico da necessidade humana que motivou a criação da securitização. Na retrospectiva histórica acima podemos ver claramente que a criação da Fannie Mae teve como pressuposto a criação de liquidez para o mercado secundário de financiamentos imobiliários, que é o mesmo que dizer que o governo norte-americano criou uma empresa para comprar recebíveis imobiliários dos bancos, como forma de estimulá-los a conceder novos

---

history.html>. Acesso em: 02 maio 2017

<sup>44</sup> CHAVES, Natália Cristina. **Direito Empresarial – securitização de crédito**. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2006.

<sup>45</sup> PICKERT, Kate. **A Brief History of Fannie Mae and Freddie Mac**. Time Magazine. Disponível em: <<http://content.time.com/time/business/article/0,8599,1822766,00.html>>. Acesso em: 02 maio 2017.

financiamentos imobiliários, e fomentar a aquisição de imóveis residenciais por seus cidadãos, dentro da agenda política do governo Roosevelt intitulada de New Deal.

Até esse momento não havia securitização, mas apenas a cessão de recebíveis pelos bancos para uma entidade governamental. Os recebíveis não eram transformados em valores mobiliários ou novos títulos, como ocorre em um processo de securitização clássico, pois esse foi só o começo.

Inicialmente a Fannie Mae não adquiria financiamentos imobiliários garantidos por hipotecas que não contassem com um seguro de crédito, ou seja – a instituição contava com a garantia de uma seguradora e do próprio imóvel residencial que estava sendo financiado que era vinculado ao empréstimo por meio de uma hipoteca.

Durante a década de 60, a Fannie Mae se tornou uma companhia privada, deixando de integrar o orçamento do governo federal norte-americano, mas também não foi neste momento que a primeira operação de securitização foi por ela realizada.

Em 1972 o paradigma da aquisição exclusiva de financiamentos garantidos por seguro de crédito foi superado com o início da aquisição de financiamentos imobiliários, que não contavam com seguro de crédito, somente com a garantia hipotecária.<sup>46</sup>

Na década de 80, a Fannie Mae passou a se financiar de maneira intensiva, em mercado de capitais, principalmente utilizando-se de valores mobiliários lastreados em recebíveis (*asset-backed securities*) e foi neste momento que a Fannie Mae fez sua primeira operação de securitização.<sup>47</sup>

É importante fazer uma distinção em relação ao que é conhecido como *covered bonds* no mercado de capitais norte-americano e os *asset-backed securities*. Os primeiros tratam-se de dívidas com uma garantia de recebíveis, assemelhando-se a um Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), ou seja, o emissor da dívida é o responsável pelo pagamento e os titulares do título ainda contam com uma garantia de recebíveis vinculada ao título emitido. Os

---

<sup>46</sup> Op. cit.

<sup>47</sup> FANNIE MAE. Disponível em: <<http://www.fanniema.com/portal/about-fm/fannie-mae-history.html>>. Acesso em: 02 maio 2017.

segundos assemelham-se a um CRA tendo em vista que, o pagamento do valor devido aos investidores, que são titulares do valor mobiliário, só será recebido caso os recebíveis que os lastreiam sejam pagos por seus devedores.

A primeira operação de securitização a ocorrer nos Estados Unidos, entretanto, não foi realizada pela Fannie Mae, e sim por Ginnie Mae em 1970: *“in 1970, Ginnie Mae developed the very first mortgage-backed security (MBS), which allowed for many loans to be pooled and used as collateral in a security that could be sold in the secondary market.”*<sup>48</sup>

Na década de 70, outras securitizações lastradas em recebíveis imobiliários de financiamento residencial foram realizadas como a da Freddie Mac em 1977. *“Os créditos hipotecários que serviram de lastro à emissão de títulos foram cedidos pela Perpetual Savings, tendo o Salomon Brothers, novamente figurado como underwriter”*.<sup>49</sup>

Até 1985, nos Estados Unidos da América, só haviam sido realizadas securitizações envolvendo recebíveis oriundos do mercado imobiliário. A partir desse ano, outros tipos de recebíveis foram utilizados para o “empacotamento” de recebíveis, sendo que o segundo ativo lastro foram contratos de arrendamento mercantil de equipamentos de informática.<sup>50</sup>

A partir deste momento o instituto da securitização passou a ser utilizado para diversos setores (valores em bilhões de dólares norte americanos):

---

<sup>48</sup> GINNIE MAE é um acrônimo para Government National Mortgage Association que é uma seguradora de créditos imobiliários originada de uma cisão da Fannie Mae em 1968. Disponível em: <[https://www.ginniemae.gov/about\\_us/who\\_we\\_are/Pages/our\\_history.aspx](https://www.ginniemae.gov/about_us/who_we_are/Pages/our_history.aspx)>. Acesso em: 05 de maio de 2017.

<sup>49</sup> RANIERI, Lewis S. apud Chaves, Natália Cristina. **Direito empresarial – securitização de crédito**. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

<sup>50</sup> The first asset-backed securities (ABS) date to 1985 when the Sperry Lease Finance Corporation created securities backed by its computer equipment leases. Disponível em: <<https://financialservices.house.gov/media/pdf/110503cc.pdf>>. Acesso em: 20 maio 2017.

Fonte: <http://www.sifma.org>

Year	Q	Automobile	Credit Card	Equipment	Other	Student Loans	CDOs	Total
1985		0,9	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	1,2
1986		10,5	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	11,3
1987		14,2	2,4	0,7	0,8	0,0	0,0	18,1
1988		13,5	9,1	0,5	2,6	0,0	0,0	25,8
1989		14,1	20,0	0,3	2,5	0,0	0,3	37,3
1990		19,9	42,1	0,9	2,7	0,0	1,3	66,9
1991		27,8	59,0	1,2	2,8	0,2	1,3	92,3
1992		37,4	70,8	3,2	3,7	0,4	1,5	117,1
1993		43,0	75,1	6,7	5,5	0,8	2,1	133,3
1994		40,5	98,6	11,4	6,7	3,4	2,0	162,7
1995		53,4	131,0	12,5	9,7	6,5	2,6	215,7
1996		67,3	168,2	23,0	16,4	14,3	8,7	297,8
1997		81,2	191,6	26,0	30,3	25,9	42,5	397,5
1998		90,1	201,3	28,7	41,4	31,5	89,7	482,7
1999		109,9	216,8	33,5	54,1	36,4	138,1	588,8
2000		140,8	240,1	44,7	58,2	44,8	176,9	705,4
2001		167,0	268,2	42,9	69,0	48,2	221,4	816,7
2002		187,6	294,5	37,3	69,7	59,3	257,1	905,5
2003		191,5	304,7	42,8	72,1	88,4	296,9	996,4
2004		175,8	298,6	44,6	73,1	123,1	385,7	1.100,9
2005		195,1	287,3	49,4	82,1	160,1	508,0	1.281,9
2006		195,8	291,6	51,4	99,2	201,1	815,4	1.654,5
2007		181,0	324,8	52,7	114,7	230,2	1.053,1	1.956,6
2008		140,4	316,0	43,9	109,7	238,5	974,9	1.823,3
2009		127,0	300,7	39,6	108,1	241,0	890,9	1.707,4
2010		115,5	217,3	36,2	100,9	242,2	787,7	1.499,7
2011		116,2	164,3	37,1	99,4	235,8	699,3	1.352,0
2012		142,0	128,2	41,8	104,9	235,1	621,1	1.273,1
2013		161,1	124,5	48,3	117,1	230,0	590,7	1.271,5
2014		179,8	136,5	53,1	124,9	218,1	624,7	1.336,9
2015		190,5	128,6	51,9	142,7	201,8	646,3	1.361,8
2016		195,5	130,5	50,8	153,6	188,6	617,9	1.336,8

Analisando-se a tabela acima pode-se constatar que, de fato, o mercado de securitização não imobiliária nasceu em 1985.

No Brasil o surgimento da securitização não contou com entidades governamentais que auxiliassem seu desenvolvimento ou com qualquer outro tipo de incentivo. O primeiro exemplo de uma operação de securitização que conhecemos foi da Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A. (“Mesbla Trust”) em 1992 e, teve como lastro, recebíveis de cartão de crédito.<sup>51</sup>

Após a emissão da Mesbla Trust foi a vez da Mappin Trust de Recebíveis S.A., que também operava no mercado de varejo brasileiro realizar uma operação de securitização com o intuito de promover uma reestruturação de seu passivo, o que só retardou o fim da empresa com sua falência em 1999.<sup>52</sup>

Após, conforme registros de ofertas públicas de debêntures no site da Comissão de Valores Mobiliários, o mercado brasileiro contou com algumas outras emissões de debêntures cujo objetivo precípuo era o de securitizar direitos creditórios.

Outra iniciativa pioneira de securitização em nosso país foi a criação dos fundos de investimento em direitos creditórios, instituídos pelo Conselho Monetário

<sup>51</sup> Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A. Disponível em: <[https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/11/Caso\\_Mesbla\\_port.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/11/Caso_Mesbla_port.pdf)>. Acesso em: 15 maio 2017.

<sup>52</sup> CHAVES, Natália Cristina. **Direito Empresarial – securitização de crédito**. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2006.



Nacional - CMN, com a Resolução nº 2.907/2001, que em seguida foi regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, por meio da Instrução Normativa 356/2001.

O primeiro fundo de investimento em direitos creditórios a ser criado foi o Ideal Educação FIDC, registrado em 18/02/2002, cujo objeto era a aquisição de direitos creditórios oriundos do setor educacional. Esta iniciativa foi seguida pelo BGNMAX FIDC, registrado em 27/12/2002, sendo estes os dois únicos fundos registrados no ano de 2002.

A iniciativa normativa do CMN e da CVM para a criação da estrutura de securitização dos FIDCs não pode ser considerada como um estímulo à realização da securitização, como o governo dos EUA fez nos primórdios da securitização imobiliária. O estímulo veio quando o estado brasileiro concebeu instrumentos específicos, para o desenvolvimento da securitização nos setores imobiliário e agrícola, por meio dos certificados de recebíveis imobiliários e do agronegócio, que contam com benefício fiscal para alguns adquirentes dos títulos.

Segundo dados extraídos do site da Comissão de Valores Mobiliários<sup>53</sup> as primeiras ofertas de CRI foram registradas em 1999 (5 ofertas) e a quantidade de ofertas foi aumentando até o atingimento do pico de 76 ofertas em 2005, segundo dados da UQBAR<sup>54</sup>, com volume de 2,11 bilhões de reais. Após o ano de 2005, o número total de emissões somente foi superado nos anos de 2010 (2,96 bilhões de reais), 2011 (3,69 bilhões de reais) e 2013 (2,17 bilhões de reais), cujo volume total emitido superou o resultado de 2005.

Ou seja, esse mercado tem apresentado uma importante fonte de funding para o setor imobiliário e sua representatividade vem aumentando ao longo do tempo.

No endereço eletrônico da Comissão de Valores Mobiliários<sup>55</sup> é possível encontrar as informações precisas acerca da expansão deste tipo de captação de recursos no mercado brasileiro. É importante ressaltar que os dados dizem respeito

---

<sup>53</sup> CVM. Disponível em: <<http://sistemas.cvm.gov.br/?ofertasdist>>. Acesso em: 07 de maio de 2017.

<sup>54</sup> UQBAR. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFE2017.pdf>>. Acesso em: 07 de maio de 2017.

<sup>55</sup> Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/>>. Acesso em: 15 de junho de 2017.

às ofertas públicas de CRA registradas na referida autarquia:

- 2012 (primeiro ano em que se registrou uma oferta pública de CRA na CVM): Volume Financeiro Total: 185,5 milhões de reais
- 2013: Volume Financeiro Total: 249,05 milhões de reais
- 2014: Volume Financeiro Total: 1.408,775 milhões de reais
- 2015: Volume Financeiro Total: 3.603,333 milhões de reais
- 2016: Volume Financeiro Total: 9.161,335 milhões de reais
- 2017 (até o mês de novembro): Volume Financeiro Total: 9.600,0 milhões de reais

## **2.2. Definição de Securitização e sua natureza jurídica**

O termo “securitização” é um anglicismo da palavra *securitization* que, por sua vez, advém do vocábulo *security* que significa valor mobiliário. Ou seja, uma tradução literal da palavra inglesa resultaria no neologismo “valorimobiliarização” ou, na expressão, “transformação em valores mobiliários”, o que é uma impropriedade, tendo em vista que o título resultante de uma operação de securitização pode não vir a ser um valor mobiliário, no sentido do inciso IX do artigo 2º da Lei n. 6.385/1976, alterada pela Lei nº 10.303/2001.

Mesmo na língua inglesa o termo empregado é impreciso, pois o processo de securitização espelha o empacotamento de direitos creditórios, muito mais do que uma transformação em valor mobiliário, de forma que a primeira definição “empacotamento” é muito mais inteligível e trata do processo como um todo, enquanto a segunda, “securitização”, apresenta um foco somente no resultado que o processo pode vir a ter.

A explicação de Fidelis Oditah, que nos é trazida por Unie Caminha a respeito do vocábulo securitização é bastante elucidativa: “a palavra securitização (*securitization* no texto original em inglês) carece de sentido técnico, e pode ser

entendida de diversas formas, sendo simplesmente jargão de mercado financeiro incorporado ao sistema jurídico sem maiores cuidados<sup>56</sup>. Ora, se aludido conceito foi incorporado de forma tão descuidada ao sistema jurídico norte-americano e este anglicanismo foi simplesmente incorporado ao nosso idioma, por reflexo, é de se esperar que seja, de igual maneira, um termo impreciso na língua portuguesa.

Em Portugal, outro termo foi adotado pelos juristas para a denominação da operação de securitização, a saber, **titularização**, presente no Decreto-Lei n. 453/1999<sup>57</sup> que regula as operações de “securitização/titularização” em Portugal. (negrito do autor)

Segundo descrição do notório Lewis Ranieri em artigo publicado na coletânea organizada por Leon T. Kendall, Michael J. Fishman, intitulada “*A Primer on Securitization*” (1996)<sup>58</sup>, o executivo do banco de investimentos Salomon Brothers foi o responsável por cunhar o termo securitização. O termo foi inventado de improviso durante uma entrevista a uma repórter do *Wall Street Journal* a respeito da primeira operação deste tipo realizada no mercado imobiliário. Quando da primeira publicação do termo naquele periódico, sua utilização foi acompanhada de nota informando que se tratava de um jargão de Wall Street e não de uma palavra de verdade.

Securitização é uma operação na qual direitos creditórios são vinculados à emissão de um novo título cujo repagamento depende do pagamento dos recebíveis subjacentes, dessa forma não é uma dívida do emitente do título, é uma dívida do devedor dos recebíveis subjacentes.

É importante essa distinção entre dever de pagamento, que cabe ao cedente do direito creditório securitizado, e dever de repasse dos direitos creditórios recebidos para os titulares do título emitido como resultado da operação de

---

<sup>56</sup> ODITAH, Fidelis. **Selected issues in securitization. In: The Future for the global securities market: legal and regulatory aspects.** Oxford: Clarendon Press, 1996. P. 84. In: CAMINHA, Uinie. *A Securitização. Função econômica e regime jurídico.* Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

<sup>57</sup> PORTUGAL. **Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.** Decreto Lei n. 453, de 5 de novembro de 1999. Disponível em:

<<http://www.cmvm.pt/pt/Legislacao/LegislacaoComplementar/TitularizacaodeCreditos/Pages/Decreto-Lei-n-45399-de-5-de-Novembro.aspx?v=>>. Acesso em: 10 jul. 2017.

<sup>58</sup> KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. **A Primer on Securitization.** Mass.: MIT Press, 1996.

securitização, que cabe ao cessionário do crédito. Essa basilar diferença evidencia que a securitização não pode ser confundida com uma dívida, tendo em vista que o inadimplemento do emitente do título resultante da securitização não pode ser imputado ao emissor (e cessionário) e sim ao cedente.

Noronha Najjarian (2010)<sup>59</sup> aborda isso muito bem em sua obra:

*Lembre-se que a securitização de recebíveis comerciais deve estar sempre preparada para o fato de que, talvez, parte dos recebíveis não venha a ser devidamente liquidada. Vale ressaltar, a propósito, que a securitização não pode ser confundida com o financiamento garantido por ativos.*

A única ressalva que pode ser feita em relação à colocação da autora é que, em algumas estruturas de securitização, os direitos creditórios cedidos contam com uma garantia fidejussória do cedente (cessão com coobrigação), de forma que, com o inadimplemento do sacado em relação ao pagamento dos direitos creditórios, os valores inadimplidos podem ser cobrados do cedente.

O artigo 8º da Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997, assim define a securitização:

*Art. 8º - A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora (...)*

O artigo 40 da Lei n. 11.076 traz a mesma definição:

*Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora (...)*

A primeira parte da definição peca ao desconsiderar o deságio que normalmente é inerente a uma operação de securitização, mas a segunda parte aborda a conversão de recebíveis em valores mobiliários, conceito que se subsume à definição de securitização. A ressalva que deve ser feita é de que nem sempre o

---

<sup>59</sup> NORONHA, Najjarian, ILENE, Patrícia de. Securitização de Recebíveis Mercantis. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

produto da securitização será um valor imobiliário.

Natália Cristina Chaves (2006, p. 47)<sup>60</sup> nos apresenta a seguinte definição de securitização após citar como exemplo a securitização realizada pelo grupo Mesbla no Brasil em 1992:

*Partindo desses dados e de outros obtidos com a análise das diversas securitizações de crédito realizadas no Brasil, apontam-se os seguintes traços genéricos desse negócio jurídico: (a) a existência de alguém (originadora) que pretende antecipar o recebimento de créditos; (b) a constituição de uma entidade para a qual a originadora cederá os seus créditos, possibilitando que estes sejam segregados do seu ativo; e (c) a emissão pela entidade no mercado interno ou externo de títulos ou valores mobiliários com pagamento vinculado, de alguma forma, aos referidos créditos que lhe foram ou lhe serão cedidos pela originadora.*

*Assim, baseando-se nesses traços genéricos, a securitização de créditos pode ser definida como negócio jurídico coligado que viabiliza a antecipação do recebimento de créditos presentes e/ou futuros por quem necessite mediante a cessão destes a uma entidade adquirente, que emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários, amortizando-os e/ou resgatando-os após o efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos.*

A definição apresentada pela autora no parágrafo transcrito é descritiva/estrutural e apresenta o mecanismo de funcionamento de uma securitização, que pode ser entendido como algo universal para securitizações, ressaltando a questão da existência da separação patrimonial por meio de uma entidade criada para o fim específico de receber o patrimônio segregado. É importante mencionar que a criação de uma entidade para a segregação patrimonial não é fundamental para que a segregação ocorra, tendo em vista: (i) a existência da legislação imobiliária para patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias que não exige a criação de uma nova entidade para que a afetação ocorra; e (ii) as regras de instituição de patrimônio separado para sociedades securitizadoras, que de igual maneira não determinam a criação de uma nova pessoa jurídica para a segregação possa ocorrer. Em seguida, a autora apresenta

---

<sup>60</sup> CHAVES, Natália Cristina. **Securitização de crédito**. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2006, p. 47.

sua leitura jurídica do tema, trazendo o conceito de negócio jurídico coligado, tendo em vista que uma de suas assunções é a de que a criação de uma sociedade de propósito específico encontra-se no escopo da operação.

Uinie Caminha nos traz a seguinte definição de securitização:

*Do ponto de vista financeiro, a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos – presentes ou futuros que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a ser realizados no futuro.*

*Com a securitização o agente econômico que origina créditos pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis, mesmo que ela seja futura, e adiantar receitas a ela referentes ou financiar projetos, pela emissão de títulos lastreados nessa carteira.*

*Assim a função econômica da securitização, pode ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento.*

*Sob a ótica jurídica, a securitização pode ser definida como a estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico indireto, como se verá adiante – que envolve a cessão e a segregação de ativos de uma sociedade ou um fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados. Esses títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação para a cessão de ativos.<sup>61</sup>*

No conceito que nos foi trazido por Ascarelli, o negócio jurídico indireto é o negócio jurídico previsto no ordenamento jurídico que é usado para alcançar finalidade diversa daquela que é a sua finalidade ordinária, ou seja, para perseguir uma causa distinta daquela que é a sua causa típica.<sup>62</sup> Essa definição nos parece extremamente precisa da forma pela qual captura o encadeamento dos diversos negócios jurídicos que podem ser compreendidos como sendo independentes, mas que são peças fundamentais dentro de uma estrutura de securitização de direitos creditórios.

Luiz Filipi de Cristófarro Avelino<sup>63</sup> faz interessante análise acerca das

---

<sup>61</sup> CAMINHA, Uinie. **A Securitização Função Econômica e Regime Jurídico**. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da USP. São Paulo: 2004.

<sup>62</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva. 1969.

<sup>63</sup> AVELINO, Luiz Filipi de Cristofarro. **Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil**. Dissertação de Mestrado. Faculdade de Direito da USP. São Paulo: 2014.

possíveis classificações de uma operação de securitização levando em conta as seguintes possibilidades: securitização enquanto negócio jurídico único; (ii) securitização enquanto negócio jurídico conexo ou coligado (tese por Natália Chaves acima); securitização enquanto negócio jurídico complexo; securitização enquanto negócio jurídico indireto (tese defendida por Uinie Caminha); e a securitização como negócio jurídico de formação sucessiva. Ao final, após detida análise de cada uma das possibilidades supracitadas e apoiando-se na doutrina de Orlando Gomes<sup>64</sup>, ele assevera que a classificação mais adequada seria o enquadramento da operação de securitização como negócio jurídico de formação sucessiva; entretanto, faz uma ressalva no sentido de que a definição de negócio de formação sucessiva, apresentada pelo celebrado civilista baiano, determina que neste tipo de negócio há uma seqüência de negócios voltados para uma finalidade última, e que no nascedouro de uma securitização isso não é verdade.

A afirmação feita por Luiz Filipi, em relação à finalidade última é verdadeira para uma parte das operações de securitização, entretanto, notadamente em securitizações do agronegócio e imobiliárias tudo é pensado para o fim último da securitização, pois será da ponta compradora do underwriter do título/valor mobiliário que virão os recursos para o pagamento dos recebíveis que servem de lastro à operação.

No agronegócio temos exemplos de programas de securitização realizados por *trading companies* em que a geração dos direitos creditórios do agronegócio, que servirão como lastro para operações de securitização, está envolvida no processo desde a sua emissão, situação radicalmente diferente de uma *trading* que resolve alienar sua carteira de recebíveis contra produtores rurais como lastro de uma operação de securitização.

Da mesma forma temos operações de securitização imobiliária em que contratos de locação atípicos (*built to suit/sale and lease back*) são elaborados com a única finalidade de se tornarem ativos subjacentes de operações de emissão de certificados de recebíveis imobiliários.

Pensando em termos contábeis, em uma operação de securitização, estamos falando de uma alienação de ativos na qual direitos creditórios de propriedade da sociedade empresária são alienados em troca de recursos, temos

---

<sup>64</sup> GOMES, Orlando. Contratos. 26. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2007.

então, uma transição de recursos em um mesmo lado do balanço (ativo) da linha de contas a receber para a linha de caixa e equivalentes. Caso estivéssemos tratando de uma operação de emissão de dívida, o emitente simplesmente receberia recursos de um terceiro (instituição financeira ou investidor) que seriam contabilizados em seu balanço como caixa e equivalentes, e em seu passivo seria contabilizada uma dívida exigível no curto ou longo prazo conforme o prazo para pagamento. Caso seja uma emissão de ações ou cotas – o investidor irá subscrever e integralizar as cotas/ações no patrimônio líquido e sua contrapartida será o ingresso dos recursos correspondentes como caixa e equivalentes no ativo da sociedade empresária em questão.

A operação de securitização decorre, então, de uma necessidade do empresário de monetizar os recebíveis – créditos contra terceiros - (de seus clientes ou de operações não recorrentes) para antecipar o ciclo de recebimento de recursos. Essa necessidade pode ser algo pontual ou que faça parte do dia a dia do empresário, caso este possua uma necessidade recorrente de alienar recebíveis para adequar seu fluxo de caixa às suas obrigações financeiras, ou até mesmo, se essa for a maneira mais barata de obter capital para empregar em novas atividades produtivas.

Podemos então definir a securitização como um conjunto de negócios jurídicos por meio do qual ativos presentes ou futuros, heterogêneos ou não, são mobilizados para a emissão de títulos ou valores mobiliários.

### **2.3. A Securitização por meio dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio**

A securitização realizada por meio de um instrumento específico para a cadeia agroindustrial, qual seja o CRA, é algo recente, tendo em vista que a lei que criou o título foi publicada em 30 de dezembro de 2004. Os marcos regulatórios materiais aplicáveis a esta modalidade específica de securitização são os seguintes: (i) Lei n. 11.076; e (ii) ICVM 600. Antes da edição da ICVM 600 o CRA também era regulado pelo comunicado CVM, de novembro de 2008 e Instrução CVM n. 414/2004.

A importância da criação de instrumento específico para a securitização de direitos creditórios da cadeia agroindustrial, por si só, não teria maiores impactos



na securitização de aludidos ativos, não fossem os incentivos por ela trazidos (incentivo fiscal e proteção do patrimônio separado em relação a demais credores do devedor), tendo em vista que a securitização de recebíveis do mundo agro poderia ser estruturada por meio de sociedade de propósito específico, ou de um fundo de investimento em direitos creditórios, por exemplo.

As verdadeiras inovações trazidas pela lei que criou o CRA foram: (i) a isenção fiscal de imposto de renda e alíquota zero para o imposto sobre operações financeiras para pessoas físicas (resultado que não seria obtido de outra maneira em uma estrutura de securitização que se utilizasse de outro veículo/instrumento que não o CRA); e (ii) proteção do patrimônio (direitos creditórios da cadeia agroindustrial), que responde pelo pagamento dos CRA pela criação do regime fiduciário, previsto nos artigos 9º a 16 da Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997.

Pensando na atividade agrícola e no objetivo de uma operação de securitização, é bastante claro que elas podem se complementar, e que faz total sentido, a junção deste instrumento financeiro de obtenção de liquidez com a atividade agrícola que tem ciclos produtivos que, por vezes, são bastante longos, e é uma atividade indubitavelmente intensiva em demanda por capital.

O produtor rural e os demais integrantes da cadeia agroindustrial têm de esperar um período entre a realização do investimento, qual seja o plantio, até o recebimento dos recursos com a alienação da *commodity* em questão. O ciclo produtivo da soja, por exemplo, desde o plantio até a colheita do grão, pode durar entre 100 e 160 dias, dependendo das condições de umidade dos grãos, que é o fator preponderante para a tomada de decisão da realização da colheita. Após a colheita, o produtor rural terá de beneficiar a soja para a sua transformação em uma *commodity* padrão de determinado tipo, para que possa ser adquirida pelo *offtaker* ou comprador final.

Durante todo o ciclo produtivo, a demanda por capital para o financiamento do produtor é elevada e ele não obtém receita alguma neste período, de forma que, tradicionalmente, o financiamento vem de um número de fontes diversas como capital próprio, crédito rural, operações de *barter* (espécie de permuta) com *trading companies*, financiamento pelo *offtaker* e cooperativas de produtores rurais.

O desconto de recebíveis de forma organizada e institucionalizada, como é realizado em uma operação de securitização, é uma forma de diversificar as opções de *funding* pelo produtor rural para que este possa sustentar os longos ciclos

produtivos inerentes à atividade agropecuária. Esse descasamento natural pode ser endereçado por meio da alienação de recebíveis futuros decorrentes da venda dos grãos pelo produtor rural e pode ser institucionalizado e organizado de forma a ser fonte de recursos permanente do membro da cadeia agroindustrial assim como as demais citadas acima. A alternativa contribui também para a diversificação do tipo de *funding* obtido pelo produtor rural, que doravante também poderá financiar-se em mercado de capitais, diminuindo a sua dependência dos meios de financiamento tradicionais, que, muitas vezes, não são suficientes para satisfazer integralmente suas necessidades de financiamento.

## **2.4. Estrutura de uma Securitização por meio de Certificados de Recebíveis do Agronegócio**

### **2.4.1 As Companhias Securitizadoras de Crédito da Cadeia Agroindustrial e o regime fiduciário**

A companhia securitizadora de créditos da cadeia agroindustrial é a peça-chave na emissão dos CRAs, tendo em vista que é em seu âmago que ocorre a criação dos títulos. Para que uma Cia. Securitizadora possa emitir CRA, nos parâmetros das emissões realizadas no mercado de capitais brasileiro, ela deverá obrigatoriamente ser uma sociedade anônima e ostentar registro de companhia aberta “A” ou “B” nos termos da Instrução CVM n. 480, de 7 de dezembro de 2009. Ademais, deverá<sup>65</sup> instituir regime fiduciário sobre os direitos créditos adquiridos para lastrearem a emissão dos CRAs.

Com a instituição do regime fiduciário, temos o fenômeno da separação patrimonial com a criação do patrimônio separado, de forma que a Cia. Sec., que carrega o patrimônio separado, não é sua proprietária. Os proprietários do patrimônio separado são os titulares da emissão de CRA a ele vinculada, destinando-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados.

O objetivo da criação do patrimônio separado é o de estabelecer uma ordem de prioridade sobre os ativos que lá estão contidos em favor dos titulares da série

---

<sup>65</sup> A instituição do regime fiduciário não é uma obrigatoriedade, mas no mercado brasileiro as emissões, via de regra, adotam essa característica tendo em vista a necessidade de segregação do risco de cada uma das emissões.

de CRA vinculada ao patrimônio separado em questão. Tal medida confere segurança jurídica aos titulares dos CRAs assegurando que os ativos integrantes do patrimônio separado não serão destinados à liquidação de obrigações que não estejam vinculadas aos CRAs emitidos com lastro no patrimônio separado em questão.

A Lei 11.101 de 2005 também traz um instrumento de proteção ao patrimônio vinculado a uma operação de securitização no §1º do artigo 136, determinando que: *“Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador.”* Essa exceção ao regime geral de *claw back*, presente na legislação de insolvência da grande maioria dos países civilizados, demonstra a importância que o legislador dá ao tema e seu compromisso em fomentar o setor e reflete algo justo tendo em vista que, se a transação foi realizada em condições equitativas, o patrimônio do cedente foi mantido constante, não houve prejuízo ao cedente.

#### **2.4.2 O Contrato de Cessão**

O Contrato de Cessão de Créditos disciplina a cessão dos direitos creditórios por parte dos cedentes para o patrimônio separado da securitizadora de forma irrevogável e irretroatável, e a partir da data de celebração da operação de cessão os direitos creditórios do agronegócio passarão para a titularidade da emissora dos CRAs no âmbito do patrimônio separado (em se tratando de emissão por meio da instituição do patrimônio separado) e serão expressamente vinculados aos CRAs por força do regime fiduciário.

#### **2.4.3 O Termo de Securitização**

O Termo de Securitização constitui o vínculo entre os direitos creditórios do agronegócio e os CRAs. Esse instrumento, além de descrever os direitos creditórios do agronegócio, delinea, detalhadamente, as características dos CRAs, estabelecendo seu valor, prazo, quantidade, espécies, formas de pagamento, garantias e demais elementos.

O termo de securitização também disciplina a prestação dos serviços do agente fiduciário no âmbito da Emissão, descrevendo seus deveres, obrigações,

bem como a sua remuneração por conta da prestação de tal serviço.

### 3. FUNÇÃO JURÍDICO-ECONÔMICA DO PATRIMÔNIO SEPARADO

#### 3.1. Conceito Legal e Objetivo do Patrimônio Separado

Ao se tratar de patrimônio separado é importante primeiro definir o que é patrimônio, cujo conceito pode ser definido como sendo o conjunto de ativos, passivos e obrigações aos quais possa ser atribuído valor econômico.

A teoria clássica estabelece que: (i) somente as pessoas, naturais ou jurídicas, podem ter patrimônio; (ii) toda pessoa tem, necessariamente, um patrimônio, ainda que não tenha nenhum bem; e (iii) cada pessoa só pode ter um único patrimônio.<sup>66</sup>

O conceito da teoria clássica mencionado acima foi superado conforme comenta Sylvio Marcondes:

*Em face de nosso direito positivo, portanto, o patrimônio e a herança – para ficar apenas nessas universalidades – são universalidades de direito. E mais. Colocado o observador na posição do herdeiro, verifica-se que elas coexistem, por pertinência ao mesmo titular. Sem negar aos objetos de direito o suporte do sujeito de direito, o legislador pátrio contradiz, assim, a indivisibilidade e, pois, a unicidade do patrimônio, deduzidas ambas pela teoria clássica (...).*<sup>67</sup>

No mesmo sentido Pontes de Miranda:

*Todo patrimônio é unido pelo titular único, ou por titulares em comum, mas únicos. Isso não quer dizer que a cada pessoa só corresponda um patrimônio; há o patrimônio geral e os patrimônios separados ou especiais. Somente a lei pode separar patrimônios.*<sup>68</sup>

Sylvio Marcondes evidencia a contradição existente entre a realidade legal

---

<sup>66</sup> Barreto Filho, Oscar. **Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1969. p. 49. In: CAMINHA, Uinie. A Securitização. Função econômica e regime jurídico. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

<sup>67</sup> Marcondes Machado, Sylvio. Problemas de direito mercantil. São Paulo: Max Limonad, 1970. p. 91. In: CAMINHA, Uinie. A Securitização. Função econômica e regime jurídico. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

<sup>68</sup> PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, **Tratado de direito privado**, 3a ed., Rio de Janeiro: Borsoi, 1970, t. V, p. 379.

e a posição doutrinária clássica. Pontes de Miranda admite a possibilidade de que caiba mais de um patrimônio a uma só pessoa, desde que exista autorização legal para tanto. A tendência de segregação patrimonial se intensifica com a criação de novos instrumentos para tanto como a sociedade unipessoal.<sup>69</sup>

A doutrina moderna admite a divisibilidade do patrimônio e, portanto, a coexistência de um patrimônio principal e acessórios que teriam um objetivo especial como o patrimônio separado em uma sociedade securitizadora e o de afetação no caso das incorporações imobiliárias.

Hodiernamente a doutrina acolhe a ideia de multiplicidade patrimonial definindo patrimônio como “o conjunto de bens coesos pela afetação a um fim econômico determinado”.<sup>70</sup>

Sylvio Marcondes ensina que alguns autores como Candian, Messineo e Pino distinguem patrimônio separado e patrimônio autônomo. O patrimônio separado seria uma massa de bens separados dentro do patrimônio geral, destinados a um determinado fim, mas pertencentes à mesma pessoa. O patrimônio autônomo seria: (i) para Candian - aquele que se apresenta, em caráter provisório, sem um titular determinado; (ii) para Messineo - seria patrimônio novo e independente, com sujeito ou finalidades próprios e objeto de direitos e obrigações conforme ocorre na formação da pessoa jurídica; (iii) para Pino - uma soma de diversos patrimônios separados. Observa-se, então, que o patrimônio autônomo estaria conceituado no plano dos sujeitos, ao passo que, o patrimônio separado estaria no plano dos objetos.<sup>71</sup>

O patrimônio separado, no caso da securitização que resulta na criação dos CRAs, é o resultado da instituição do regime fiduciário que opera uma segregação patrimonial na securitizadora apartando o patrimônio geral pertencente à securitizadora do patrimônio pertencente aos titulares do CRA. O objetivo de tal medida é segregar os riscos, de forma que os titulares dos CRAs não tenham de

---

<sup>69</sup> O Projeto de Lei 1.572 de 2011 que objetiva instituir novo Código Comercial facultar, em seu artigo 31 ao empresário individual o exercício de sua atividade em regime fiduciário. Aludido artigo determina que a consequência da declaração de exercício da empresa em regime fiduciário é a constituição de patrimônio separado.

<sup>70</sup> Gomes, Orlando. **Introdução ao direito civil**. 10a ed. Rio de Janeiro: Forense, 1991. p. 210.

<sup>71</sup> Marcondes Machado, Sylvio. **Limitação de responsabilidade de comerciante individual**. São Paulo: Max Limonad, 1956. pp. 234-235

se preocupar com as outras atividades da securitizadora ou com a sua saúde financeira, de maneira que isso não tenha impacto algum no repagamento dos CRAs. Essa segregação patrimonial permite o isolamento dos recursos destinados ao repagamento dos CRAs que dependerá, somente, do recebimento dos direitos creditórios que o lastreiam para ser liquidado.

A segregação patrimonial, entretanto, não é absoluta, tendo em vista as disposições introduzidas pela Medida Provisória 2.158-35/2001. Esta questão está sempre presente nos fatores de risco de prospectos de emissões públicas de CRA:

*A MP no 2.158/01, ainda em vigor, em seu artigo 76, estabelece que “as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos com relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos”. Ademais, em seu parágrafo único, ela prevê que “desta forma permanecem respondendo pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação”.*

*Por força da norma acima citada, os Direitos Creditórios do Agronegócio e os recursos dele decorrentes, inclusive a Garantia, não obstante serem objeto do Patrimônio Separado, poderão ser alcançados por credores fiscais, trabalhistas e previdenciários da Emissora e, em alguns casos, por credores trabalhistas e previdenciários de pessoas físicas e jurídicas pertencentes ao mesmo grupo econômico da Emissora, tendo em vista as normas de responsabilidade solidária e subsidiária de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico existentes em tais casos. Caso isso ocorra, concorrerão os detentores destes créditos com os detentores dos CRA, de forma privilegiada, sobre o produto de realização dos Direitos Creditórios do Agronegócio, em caso de falência. Nesta hipótese, é possível que Direitos Creditórios do Agronegócio não venham a ser suficientes para o pagamento integral dos CRAs após o pagamento daqueles credores.<sup>72</sup>*

Com o intuito de contornar essa imposição legislativa que representa ameaça ao instituto da segregação patrimonial, muitas securitizadoras não empregam pessoa natural/funcionário algum, na tentativa de mitigar o risco apontado, deixando inúmeras atividades a cargo de outras pessoas jurídicas prestadoras de serviço como o *servicer*. O contrato de trabalho é, então, substituído por um contrato de prestação de serviços firmado com empresa que presta o

---

<sup>72</sup> Prospecto definitivo da oferta pública de distribuição da 3ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis do agronegócio da ápice securitizadora s.a. lastreados em cédula de produto rural financeira emitida pela Jalles Machado S.A.

serviço de gestão dos recebíveis securitizados, em mais um exemplo de engenharia jurídica utilizado para contornar limitações impostas pelo legislador.

Um melhor entendimento do que é o patrimônio separado é de fundamental importância para gerar segurança jurídica para as partes envolvidas em uma operação de securitização expondo os riscos de aludida estrutura para que as partes envolvidas possam buscar soluções para endereçá-los. O mitigante mencionado acima é um exemplo, mas soluções definitivas somente podem ser alcançadas por um dos dois caminhos a saber: (i) alteração legislativa; ou (ii) construção doutrinária posteriormente validada judicial e administrativamente.

O primeiro caminho seria mais seguro, rápido e, se for feito da maneira correta, não traria solavancos desnecessários ao mercado de securitização. O segundo caminho seria mais complicado e, até se ter a confirmação judicial das prerrogativas do instituto, corre-se o risco de inviabilizar as operações até que os questionamentos *sub judice* sejam solucionados. A questão da delimitação da segregação se torna mais relevante em situações extremas, como no caso de uma falência, situação na qual o patrimônio não poderia fazer parte da massa falida ou responder por quaisquer dívidas do cedente conforme preceitua o artigo 136, §1º da Lei 11.101 de 2005.

### **3.2. O Patrimônio Separado em uma securitização de CRA**

A segregação patrimonial operada pela instituição do regime fiduciário pela securitizadora, em uma emissão de CRA, possui a particularidade de ocorrer simultaneamente ao recebimento de direitos creditórios cedidos para a securitizadora em benefício dos titulares dos CRAs. Os objetivos principais do patrimônio separado em uma emissão de CRA são: (i) funcionar como veículo de passagem de direitos creditórios dedicados exclusivamente ao pagamento dos títulos cuja emissão neles foi lastreada; e (ii) segregar os direitos creditórios dos demais ativos da securitizadora.

O patrimônio separado é o instituto jurídico que permitiu a criação da técnica do *pass-through*, base para a criação dos instrumentos de securitização que serviram de inspiração para os CRAs, conforme descrito por Lewis Ranieri<sup>73</sup>:

---

<sup>73</sup> KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. A Primer on Securitization. Mass.: MIT Press, 1996.



*Beginning in 1975 my mentor at Salomon Brothers, Bob Dall, worked with Lee Prussia and Woody Teal, senior officers of the Bank of America, for the better part of the tree years creating a security backed by home mortgages that was more efficient than the overcollateralized mortgage-backed bonds. They developed what we know as pass-through techniques. The process involved legal, accounting, regulatory, tax, and a host of other issues. The first major challenge was finding an efficient tax vehicle for the new securities. Since there was no such thing as mortgage security, there was no tax mechanism to convey the mortgages and the accompanying bundle of rights to the investor without creating double taxations and phantom income problems. This set of challenges was solved originally by attorney John Quisenberry, of Brown and Wood. He focused us on the provisions of the Federal Tax Code known as the grantor trust rules. These provisions, which were generally applied in connection with the taxation of trusts created to transfer assets from parents to children, were implemented to achieve a pass-through of the tax attributes of the mortgages to the investor. In general, the treasury did not object to what we were doing. The fact that our efforts would help provide housing was on our side. However, the treasury imposed certain limitations. It required that the grantor trusts be totally passive. This precluded any form of active management, bifurcation or recombination of assets. Despite these limitations, in 1977 Bank of America issued through Salomon Brothers the first triple- A rated, conventional, mortgage-backed pass-through security.*

Melhor entendimento acerca das características do patrimônio separado é importante, pois é por meio desta análise, que poderemos encontrar respostas a respeito de questões que permanecem não respondidas como a forma adequada de se analisar esse instituto, patrimônio separado, sob o ponto de vista tributário. As normas tributárias aplicáveis ao *trust* nos Estados Unidos foram o ponto de partida para a análise da questão e definição da forma adequada de tratamento fiscal do instituto naquele país.

Apesar de não possuímos a estrutura de *trust* no direito brasileiro uma reflexão acerca da tributação do patrimônio separado precisa ser realizada, tendo em vista ser relevante, notadamente, na securitização de valores mobiliários. Existem algumas ofertas públicas de emissão de CRA nas quais o ativo subjacente dos CRAs são valores mobiliários<sup>74</sup> nas quais os investidores foram expostos a um risco fiscal ainda não endereçado.

---

<sup>74</sup>É o caso da Oferta Pública de Distribuição da 1ª Série da 3ª Emissão Certificados de Recebíveis do Agronegócio da Gaia Agro Securitizadora (Lastreado em Debênture emitida pela COTEMINAS S.A.).

É interessante notar que nos dois parágrafos transcritos acima Lewis Ranieri descreve toda a sorte de percalços enfrentados para a elaboração de uma estrutura de securitização nos Estados Unidos, sendo que não se viu uma discussão semelhante em nosso país em relação às arestas que precisam ser aparadas para a eliminação do risco tributário que paira sobre as emissões de CRA. Essa discussão deve começar pelo entendimento da função jurídica do instituto.

### **3.3. Seria o patrimônio separado em uma emissão de CRA instituto com função jurídico-econômica similar a que instituto do direito brasileiro?**

O patrimônio separado é parte imprescindível da estruturação de uma operação de CRA tendo em vista que, é por meio dele, que se opera a segregação dos riscos após a cessão dos direitos creditórios do cedente para a securitizadora que, a partir desse momento, serão direcionados para o pagamento dos CRAs. A instituição do regime fiduciário é facultativa<sup>75</sup> conforme determina a Lei 11.076, mas no plano prático se tornou regra para as emissões que são distribuídas publicamente, tendo em vista a necessidade de se segregar o risco, de um único cedente ou de um determinado grupo de cedentes, das demais emissões da securitizadora, que podem ser até mesmo de recebíveis de origem imobiliária tendo em vista não existir vedação legal para que uma mesma securitizadora emita CRA e Certificados de Recebíveis Imobiliários.

Parte das definições de securitização apresentadas acima implicam na realização de mais de um negócio jurídico, sendo um desses negócios, no caso específico do CRA a transferência dos direitos creditórios para o patrimônio separado. A aludida transferência possui a particularidade de ser realizada em benefício dos titulares dos CRAs vinculados ao patrimônio separado em questão e não em favor do cessionário, no caso a securitizadora.

O instituto que parece definir a natureza do patrimônio separado é o negócio fiduciário que segundo Francesco Ferrara seria composto por dois elementos: (i) contrato real positivo por meio do qual a transferência da propriedade ou do crédito se realiza de forma perfeita e irrevogável; e (ii) um contrato obrigatório negativo, a

---

<sup>75</sup> Art. 39. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos arts. 9o a 16 da Lei no 9.514, de 20 de novembro de 1997.

obrigação do fiduciário de usar somente de certa forma o direito adquirido, para depois restituí-lo ao transferente ou a um terceiro.<sup>76</sup>

Eduardo Salomão, ao apresentar sua definição de negócio fiduciário, nos ensina que são dois seus elementos básicos: (i) transferência da propriedade; e (ii) existência de um pacto paralelo para a sua restituição ou aplicação em finalidade específica.

Após estas considerações, Eduardo Salomão propõe a definição de negócio fiduciário como sendo *“aquele envolvendo a transferência da titularidade sobre coisas, transferência essa moderada por pacto paralelo de caráter obrigacional. Entretanto, cabem dentro da noção de negócio fiduciário considerado em sentido amplo também aqueles em que uma das partes não pode valer-se da sanção absolutamente perfeita contra a outra em caso de descumprimento de suas obrigações, de forma a supor-se que é a confiança o substrato do negócio”*.<sup>77</sup>

A subsunção do patrimônio separado na definição acima parece funcionar, tendo em vista que, o patrimônio separado possui as duas funções mencionadas por Salomão: (i) recebe a propriedade de um bem de um terceiro (direitos creditórios da cadeia agroindustrial cedidos pelo cedente); e (ii) deve ser aplicado em uma finalidade específica (transferência para os titulares dos CRAs).

Ao se analisar a finalidade a que se destina o negócio fiduciário, duas possibilidades vêm à mente, quais sejam: administração e garantia<sup>78</sup>. Em se tratando da administração de bens, a transmissão da propriedade ou titularidade ao fiduciário é feita para a conservação ou exploração do bem. Poder-se-ia exemplificar a administração de fundos de investimento onde temos a figura do administrador realizando a gestão de recursos de terceiros.

O negócio fiduciário para garantia, implica na transferência da propriedade

---

<sup>76</sup> FERRARA, Francesco. **A simulação dos negócios jurídicos**, São Paulo, Saraiva & Cia., 1939, p.77. In: CAMINHA, Uinie. *A Securitização. Função econômica e regime jurídico*. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

<sup>77</sup> SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro**, São Paulo, Trevisan, 2016.

<sup>78</sup> O Projeto de Lei 1.572 de 2011, que objetiva instituir novo Código Comercial, em seu artigo 353 e seguintes traz a figura do Contrato fiduciário e estabelece ser este “o instrumento pelo qual um instituidor transfere, em caráter de propriedade fiduciária, bens e direitos a um administrador, para que os administre na extensão dos poderes e deveres estabelecidos em contrato, para a realização de propósito específico, em proveito de um ou mais beneficiários”. O parágrafo primeiro do artigo mencionado acima determina que o o contrato fiduciário também pode ter o propósito de constituição de garantia.

e da posse de bem indireta do fiduciante para o fiduciário para garantia do cumprimento de uma obrigação. O credor, em caso de mora do devedor, possui a faculdade de satisfazer o seu crédito mediante a utilização do bem ou direito. É o caso das garantias fiduciárias do direito brasileiro.

Pensando-se em termos econômicos, a finalidade do patrimônio separado mais se aproxima da finalidade administrativa do negócio fiduciário, mas de forma bem passiva, tendo em vista que os poderes da securitizadora se restringem ao repasse do produto da liquidação dos direitos creditórios pertencentes ao patrimônio separado para os titulares dos CRAs.

## 4. REVOLVÊNCIA DO LASTRO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

### 4.1. Conceito

O curso natural de uma operação de securitização é a transferência dos valores recebidos pelo patrimônio separado para os titulares dos CRAs, de forma que o patrimônio separado de uma securitizadora existe, tão somente, para ser uma estrutura passiva pela qual os direitos creditórios que por lá transitam possam ser repassados dos sacados para os beneficiários.

A revolvência é um mecanismo que possibilita que os recursos apurados com a liquidação dos direitos creditórios originalmente adquiridos sejam, novamente, empregados na aquisição de novos direitos creditórios da cadeia agroindustrial sucessivamente, sem que eles tenham de ser utilizados na liquidação dos CRAs. Este processo altera a composição do patrimônio separado vinculado a uma determinada emissão de CRA substituindo a integralidade dos direitos creditórios que lá se encontravam quando da emissão cada vez que a revolvência ocorre.

Este conceito foi explicitado de forma clara e objetiva por Otávio Yazbek em seu voto no âmbito do Processo CVM nº RJ 2013/8860:

*Simplificadamente, a expressão "revolvência" designa o processo pelo qual se substituem os lastros de um determinado instrumento durante a sua vigência.*

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários também definiu o instituto:

*(...) os direitos creditórios do agronegócio originalmente vinculados a uma série de CRAs vencem em data anterior à do vencimento dos próprios CRAs, gerando fluxo financeiro que será contabilizado no patrimônio apartado de determinada série de CRAs e servirá, no todo ou em parte, para aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio, mediante critérios já devidamente especificados no Termo de Securitização, em montante suficiente para cobrir as obrigações de pagamento oriundas dos CRA, até o seu vencimento.*

O processo de revolvência do lastro de uma operação de securitização de

recebíveis do agronegócio consiste na substituição dos direitos creditórios que integram o patrimônio separado antes da liquidação dos CRAs. Outra forma de explicar o instituto seria dizer que os recursos apurados com a liquidação dos direitos creditórios do agronegócio que lastreiam os CRAs são reinvestidos pela securitizadora novamente.

Em operação de securitização de recebíveis do agronegócio, que não possua previsão de revolvência, os recursos captados dos investidores por meio da emissão dos CRAs serão utilizados para a aquisição de direitos creditórios da cadeia agroindustrial que uma vez liquidados por seus devedores serão entregues pela securitizadora aos titulares dos CRAs.

#### 4.2. Importância

A importância da revolvência baseia-se na necessidade de obtenção de *funding* de longo prazo pelo membro da cadeia agroindustrial que irá ceder os direitos creditórios do agronegócio para a emissão dos CRAs, de forma que o prazo de seu financiamento não ficará vinculado ao prazo de repagamento dos direitos creditórios que lastreiam a operação.

Parte significativa das culturas agrícolas possui um prazo de maturação entre plantio, colheita, beneficiamento e entrega ao *offtaker*, inferior a um ano, de forma que a inexistência do instituto da revolvência resultaria na impossibilidade da emissão de um CRA por um prazo superior a um ano para o financiamento destas culturas. Mas qual a importância disso? Os custos de transação inerentes à emissão de um CRA são bastante elevados, tendo em vista que, a emissão é usualmente feita por meio de uma oferta pública. A implicação prática desta constatação é que, caso o mecanismo da revolvência não estivesse disponível o CRA seria, somente, uma alternativa viável para membros da cadeia agroindustrial que estivessem vinculados a culturas com prazo de maturação mais longo como madeira, dificultando a aplicação do instrumento para captações vinculadas a culturas oleaginosas ou do setor sucroalcooleiro (maturação curta).

A questão mencionada no parágrafo acima da potencial inviabilização da emissão, não está ligada a nenhuma impossibilidade jurídica ou material, tendo em

vista que se tem notícia de emissões de CRA com prazo inferior a um ano<sup>79</sup>. A questão está relacionada aos custos de transação vinculados a uma emissão de CRA, que tornam essa forma de captação de recursos menos atrativa, tendo em vista que os custos de emissão não são diluídos em mais de um exercício, como ocorre dentro de um programa de securitização que compreende o financiamento da safra atual e das safras vindouras.

#### 4.3. Riscos para o Investidor

Todo o arcabouço regulatório do mercado de capitais tem o fim precípuo de proteger o investidor e assegurar que ele possui todas as informações de que precisa para tomar uma decisão fundamentada, embasada, acerca do investimento que pretende realizar (*full disclosure*). Em que pese, muitas vezes, as informações estarem disponíveis em prospectos de centenas de páginas e a limitação cognitiva do investidor ser um óbice para a compreensão integral do investimento que se propõe a fazer, a informação está lá, disponível, quando estamos tratando de uma oferta pública de distribuição sem esforços restritos. Para operações de distribuição com esforços restritos o material produzido para a emissão será naturalmente mais reduzido, pois a emissão é direcionada para investidores qualificados.

O que muda, então, para o investidor em uma operação com e sem revolvência? Em uma operação sem revolvência o investidor adquire um CRA cujo lastro é conhecido e está estampado no termo de securitização que o originou o CRA. Em uma operação com revolvência, além de haver a identificação dos direitos creditórios que inicialmente estão sendo utilizados para lastrear os CRAs, há, também, previsão de que os recursos oriundos do pagamento dos CRAs serão utilizados para a aquisição de novos direitos creditórios de acordo com os critérios de exigibilidade e condições para a nova cessão estabelecidos no termo de securitização.

A operacionalização da revolvência se dá com a observância de diretrizes presentes no termo de securitização que estão disponíveis ao investidor quando da

---

<sup>79</sup> Certificados de Recebíveis do Agronegócio da 1ª Série da 6ª Emissão da Gaia Agro Securitizadora S.A.

realização de seu investimento (aquisição dos CRAs). Essas diretrizes são os critérios de elegibilidade que elencam as condições necessária para que um titular de um direito creditório do agronegócio possa ceder o aludido direito creditório do agronegócio para o patrimônio separado (normalmente condições que dizem respeito ao cedente e ao direito creditório cedido) e das condições de cessão, que determinam os requisitos para que essa cessão possa ser operacionalizada.

A apresentação dos detalhes acerca da operacionalização da revolvência nos parágrafos acima nos permite concluir que o investidor estará em duas situações diferentes com graus de risco diversos quando contrastamos uma operação com e sem revolvência. Na operação sem revolvência o investidor sabe, ou tem a oportunidade de saber, exatamente quais são os direitos creditórios que lastreiam a emissão dos CRAs, tendo em vista que eles estão estampados no termo de securitização. Na operação com revolvência o mesmo é verdade no início da operação, entretanto, quando a revolvência ocorre, os direitos creditórios originais são substituídos por novos direitos creditórios sem qualquer tipo de aprovação por parte do investidor.

#### 4.4. Parâmetros Propostos para a Operacionalização da Revolvência

##### 4.4.1 Processo CVM nº RJ 2013/8860

Anteriormente à emissão da ICVM 600 a questão da revolvência nas operações de securitização de recebíveis do agronegócio foi submetida à análise do colegiado da CVM no âmbito do Processo CVM nº RJ 2013/8860 e aprovada pelo colegiado da CVM em 26/11/2013. Quando da análise do aludido tema o “leading vote” para a questão foi proferido pelo Diretor Relator Otávio Yazbek e acompanhado pelos demais membros do colegiado.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários entendeu pela possibilidade de registro da oferta pública de CRA com a previsão de revolvência no âmbito do MEMO/SRE/GER-1/No56/2013 manifestando-se favoravelmente com base nos seguintes argumentos:

*5.1 Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente caso à SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM, tendo a SRE/GER-1 como relatora, ressaltando nossa manifestação favorável ao registro da oferta pública de*



*distribuição da 10ª série de CRA da 1ª emissão da Octante Securitizadora S.A., que conta com o procedimento de revolvência dos direitos creditórios do agronegócio originalmente vinculados, nos termos constantes deste Memorando, por considerarmos que:*

*(a) O presente caso não se assemelha ao pleito da oferta da 2ª série de CRI da 1ª emissão da Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização, indeferido pelo Colegiado da CVM, em nível de recurso, conforme decisão datada de 19/01/2007, no âmbito do Processo CVM no RJ-2007-0547 (precedente destacado acima, em que o Colegiado da CVM tratou do que preceitua o art. 8º da Lei 9.514, que consideramos análogo ao art. 40 da Lei 11.076);*

*(b) O presente caso encontra amparo na legislação vigente, mais especificamente na Lei no 11.076/2004;*

*(c) O procedimento de revolvência pretendido para os direitos creditórios do agronegócio vinculados à 10ª série de CRI da 1ª emissão da Securitizadora assemelha-se ao procedimento de substituição de créditos que lastreiem títulos emitidos nas operações de securitização, conforme previsto no item 1.7 do Anexo III- A da Instrução CVM 400; e*

*(d) Embora o presente caso não se mostre idêntico ao precedente tratado no âmbito do Processo CVM no RJ-2013-5929, em que o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente pelo procedimento de revolvência dos direitos creditórios do agronegócio que lastreavam os CDCAs vinculados àquela emissão de CRA, estamos diante de uma operação muito semelhante, em que a diferença essencialmente observada (não constituição de garantias sobre a totalidade dos direitos creditórios vinculados) não seria motivo para o indeferimento do pleito, mesmo porque: (i) numa operação de securitização via emissão de CRA, as garantias do lastro são acessórias, das quais o CRA não depende para existir; e (ii) embora a estrutura ora em análise não conte com garantia total dos direitos creditórios vinculados, conta com fiança dada pela Syngenta Proteção de Cultivos Ltda., correspondente a 10% do valor do patrimônio separado, e com a colateralização de CRA subordinados (os CRAs da 11ª série), colocados privadamente junto à Cedente e correspondentes a 20% do patrimônio separado.*

A Procuradoria Federal Especializada se manifestou através do MEMO/nº 286/2013/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU no sentido de considerar ilegal o processo de revolvência do lastro do CRA apresentando a seguinte argumentação:

*Ante o exposto, concluímos não haver possibilidade jurídica de revolvência dos direitos creditórios vinculados aos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, nos termos apresentados pelos requerentes, motivo pelo qual recomendamos o indeferimento do Pedido de Registro de Distribuição Pública de Certificados de*

*Recebíveis do Agronegócio da 10ª Série da 1ª Emissão da Octante Securitizadora S.A.*

*O princípio do formalismo dos títulos de crédito, bem como o precedente do Processo CVM nº RJ 2007-0547, indicam que o Termo de Securitização do CRA deve conter os elementos estabelecidos nos incisos do art. 40 da Lei nº 11.076/04, que, por sua vez, exigem a existência de crédito constituído, com devedor e valor determinados.*

*A possibilidade de substituição dos direitos creditórios, admitida no art. 32, § 1º, da Lei nº 11.076/04, aplica-se somente ao CDCA e à LCA, não sendo possível a extensão analógica ao CRA, título de crédito constituído a partir de operação de securitização e com tratamento legal próprio.*

O Diretor Relator Otávio Yazbek apoiou a manifestação da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários discordando do memorando produzido pela Procuradoria Federal especializada e se baseando na argumentação que já havia sido apresentada pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários no sentido de que: (i) o CRA é um título de crédito novo que se diferencia dos títulos de crédito mais tradicionais, pois embutem dinâmica mais complexa que, muitas vezes, os impede de observar as características dos aludidos títulos; (ii) o fato de não haver permissão expressa na legislação aplicável (Lei 11.076) para a revolvência do lastro do CRA, a exemplo da previsão expressa para a revolvência dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e LCA, não reforça o entendimento de que haveria uma proibição para a revolvência do lastro do CRA, como exposto no memorando da Procuradoria Federal Especializada; e (iii) o item 1.7 do Anexo III-A da Instrução CVM n. 400, de 2003, que é aplicável aos CRAs e que estabelece que o prospecto deve prever a "*possibilidade de os créditos cedidos serem acrescidos, removidos ou substituídos, com indicação das condições em que tais eventos poderão ocorrer e dos efeitos que poderão ter sobre a regularidade dos fluxos de pagamentos a serem distribuídos aos titulares dos valores mobiliários ofertados*", prova que os normativos da CVM já trazem o permissivo para a revolvência.

4.4.2 Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2017 (antecedente inalterado da Instrução CVM número 600/2018)

Os critérios para a revolvência apresentados no edital de audiência pública que propôs a criação de uma instrução normativa para a distribuição pública dos CRAs trouxe uma seção específica sobre o procedimento de revolvência em

seu artigo de número sete.

A proposição de regulamentação da questão da revolvência visa normatizar a questão formalizando o entendimento pela licitude do procedimento de revolvência dos direitos creditórios da cadeia agroindustrial conforme já havia sido decidido no PROC. RJ2013/8860. As regras que foram estipuladas juntamente com a apresentação da definição do instituto foram as seguintes:

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

Comentário: o *caput* do artigo tenta criar uma regra que não possui muito sentido, na medida em que, sempre será possível a estruturação de uma emissão de CRA cujos lastros vencem antes do certificado, tendo em vista que o prazo do certificado será sempre emitido de acordo com os interesses dos cedentes, instituição financeira distribuidora dos títulos e eventual *sponsor*. Dessa forma, seria muito mais simples e pertinente o simples estabelecimento de uma regra que permita a revolvência sem o estabelecimento de uma condição sem sentido, tendo em vista que não existe regra sobre os prazos máximos e mínimos quanto ao vencimento do certificado.

*§ 1º Para fins desta Instrução, considera-se revolvência a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão.*

Comentário: a criação de uma definição legal de revolvência é algo louvável que contribui para melhor compreensão do instituto. Entretanto, o conceito apresentado pode levar ao entendimento de que uma única revolvência seria permitida, tendo em vista a referência ao conceito de direito creditório original, o que não faz muito sentido e não está em linha com a atual prática de mercado.

*§ 2º O termo de securitização deve estabelecer prazo máximo entre o efetivo recebimento dos recursos e a nova aquisição de direitos creditórios pela companhia securitizadora, nos termos do referido no caput.*

Comentário: o estabelecimento de um período máximo entre o recebimento

dos recursos oriundos do pagamento dos direitos creditórios da cadeia agroindustrial e a aquisição do novo lastro, impondo limite para que essa aquisição ocorra, é extremamente pertinente, pois determina uma data limite para a aquisição dos direitos creditórios elegíveis ou devolução dos recursos ao investidor à securitizadora. A imposição deste requisito no termo de securitização é necessária para que o investidor saiba, ou pelo menos tenha meios de se informar, antes da tomada de decisão de investimento, sobre o prazo máximo em que o dinheiro poderia ficar no patrimônio separado antes de ser reinvestido em novos direitos creditórios do agronegócio.

*§ 3º Os novos direitos creditórios adquiridos na forma prevista no caput devem atender aos critérios de elegibilidade previamente estabelecidos no termo de securitização.*

Comentário: o termo de securitização deverá indicar os parâmetros para a aquisição dos novos direitos creditórios do agronegócio. Este é o item mais relevante quando o tema revolvência é abordado, uma vez que os parâmetros para a aquisição dos direitos creditórios devem ser muito bem delineados no termo de securitização, tendo em vista que, a companhia securitizadora não é uma gestora de recursos de terceiros e não possui habilitação para tanto, de forma que se os critérios adotados para a realização da revolvência forem amplos, estar-se-á dando verdadeira carta branca para a securitizadora aplicar os recursos dos investidores da forma que considerar mais adequada. O espírito da norma não é esse, ou ao menos não deveria ser, pois o mandato da securitizadora deve ser o mais passivo e restrito possível, de forma a não haver nenhuma tomada de decisão por parte da securitizadora, sob pena de subverter-se o processo de securitização através de securitizadoras do agronegócio e transformá-las em um fundo de investimento em direitos creditórios, sem que tenham o devido aparato ou autorização para desenvolver a atividade de aplicação de recursos de terceiros. A norma, entretanto, não adota tais *guidelines*, o que a torna perigosa e confere a possibilidade do estruturador do CRA (normalmente a instituição financeira *underwriter*) o poder de conceder à securitizadora discricionariedade similar a de um gestor de recursos de terceiros.

*§ 4º O montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA*

*deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão.*

Comentário: esta norma impõe que os direitos creditórios da cadeia agroindustrial adquiridos deverão ser suficientes para o pagamento das parcelas do principal mais os encargos dos CRAs. A questão que se levanta é que poderá haver um descasamento entre os valores recebidos que podem estar indexados ao valor de alguma *commodity* agrícola de forma que, no momento da cessão dos direitos creditórios para o patrimônio separado, a estimativa de recebimento dos valores a serem percebidos pelo patrimônio separado em decorrência do recebimento dos direitos creditórios do agronegócio seria suficiente para o pagamento de principal mais encargos. Entretanto, com a variação dos preços das commodities ou das taxas de juros do lastro e CRA na data de pagamento, isso pode não ser possível. Dessa forma, esta previsão pode levar ao entendimento de que não é possível a estruturação de um CRA em que haja potencial descasamento entre as taxas do lastro e a rentabilidade do CRA. Será que ao se empregar o vocábulo “compatível” uma emissão com um potencial descasamento foi vedada ou permitida? Esse ponto continua obscuro na legislação.

*§ 5º Os recursos referidos no caput, enquanto não utilizados para a aquisição de novos direitos creditórios, somente podem ser utilizados para aplicação em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais ou em cotas de fundos de investimento classificados nas categorias “Renda Fixa – Curto Prazo” ou “Renda Fixa – Simples”, nos termos da regulamentação específica.*

Comentário: essa previsão normativa por parte da CVM, apesar de extremamente pragmática, pode ser considerada ilegal, tendo em vista que os direitos creditórios que são passíveis de compor o patrimônio separado dos CRAs que são os previstos no parágrafo primeiro do artigo 23 da Lei 11.076 e na ICVM 600, quais sejam: Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. A previsão normativa resolve um

problema estrutural dos CRAs com previsão de revolvência que é a questão da remuneração dos recursos depositados no patrimônio separado durante o período em que os novos direitos creditórios do agronegócio ainda não foram adquiridos. A idéia é boa, mas o incentivo fiscal foi outorgado pelo legislador para o financiamento da cadeia agroindustrial, de forma que esta alteração implica na permissão de aplicação momentânea de recursos do patrimônio separado em ativos não elegíveis, o que só poderia ser permitido mediante uma alteração na Lei 11.076 e não por uma instrução normativa da CVM.

*§ 6º A parcela de recursos oriundos do pagamento dos respectivos direitos creditórios do agronegócio não utilizada, dentro do prazo máximo a que se refere o § 2º deste artigo, na aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio, deve ser imediatamente utilizada na amortização ou no resgate dos CRAs.*

Comentário: a devolução dos recursos é uma consequência lógica natural para a impossibilidade de aplicação dos recursos do patrimônio separado em novos direitos creditórios do agronegócio. Um ponto que deve ser levado em consideração é que, como estamos lidando com o mundo agro, intempéries climáticas podem atrasar a safra e tendo em vista os elevados custos de uma emissão de CRA, a interrupção do programa de securitização pode não ser a melhor opção, e uma assembléia dos titulares e CRA para permitir a alteração do prazo para a aquisição de novos direitos creditórios poderia ser uma boa alternativa em caso de atraso na colheita da safra.

*§ 7º O agente fiduciário deve verificar o adequado atendimento, pela emissora, dos critérios de elegibilidade estabelecidos no termo de securitização, conforme disposto no caput.*

Comentário: a inclusão desta obrigação é desnecessária, uma vez que esta já é uma obrigação do agente fiduciário sob e de acordo com o artigo 11, XX da Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016. E, de qualquer forma, essa fiscalização por parte do agente fiduciário não confere mais segurança ao investidor tendo em vista que, dependendo da forma como os critérios de elegibilidade estiverem redigidos, o agente fiduciário nada poderá fazer para zelar pelos direitos do investidor. Esse ponto deveria ter sido endereçado por meio do estabelecimento de critérios mais rígidos para a operacionalização da revolvência.

*§ 8º O termo de securitização deve indicar os procedimentos a serem adotados pelo agente fiduciário em caso de não atendimento da obrigação prevista no § 6º.*

Comentário: sem comentários.

*§ 9º A companhia securitizadora deve aditar o termo de securitização de forma a vincular os novos direitos creditórios do agronegócio adquiridos à emissão.*

Comentário: essa é uma necessidade para o cumprimento da obrigação legal de identificação dos direitos creditórios no termo de securitização.

#### 4.5. Análise Crítica do Processo de Revolvência

Um ponto que não foi enfrentado, conquanto devesse ter sido, é a questão da adequação do instrumento CRA à revolvência, tendo em vista que ela, a revolvência, como se explicou atrás, significa o reinvestimento de recursos de investidores em novos direitos creditórios do agronegócio, de acordo com parâmetros previamente estabelecidos, de maneira bem similar ao que ocorre em um fundo de investimentos em direitos creditórios. A diferença é que no fundo de investimentos em direitos creditórios existe um administrador ou gestor que faz a gestão dos recebíveis da carteira reinvestindo os recursos do fundo conforme estabelecido em regulamento. No caso do CRA, não temos a figura do administrador, há somente a securitizadora.

Essa questão também deveria ter sido enfrentada quando da discussão da possibilidade de se efetuar a revolvência no âmbito dos CRAs de forma a delimitar as possibilidades de reinvestimento dos recursos tendo em vista que, em nossa visão, a atividade de reinvestimento dos recursos em um evento de revolvência deve ser mecânica, passiva e não discricionária, de modo a não permitir que a securitizadora desempenhe qualquer atividade que se assemelhe à gestão de recursos de terceiros.

A securitizadora não possui autorização para a gestão de recursos de terceiros. Dessa forma, a existência de critérios abertos para a revolvência equivaleria à concessão de poderes discricionários para a gestão dos recursos do patrimônio separado ao permitir a atuação da securitizadora na seleção de direitos creditórios, a exemplo do que ocorreria em um fundo de investimentos em direitos

creditórios.



## 5. CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO INDEXADOS AO DÓLAR

### 5.1. Racional econômico para a indexação

O setor do agronegócio brasileiro sempre foi voltado para exportação e, com o advento da globalização e constantes melhoras no parque logístico brasileiro, os preços praticados para as *commodities* neste setor estão cada vez mais alinhados com os do mercado internacional, mais especificamente aqueles praticados pela Bolsa de Chicago, principal bolsa para a negociação de *commodities* agrícolas no mundo.

Segundo dados do Ministério da Indústria, Comércio Exterior e Serviços<sup>80</sup> 65,7% das exportações brasileiras referem-se a *commodities (hard e soft)*, sendo que mais da metade desse percentual se refere a *commodities* agrícolas.

Neste sentido, os produtores rurais brasileiros são, automaticamente, expostos à volatilidade da variação de câmbio e dos mercados internacionais, uma vez que a venda do produto por eles produzido será diretamente afetada pelos referidos fatores. Com efeito, do ponto de vista econômico, é possível afirmar que a definição do preço de entrega de um produto como a soja é, naturalmente, estabelecida em dólares norte-americanos.

A verdade de tal afirmação verifica-se até mesmo pela realidade interna do mercado brasileiro. Isto porque a própria B3, instituição autorizada a operar pelo Banco Central do Brasil, aos estabelecer os índices de preços para determinadas *commodities*, como a soja, o faz em dólares, convertendo-se os valores devidos em reais na data de pagamento pela taxa de câmbio aplicável. A indexação é uma realidade da qual não se pode fugir, dessa forma deve-se buscar uma maneira de fazermos uso dela para o benefício da cadeia agroindustrial.

### 5.2. Legalidade da Indexação - Contexto Histórico e Legislação Envolvendo Curso e Indexação em Moeda Estrangeira

O parágrafo único do artigo 23 da Lei 11.076 estabelece que os CRAs

---

<sup>80</sup> Disponível em <http://www.mdic.gov.br/comercio-exterior/estatisticas-de-comercio-exterior/balanca-comercial-brasileira-acumulado-do-ano>, acessado em 05/10/2017.

deverão ser vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, sempre no âmbito do agronegócio, inclusive financiamentos ou empréstimos relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária. Nesse sentido, vale destacar que, nos termos do artigo 42 da Lei 11.076, o CRA poderá conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados.

A Lei nº 3.071 de 1.1.1916 admitia a celebração de contratos com a previsão de pagamentos em moeda estrangeira. Contudo, com o advento do Decreto nº 23.501 de 27.11.1933, a legislação brasileira passou a restringir a utilização de ouro e moedas estrangeiras nas relações contratuais. O mencionado Decreto exigiu a utilização de moeda corrente nacional para pagamento de obrigações no Brasil, à exceção das hipóteses expressamente previstas em lei.

O Decreto-Lei nº 857, de 11 de setembro de 1969, consolidou e alterou as disposições sobre a moeda de pagamento de obrigações exequíveis no Brasil, determinando, como regra geral, serem nulas de pleno direito as obrigações que estipulam pagamento em moeda estrangeira.

Os artigos 2º e 3º do referido Decreto-Lei arrolam as exceções à regra geral, dispondo sobre as hipóteses em que seria admitida a celebração de contratos em moeda estrangeira. As exceções dizem respeito a negócios jurídicos nos quais o objeto, ou as peculiaridades de ao menos uma das partes, justificavam a contratação em moeda estrangeira, da seguinte forma:

*Art. 2º - Não se aplicam as disposições do artigo anterior:*

*I - Aos contratos e títulos referentes à importação ou exportação de mercadorias;*

*II - Aos contratos de financiamento ou de prestação de garantias relativos às operações de exportação de bens de produção nacional, vendidos a crédito para o Exterior;*

*III - Aos contratos de compra e venda de câmbio em geral;*

*IV - Aos empréstimos e quaisquer outras obrigações cujo credor ou devedor, seja pessoa residente e domiciliada no Exterior, excetuados os contratos de locação de imóveis situados no território nacional;*

*V - Aos contratos que tenham por objeto a cessão, transferência, delegação, assunção ou modificação das obrigações referidas no item anterior ainda que ambas as partes contratantes sejam pessoas residentes ou domiciliadas no País.*

*Parágrafo único. Os contratos de locação de bens móveis que estipulem pagamento em moeda estrangeira ficam sujeitos, para sua validade, a registro prévio no Banco Central do Brasil.*

*Art. 3º - No caso de rescisão judicial ou extrajudicial de contratos a que se refere o item I do art. 2 deste Decreto-lei, os pagamentos decorrentes do acerto entre as partes, ou de execução de sentença judicial subordinam-se aos postulados da legislação de câmbio vigente.*

A Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994 que instituiu a Unidade Real de Valor (URV), entre outras providências, reputou – nos termos do artigo 6º – nula a contratação de reajuste vinculado à variação cambial, exceto nos casos expressamente previstos na legislação federal e nos contratos de arrendamento mercantil quando houver captação de recursos no exterior, da seguinte forma:

*Art. 6º É nula de pleno direito a contratação de reajuste vinculado à variação cambial, exceto quando expressamente autorizado por lei federal e nos contratos de arrendamento mercantil celebrados entre pessoas residentes e domiciliadas no País, com base em captação de recursos provenientes do exterior.*

A Lei nº 10.192/01, que dispôs sobre medidas complementares ao Plano Real, entre outras providências, consolidou as restrições legais a respeito do tema. O artigo 1º, parágrafo único, da Lei nº 10.192/01 determinou a vedação, sob pena de nulidade, de quaisquer estipulações de:

*I - Pagamento expesso em, ou vinculado a ouro ou moeda estrangeira, ressalvado o disposto nos arts. 2º e 3º do Decreto-Lei nº 857, de 11 de setembro de 1969, e na parte final do art. 6º da Lei nº 8.880, de 27 de maio de 1994;*

*- Reajuste ou correção monetária expressa em, ou vinculada a unidade monetária de conta de qualquer natureza;*

*- Correção monetária ou de reajuste por índices de preços gerais, setoriais ou que reflitam a variação dos custos de produção ou dos insumos utilizados, ressalvado o disposto no artigo seguinte.*

O Código Civil em vigor, instituído pela Lei nº 10.406 de 10/1/2002, em seu artigo 318, corroborou a regra geral prevista na legislação anterior, tanto ao vedar a utilização de moeda estrangeira como moeda de pagamento, como também ao considerar nulas as convenções destinadas a compensar a diferença entre o valor da moeda estrangeira e o valor da moeda nacional, porém ressaltando a exceção legal para legislação especial.

Assim, pode-se concluir que há vedação, como regra geral, para o estabelecimento de obrigações indexadas à moeda estrangeira. No entanto, ficam ressalvadas as disposições especiais e exceções legalmente previstas.

Tendo em vista a dilação acima acerca da possibilidade de indexação à moeda estrangeira conclui-se ser possível a indexação em determinadas situações ressalvadas em legislação específica, especialmente em situações nas quais os atores comerciais estão expostos a algum tipo de variação cambial.

### 5.3. Da possibilidade de indexação de CRA à moeda estrangeira<sup>81</sup>

Conforme discutido anteriormente, é requisito para a emissão de CRA a existência de direitos creditórios oriundos do agronegócio subjacentes, sendo que caso tais direitos creditórios que lastreiam o CRA sejam vinculados ao valor de preço de algum produto em dólares (por meio de uma CPR ou CDA/WA, por exemplo), o índice de preço adotado pela B3 que seja dolarizado (como é o caso da soja) ou créditos de exportação, o CRA, tendo em vista sua natureza de instrumento de securitização, automaticamente herdará estas características. Mas isto seria lícito?

Nossos tribunais já se posicionaram favoravelmente com relação à utilização de dólares em operações relacionadas ao Agronegócio, conforme se verifica da decisão abaixo:

DIREITO CIVIL. COMPRA E VENDA DE SAFRA FUTURA. CONTRATO-TIPO. CÓDIGO DE DEFESA DO CONSUMIDOR. POTENCIAL CONSUMIDOR. INAPLICÁVEL. ONEROSIDADE EXCESSIVA. NÃO-CONFIGURADA. DÓLAR AMERICANO. FATOR DE ATUALIZAÇÃO. CLÁUSULA PENAL. REDUÇÃO. SÚMULA N. 7/STJ.

1. Não há relação de consumo nos moldes do artigo 29 do CDC quando o contratante não traduz a condição de potencial consumidor nem de parte aderente, firmando negócio jurídico produzido por acordo de vontades, na forma de contrato-tipo.

---

<sup>81</sup> O §3º do artigo 542 do Projeto de Lei 1.572 de 2011 que objetiva instituir novo Código Comercial traz a previsão legal da possibilidade de inclusão de cláusula de variação cambial no CRA desde que sejam observadas 3 condições: (i) os CRA sejam integralmente lastreado em títulos representativos de direitos creditórios com cláusula e correção na mesma moeda, na forma estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional; (ii) negociado, exclusivamente, com investidores não residentes nos termos da legislação e regulamentação em vigor; e (iii) observadas as demais condições a serem estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional.

2. O dólar americano não representa indexador, sendo utilizado na avença como fator de atualização, porquanto a soja brasileira caracteriza-se como produto de exportação cujo preço é determinado pela Bolsa de Chicago.
3. É possível a revisão de multa de modo a ser reduzida pelo magistrado quando houver adimplemento parcial ou simples mora dada a natureza compensatória das perdas e danos. No entanto, sua adequação à realidade dos fatos esbarra no óbice da Súmula n.7/STJ.
4. Recurso especial não conhecido. (REsp 655436 / MT Recurso Especial 2004/0050898-7, Relator Ministro João Otávio de Noronha, DJ 08/04/2008).

Especificamente, com relação à contratação de obrigações em dólares, também já se manifestaram favoravelmente nossos tribunais. Vejamos:

*(...) ao que se colhe do processado, em 03 de junho de 2004, os autores pactuaram com o réu, instrumento particular de confissão de dívida, objetivando firmar compromisso para pagamento futuro, comprometendo-se a efetuar o pagamento de 3.762 (três mil, setecentos e sessenta e dois) sacas de feijão e soja em grãos, de 60 (sessenta) kg cada uma, no dia 25 de maio de 2005.*

*Segundo os argumentos dos autores, o pagamento não ocorreu na data combinada, eis que o réu não aceitou o valor disponibilizado, resultando no aforamento da ação de execução, processo nº 021/1.06.0011940-2, em tramite na 3ª Vara Cível de Passo Fundo. O mencionado instrumento de confissão de dívida prevê, no parágrafo único da cláusula segunda que, em caso de atraso no pagamento da quantia de soja, acima estipulada, após o vencimento da dívida o mencionado produto será cotado ao preço de U\$ 14,00 (quatorze dólares americanos), por saca de soja devida.*

*Esta previsão que os autores pretendem ver anulada, sob fundamento de não ser admitida a adoção do dólar como critério de correção do valor, ensejando a declaração de nulidade dos títulos e conseqüente extinção da ação de execução proposta pelo demandado.*

*Não há como vingar a alegação.*

*Ao contrário do asseverado pelos recorrentes, a mencionada cláusula contratual não está a determinar o pagamento em moeda estrangeira, mas, apenas e tão somente, a utilização da moeda americana como indexador, para que o pagamento ocorra em moeda corrente nacional.*

*O ponto restou analisado com precisão pelo magistrado a quo, razão por que, para evitar desnecessária repetição de argumentos, adoto os fundamentos esposados como razões de decidir: "Buscam os autores a declaração de nulidade da cláusula que prevê a cotação da saca de soja em dólar americano, pois em confronto com o estabelecido no art. 1º do Decreto-Lei 857/69, bem como seja utilizado o IGP-M como índice de correção monetária.*

*Todavia, sem razão os demandantes. Isso porque, os arts. 1º do Decreto-Lei 857/69 e 318 do Código Civil têm como escopo vedar a circulação e o pagamento em moeda estrangeira, não sendo nula a cláusula de indexação vinculada ao dólar americano, desde que o pagamento seja efetuado mediante a devida conversão em moeda nacional. Assim, considerando que no instrumento particular de confissão de dívida das fls. 07/08 não há fixação de pagamento em moeda estrangeira, mas apenas a sua utilização como fator de definição do preço da saca da soja em caso de atraso no adimplemento (parágrafo único da cláusula 2ª - fl. 07), inexistente ilegalidade no ajuste do preço da saca de soja em dólar americano, até porque a confissão de dívida foi livremente firmada pelas partes, pessoas físicas, não tendo os autores logrado comprovar terem sido induzidos em erro ou coagidos pelo demandado no momento da contratação (...). Desta feita, nenhuma nulidade há para ser declarada (...). (Tribunal de Justiça do Rio Grande do Sul. Apelação nº 70036071108. 18ª Câmara Cível. Rel. Des. Min. Cláudio Augusto Rosa Lopes Nunes, d. j. 02.09.2010)*

**APELAÇÃO. EMBARGOS À EXECUÇÃO. CONTRATO PARTICULAR DE CONFISSÃO DE DÍVIDA. INDEXAÇÃO PELO DÓLAR NORTE-AMERICANO. ILEGALIDADE E ABUSIVIDADE NÃO CONFIGURADAS.**

*Contrato de confissão de dívida firmado por liberalidade entre pessoas jurídicas, exercendo a autora, empresa de grande porte, sociedade anônima, que exerce atividade no comércio de importação e exportação de produtos, portanto conhecedora do mercado internacional. Hipossuficiência não caracterizada. Ademais, tem a autora como objeto social fabricação, industrialização e comercialização de produtos, não existindo prova nos autos que se trate de destinatária final dos produtos adquiridos. Relação de consumo não configurada.*

*Não há ilegalidade na indexação pelo dólar norte-americano, se a parte credora busca o pagamento em moeda corrente nacional. Conversão do valor da confissão de dívida em reais, quando do ajuizamento da execução, cotação média do dólar comercial de R\$2,148, o que não se mostra abusivo. O contrato de confissão de dívida objeto da execução é título executivo hábil, líquido, certo e exigível.*

*Apelo improvido. (Agravo Regimental no Agravo de Instrumento nº 1.341.225 – RS (2010/0149514-0). Relator Ministro Paulo de Tarso Sanseverino)*

Assim, apesar da existência de jurisprudência em sentido oposto, há que se ressaltar que os tribunais pátrios já se manifestaram favoravelmente, em diversas oportunidades, à possibilidade de estabelecimento de CPRs e/ou CPR-Fs (títulos do agronegócio que comumente são utilizados como lastro em operações de emissão de CRA) com valor vinculado a moedas estrangeiras, em linha com a interpretação acima exposta.

Distinção importante a ser feita, com relação a todas as hipóteses acima

mencionadas, assim como àquelas a serem a seguir discutidas, com relação ao CRA, é que em nenhuma hipótese deve se considerar a realização de pagamento em moeda estrangeira, o que é inquestionavelmente vedado pela legislação pátria, mas sim que o pagamento seja efetuado mediante a devida conversão em moeda corrente nacional.

Neste sentido, a título exemplificativo, destacamos decisão abaixo:

*DIREITO CIVIL E PROCESSUAL. EMBARGOS DO DEVEDOR À EXECUÇÃO DE TÍTULO JUDICIAL. ACORDO HOMOLOGADO EM SEPARAÇÃO JUDICIAL. EMBARGOS DE DECLARAÇÃO. REJEIÇÃO.*

*PREQUESTIONAMENTO. CONTRATAÇÃO EM MOEDA ESTRANGEIRA. CURSO FORÇADO DA MOEDA NACIONAL. MOMENTO DA CONVERSÃO. DATA DO PAGAMENTO.*

*Não há previsão no art. 535 do CPC para reabertura do debate, se ausente omissão, contradição ou obscuridade no julgado, notadamente quando fundados os embargos de declaração no mero inconformismo da parte.*

*Não se conhece do recurso especial, na parte em que fundamentado em temas não*

*apreciados pelo Tribunal estadual, o qual adotou premissa diversa da pretendida pela parte.*

*A peculiaridade do processo reside em acordo firmado entre as partes em sede de separação judicial, no qual a moeda americana serviu apenas como paradigma para estipulação dos valores a serem pagos pela conversão em moeda nacional.*

*Ressalte-se que não trata a discussão a respeito de estar o acordo inserido ou não nas hipóteses que excepcionam o comando do art. 1º do Dec.-Lei n.º 857/69, previstas no art. 2º e seus incisos, o que obsta a análise da questão sob a ótica das exceções legais e de sua aplicabilidade ou não ao processo.*

*Da mesma forma, salutar definir que não se trata de indexação em moeda estrangeira, o que é rechaçado pelo art. 27 da Lei n.º 9.069/95 (Lei do Plano Real) ao atrelar a correção monetária à variação acumulada do Índice de Preços ao Consumidor - IPC.*

*Desde que expressamente previsto que o pagamento realizar-se-á por meio da respectiva conversão em moeda nacional, é válida a contratação em moeda estrangeira, consideradas as peculiaridades do processo.*

*A obediência ao curso forçado da moeda nacional implica na proibição do credor de se recusar a receber o pagamento da dívida em reais e faz surgir a conclusão de que o momento da conversão em moeda nacional é o do pagamento da dívida e não o do ajuizamento da execução. Recurso especial não conhecido. (REsp nº 647.672 – SP (2004/0034872-0), Relatora Ministra Nancy Andrighi, DJ 14/02/2007)<sup>82</sup>*

<sup>82</sup> Outras decisões adotam igual interpretação: (i) REsp nº 599961, Ministro César Asfor Rocha, DJ 23/03/2007; (ii) REsp nº 119.773, Ministro Sálvio de Figueiredo Teixeira, DJ 23/11/1998; (iii) REsp nº 633681, Ministro César Asfor Rocha, DJ 23/05/2007; (iv) REsp nº 633.681, Ministro César Asfor Rocha, DJ 09/05/2007; e (v) REsp 402.071, Relator Ministro Carlos Alberto Menezes Direito, DJ

Conforme mencionado acima, uma alternativa para a geração de lastros elegíveis para compor o patrimônio separado vinculado aos CRAs em dólares, seria a aquisição de direitos creditórios oriundos de contratos de exportação celebrados por produtores rurais.

Do mesmo modo, uma vez que os importadores de referidos contratos (portanto, devedores da obrigação de pagar e credores da obrigação de recebimento da mercadoria) seriam pessoas residentes e domiciliadas no exterior, na forma do disposto no inciso IV ao artigo 2º do Decreto Lei 857/69, entendemos que seria válida a celebração de tais contratos em dólares, permitindo sua aquisição pela securitizadora na forma originalmente contratada, para fins de securitização.

É importante destacar, no entanto, que a possibilidade de aquisição dos créditos de exportação deverá ser analisada sobre o ponto de vista legal e regulatório, especialmente do ponto de vista cambial e de exportação, análise esta fora do escopo do presente trabalho.

Conforme já indicado, o CRA é título emitido por companhias securitizadoras, com base em créditos oriundos do agronegócio, tendo sido criado com o fim específico de fomentar e diminuir os custos de produtores rurais e outros envolvidos no agronegócio.

Assim, nos termos acima, a emissão do CRA em dólares, estaria embasada tanto nos requisitos legais da Lei 11.076, com relação ao CRA, como na exceção prevista no inciso IV ao artigo 2º do Decreto Lei 857/69 (em caso de obrigação cujo credor seria residente e domiciliado no exterior) com relação à emissão em dólares norte-americanos.

No entanto, cumpre observar que, conforme determina a Lei 11.076, o CRA poderá conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados. Deste modo, para que o CRA possa ser denominado em dólares – o que, conforme interpretação mencionada acima, estaria de acordo com a legislação aplicável – seria necessário que o lastro a ser utilizado fosse igualmente indexado, sob pena de impossibilidade de emissão de CRA em dólar.



Assim, para que a operação possa ser estruturada na forma proposta, é essencial que os direitos creditórios da cadeia agroindustrial a serem utilizados como lastro dos CRAs sejam emitidos em dólares e que, em caso de variação do valor nominal dos CRAs, que tal variação seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados.

#### 5.4. Da necessidade de um quadro normativo seguro para a implantação

A necessidade de se atrair cada vez mais recursos para atividades intensivas em capital, como ocorre no agronegócio, e tendo em vista a limitação das fontes internas de financiamento, tanto em volume quanto em prazo, torna imprescindível a atração de capital estrangeiro para a complementação das fontes de financiamento para o setor.

Um dos requisitos para que isso ocorra nos volumes necessários é a oferta de investimentos indexados ao dólar norte-americano, tendo em vista que a maior parte dos investidores deseja investir seus recursos em renda fixa e não efetuar investimentos cambiais em moeda estrangeira.

Um dos desafios que enfrentamos em relação à indexação é a existência de regras mais claras e de um panorama normativo que dê mais segurança aos investimentos vinculados a variação cambial.

Um dos pontos que ainda permanece controverso na jurisprudência pátria é a questão de qual taxa deveria ser utilizada na conversão para moeda estrangeira, de ver-se:

*(...) O pagamento de dívidas em moeda estrangeira é tratado de maneira pacífica por este STJ, que já se manifestou reiteradas vezes afirmando ser 'legítimo o contrato de compra e venda celebrado em moeda estrangeira, desde que o pagamento se efetive pela conversão em moeda nacional' (REsp 779.832/PR, 4ª Turma, Rel. Min. João Otávio de Noronha, DJe de 28.04.2008. No mesmo sentido: REsp 194.629/SP, 3ª Turma, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, DJ de 22.05.2000; e REsp 848.424/RJ, 4ª Turma, Rel. Min. Fernando Gonçalves, DJe de 18.08.2008). Vale dizer, salvo as exceções previstas no art. 2º do DL 857/69, o devedor somente é liberado da dívida pelo pagamento em moeda corrente nacional, forçando-se, com isso, o curso desta.*

*Com relação à possibilidade de indexação, contudo, constata-se a existência de alguma controvérsia nos precedentes surgidos após a entrada em vigor do Plano Real.*

*(...) mais recentemente, contudo, no julgamento do REsp 900.680/SP, Rel. Min. Fernando Gonçalves, DJe de 14.04.2008, a 4ª Turma voltou a se manifestar pela validade de contratação em*

*moeda estrangeira não enquadrada nas exceções do art. 2º do DL 857/69. De acordo com o voto condutor, o fato da dívida ter sido contraída em moeda estrangeira, com previsão de que a conversão para moeda nacional se fizesse na data do efetivo pagamento, permite concluir 'que a dívida está sendo exigida em reais, o que não agride as disposições do Decreto-lei 857/69 e da Lei nº 8.880/94'.*

*A partir dos precedentes supra, constata-se que, mesmo após a vigência do Plano Real, em certas ocasiões, houve equiparação entre a possibilidade de se pagar dívida expressa em moeda estrangeira, desde que convertida em moeda nacional, e a indexação de dívidas pela variação cambial.*

*Entretanto, como visto, tais hipóteses são absolutamente distintas, sendo certo que, desde o advento da Lei 8.880/94, a mencionada indexação é vedada.*

*A confusão possivelmente decorre do fato de que, em se tratando de contratação em moeda estrangeira prevista no art. 2º do DL 857/69, não só se admite indexação, como a jurisprudência desta Corte é firme no sentido de que 'a sua conversão em moeda nacional deve ocorrer na data do efetivo pagamento e não em data pretérita' (REsp 680.543/RJ, 3ª Turma, minha relatoria, DJ de 04.12.2006. No mesmo sentido: REsp 270.674/RS, 3ª Turma, Rel. Min. Carlos Alberto Menezes Direito, DJ de 20.08.2001; e REsp 83.752/RS, 4ª Turma, Rel. Min. Barros Monteiro, DJ de 13.08.2001).*

*Seja como for, quando não enquadradas nas exceções do art. 2º do DL 857/69, as dívidas fixadas em moeda estrangeira não permitem indexação. Sendo assim, havendo previsão de pagamento futuro, tais dívidas deverão, no ato de quitação, ser convertidas para moeda nacional com base na cotação da data da contratação e, a partir daí, atualizadas com base em índice de correção monetária admitido pela legislação pátria (...). (Superior Tribunal de Justiça. REsp nº. 804-791 - MG. Rel. Min. Des. Nancy Andrighi, d. j. 25.9.2009)*

A adoção do entendimento exarado acima não acarretaria a nulidade da obrigação, mas provocaria o descasamento entre os valores de liquidação do lastro e aqueles estabelecidos no CRA, em vista da disparidade das taxas de câmbio adotadas. Este é o tipo de risco que repele o investidor estrangeiro interessado em renda fixa, na medida que grande parte deles não deseja correr o risco da variação cambial do real. Devido às limitações de nosso direito pátrio em relação à indexação, o investimento estrangeiro em nosso país muitas vezes é uma aposta dupla, tendo em vista que o investidor corre o risco do negócio no qual investiu e o risco da variação cambial.

Outra corrente jurisprudencial que afeta a indexação é a corrente que prega a aplicação da Teoria da Imprevisibilidade e/ou da onerosidade excessiva para situações em que existe exposição à variação cambial, de ver-se:

*DIREITO CIVIL. RECURSO ESPECIAL. AÇÃO REVISIONAL DE CONTRATOS DE COMPRA E VENDA DE SOJA VERDE ATRELADOS ÀS CÉDULAS DE PRODUTO RURAL. CLÁUSULA DE VARIAÇÃO CAMBIAL. AUTORIZAÇÃO PARA O PACTO. LEI 8.880/94. CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. RESOLUÇÕES Nº. 2148/95 E Nº. 2483/98. VALIDADE DO AJUSTE. EXCESSIVA ONEROSIDADE. JANEIRO DE 1999. DISTRIBUIÇÃO EQUITATIVA.*

*O pacto de cláusula cambial em cédula de produto rural não afronta o art. 6º da Lei nº. 8880/94, porquanto a autorização está prevista em lei federal (Lei nº. 4595/64, art. 4º, incs. VI e XXXI), ficando a cargo do Conselho Monetário Nacional a sua regulamentação, a qual foi exercida, na hipótese, por meio das Resoluções nº. 2148/95 e nº. 2483/98.*

*Dada a abrupta variação cambial da moeda americana frente ao Real, verificada em janeiro de 1999, deve ser reconhecida a onerosidade excessiva das prestações tomadas pelo devedor que pactuou cédula de produto rural com cláusula de indexação pela variação cambial. Nessa hipótese, deve a cláusula ser revisada para se distribuir entre devedor e credor, equitativamente, a variação cambial observada. Recurso especial parcialmente conhecido e, nessa parte, provido. (REsp nº 579.107 – MT (2003/0129531-2), Relatora Ministra Nancy Andrighi, DJ 07/12/2004)*

De igual maneira a aplicação desta teoria, como se verifica da decisão acima, não invalidaria o negócio celebrado entre as partes, porém ensejaria a alteração das condições originalmente pactuadas e geraria um descasamento entre lastro e CRA.

A respeito deste mesmo tema, é importante destacar que existem decisões favoráveis à rejeição de tais teorias, especialmente no tocante ao financiamento rural. Nesse sentido, destacamos excerto de decisão proferida pelo Superior Tribunal de Justiça no âmbito do Recurso Especial (REsp) 645897, Relatora Ministra Nancy Andrighi, publicado no Diário da Justiça em 06 de junho de 2006:

*Contrato de financiamento rural, vinculado à flutuação do câmbio, traz em seu bojo uma irresponsável dose de risco. Entretanto, se a flutuação do dólar trouxe acréscimos à obrigação do beneficiário, sem longe de dúvidas que onerou também a empresa financiadora. Em decorrência da previsibilidade da variação cambial, não existe fato extraordinário a ensejar a aplicação da teoria da imprevisão aos contratos de financiamento rural, cujo indexador é a moeda estrangeira, autorizado pelo Banco Central.*

No mesmo sentido:

#### BENS MÓVEIS (sacas de café) - AÇÃO DE RESSARCIMENTO DE DANOS -

Emissão de cédula de produto rural (CPR) pignoratícia e hipotecária - Endosso - Aval prestado pelo endossante com seguro - Inexecução da obrigação de entregar coisa certa (sacas de café) - Pagamento pelo avalista e cobertura pela seguradora - Sub-rogação de direitos - Ação de conhecimento prescinde da juntada da planilha dos cálculos - Uma das características da CPR é a impossibilidade do produtor rural invocar em seu benefício o caso fortuito ou a força maior (Lei nº 8.929/94, art. 11) - Inaplicabilidade da teoria da imprevisão a respeito do preço da saca do café (CC, art. 478), porquanto se trata de commoditie sujeita a variações de valor nos mercados interno e externo, ao sabor do mercado futuro - Mera presunção sem maior base fática a respeito da concessão de moratória - Não caracterização de cerceamento do direito de ampla defesa - Recurso não provido.”

(Apelação com Revisão nº 1057345, registrada no website do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo sob o nº 02321502, Relator Antônio Benedito Ribeiro Pinto, DJ 28/04/2009).

“DIREITO EMPRESARIAL. CONTRATOS. COMPRA E VENDA DE COISA FUTURA (SOJA). TEORIA DA IMPREVISÃO. ONEROSIDADE EXCESSIVA. INAPLICABILIDADE.

Contratos empresariais não devem ser tratados da mesma forma que contratos cíveis em geral ou contratos de consumo. Nestes admite-se o dirigismo contratual. Naqueles devem prevalecer os princípios da autonomia da vontade e da força obrigatória das avenças.

Direito Civil e Direito Empresarial, ainda que ramos do Direito Privado, submetem-se a regras e princípios próprios. O fato de o Código Civil de 2002 ter submetido os contratos cíveis e empresariais às mesmas regras gerais não significa que estes contratos sejam essencialmente iguais.

O caso dos autos tem peculiaridades que impedem a aplicação da teoria da imprevisão, de que trata o art. 478 do CC/2002: (i) os contratos em discussão não são de execução continuada ou diferida, mas contratos de compra e venda de coisa futura, a preço fixo, (ii) a alta do preço da soja não tornou a prestação de uma das partes excessivamente onerosa, mas apenas reduziu o lucro esperado pelo produtor rural e (iii) a variação cambial que alterou a cotação da soja não configurou um acontecimento extraordinário e imprevisível, porque ambas as partes contratantes conhecem o mercado em que atuam, pois são profissionais do ramo e sabem que tais flutuações são possíveis.5. Recurso especial conhecido e provido.(REsp nº 936.741 – GO (2007/0065852-6), Relator Ministro Antônio Carlos Ferreira, DJ 03/11/2011).

A incerteza gerada pela jurisprudência vacilante, conforme salientado acima, constitui grave óbice a emissão de CRA em dólares, de forma que alterações na legislação são de suma importância para se trazer estabilidade.

## 5.5. Entraves Legais para a Operacionalização

Analisando a questão sob a óptica de um investidor estrangeiro, e levando-se em consideração que o investidor estrangeiro possui a maior parte de seu patrimônio referenciado à moeda de seu país de origem (no caso, dólares), ao converter dólares para reais para realizar investimentos no mercado brasileiro, o investidor passa a estar exposto a ganhos ou perdas de variação cambial.

Como resultado da exposição cambial assumida, no ato de retorno do capital investido ao exterior, o investidor estrangeiro irá apurar ganhos ou perdas sobre o valor em dólares do investimento, resultantes da diferença entre a taxa cambial do real aplicada (i) na conversão de dólares para aquisição de reais para aquisição dos CRAs e (ii) na conversão de reais em dólares para retorno do capital investido ao exterior quando do recebimento investido em CRAs.

Em razão do risco de variação cambial mencionado, ao se emitir o CRA com valor nominal em dólares, busca-se propiciar ao investidor estrangeiro a oportunidade de investir em um ativo brasileiro desvinculado do risco de variação cambial do real, de modo que o valor em dólares de resgate do investimento deverá corresponder ao mesmo valor em dólares de aquisição do investimento, sendo esta medida condição para que o investidor estrangeiro, sem apetite para suportar variações cambiais, invista em nosso país.

Do ponto de vista do investidor estrangeiro, a aquisição de CRA emitido em dólares não resulta em ganhos ou perdas decorrentes de variação cambial, uma vez que seu investimento é referenciado em dólares. Nesse contexto, o valor do principal investido não consiste em renda ou acréscimo patrimonial para o investidor em moeda estrangeira, de forma que o seu repagamento não deve estar sujeito à tributação pelo imposto de renda, sob pena do investidor estrangeiro ter seu patrimônio reduzido após o investimento em decorrência da tributação da variação cambial, sendo que sob o ponto de vista do investidor estrangeiro seu patrimônio permaneceu constante.

Todavia, considerando a necessidade de curso de moeda em reais para a efetivação e liquidação do investimento em CRA denominado em dólares, o fisco brasileiro ao enxergar somente a operação pelo seu resultado em moeda nacional, pleitear o pagamento de imposto de renda sobre os aparentes “ganhos em reais”

auferidos pelo investidor estrangeiro na hipótese de eventual desvalorização do real frente à moeda estrangeira. Neste caso, considerando que o ativo está denominado em moeda estrangeira, o ganho decorreria do fato de o valor em reais obtido na liquidação do CRA ser superior ao valor em reais de aquisição do CRA.

A linha argumentativa principal para sustentar a não tributação do valor do principal, denominado em moeda estrangeira dos CRAs tem como fundamento o fato de o imposto de renda, tal como previsto no artigo 43 do Código Tributário Nacional, somente poder incidir sobre efetivos acréscimos patrimoniais. Neste caso a existência de um acréscimo patrimonial é totalmente questionável, tendo em vista que o patrimônio do investidor estrangeiro em dólares, excluindo-se as receitas oriundas dos juros, ficou constante. Fica claro que o patrimônio do investidor estrangeiro quando considerado em moeda estrangeira ficou constante.

Levando-se em consideração a perspectiva do investidor estrangeiro, o valor em dólares de aquisição do CRA será o mesmo valor em dólares verificado no evento de repagamento do valor correspondente ao seu principal. Assim, não há que se falar no reconhecimento de um ganho, em moeda estrangeira, para o investidor não residente. Se não há ganho, não há que se falar em tributação pelo imposto de renda.

Existem situações similares de investimento estrangeiro no Brasil em que a operação é denominada em moeda estrangeira, e, por consequência, não é verificada tributação de supostos ganhos de variação cambial. Por exemplo, os empréstimos externos contratados por companhias brasileiras junto a credores estrangeiros, em que o investimento estrangeiro (empréstimo), é denominado em moeda estrangeira. Tal entendimento é suportado pela jurisprudência do 1º Conselho de Contribuintes (atual Conselho Administrativo de Recursos Fiscais – “CARF”):

(Acórdão 106-08.029 de 10.6.1996)

IRRF - CORREÇÃO CAMBIAL - Inexigível o imposto sobre a parcela de correção cambial das parcelas de amortização do principal na liquidação de contrato de mútuo, no caso de beneficiário no exterior”.

Este entendimento também se encontra presente na forma de apuração de ganhos de capital auferidos por investidores estrangeiros na alienação de participações societárias detidas por meio de empresas brasileiras nos termos da

Lei 4.131/62 - nesse sentido, colaciono as disposições da Portaria nº 550, editada pelo Ministério da Fazenda:

(Portaria MF nº 550 de 03.11.1994)

“Art. 2º O ganho de capital corresponderá à diferença positiva, apurada em moeda estrangeira, entre o valor da alienação, redução do capital ou liquidação e o custo de aquisição da participação societária”.O aludido entendimento também se encontra presente na forma de apuração de ganhos de capital auferidos por investidores estrangeiros na alienação de participações societárias detidas por meio de empresas brasileiras nos termos da Lei 4.131/62 - nesse sentido, disposições da Portaria nº 550, editada pelo Ministério da Fazenda:

(Portaria MF nº 550 de 03.11.1994)

“Art. 2º O ganho de capital corresponderá à diferença positiva, apurada em moeda estrangeira, entre o valor da alienação, redução do capital ou liquidação e o custo de aquisição da participação societária.

A jurisprudência e os normativos referidos acima corroboram o entendimento de que o acréscimo patrimonial do investidor estrangeiro somente deve corresponder aos ganhos obtidos com o investimento realizado, partindo-se de um pressuposto de neutralidade cambial, o qual deve ser apurado com base na diferença positiva, em moeda estrangeira, entre o custo de aquisição do investimento e seu valor de resgate, não alcançando eventuais efeitos de variações cambiais, entretanto, para se criar um cenário segurança normativa absoluto para a realização de investimentos referenciados em moeda estrangeira em nosso país, a legislação deve ser ajustada para positivar este entendimento.

A questão é que, enquanto esse tipo de entendimento não for positivado, o investidor estrangeiro não gozará da segurança necessária para que este possa investir com segurança em nosso país.

## 6. OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO SÃO TÍTULOS DE CRÉDITO OU VALORES MOBILIÁRIOS?

### 6.1. Análise dos Princípios Aplicáveis aos Títulos de Crédito e sua Definição

Os títulos de crédito desempenham papel fundamental na sociedade moderna tendo em vista que fomentam a circulação da riqueza, como nos ensina Vivante:

*Em princípio, não é indispensável a posse de um título para exercer um direito de crédito, nem para o ceder a outrem; mas no comércio moderno existe uma tendência bastante evidente para representar o crédito por um título, a fim de facilitar a sua circulação, e para tornar mais simples e segura a sua cobrança.<sup>83</sup>*

Essa constatação “vivantesca” é extremamente relevante para o presente trabalho tendo em vista que, o instituto da securitização também se presta a facilitar e fomentar a circulação de créditos (títulos de crédito ou não) devido ao seu papel uniformizador, que viabiliza a aquisição de um feixe de direitos creditórios por investidores assumindo o papel de dar liquidez ou potencializar a liquidez de uma espécie de bens do cedente.

Nesse mesmo sentido Tullio Ascarelli, em seu estudo sobre a teoria dos títulos de crédito, destaca a grande contribuição desses títulos para a formação da economia moderna:

*A vida econômica moderna seria incompreensível sem a densa rede de títulos de crédito; às invenções técnicas teriam faltado meios jurídicos para a sua adequada realização social; as relações comerciais tomariam necessariamente outro aspecto. Graças aos títulos de crédito pôde o mundo moderno mobilizar as próprias riquezas; graças a eles o direito consegue vencer o tempo e o espaço, transportando com a maior facilidade, representados nestes títulos, bem distantes e materializando, no presente, as próprias riquezas futuras.<sup>84</sup>*

A definição de Vivante do que são títulos de crédito nos é trazida por Ascarelli e é ao mesmo tempo sucinta e esclarecedora: “É título de crédito o documento necessário para exercer o direito literal autônomo nele mencionado”. A aludida

---

<sup>83</sup> VIVANTE, Cesare. **Instituições de Direito Comercial**. 1910, editor Lisboa Teixeira, 423 p. 136

<sup>84</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, p. 25.



definição é a que melhor captura a essência do instrumento, e é a utilizada no Código Civil brasileiro de 2002: “Art. 887. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei”.

Os elementos característicos dos títulos de crédito são tratados pelos doutrinadores de formas distintas. Luiz Emygdio<sup>85</sup>, após dissertar sobre o conceito de título de crédito, assevera que após a apresentação de uma definição torna-se possível o apontamento das características dos títulos de crédito, que ele indica serem as seguintes: (i) natureza comercial; (ii) documento formal, (iii) bem móvel, (iv) título de apresentação, (v) consubstancia obrigação líquida e certa, (vi) possui eficácia processual abstrata, (vii) corresponde a obrigação quesível, (viii) emitido em regra com natureza pro solvendo, (ix) título de resgate, e (x) título de circulação.

Waldirio Bulgarelli<sup>86</sup> aborda a questão de forma distinta, dando destaque aos requisitos e não as características dividindo-os em requisitos ordinários e requisitos extraordinários sendo os primeiros a cartularidade, a literalidade e a autonomia e os segundos a independência e a abstração.

O objetivo de ambos os doutrinadores é similar, mas o propósito do presente trabalho (verificação da subsunção dos CRA ao conceito de títulos e crédito) opta-se por seguir com a vertente de Bulgarelli.

Ascarelli esclarece que o neologismo “cartular” foi introduzido na literatura jurídica italiana por Bonelli e que se origina do vocábulo “chartula” do baixo latim que passou a ser utilizado para qualificar o direito que deriva do título de crédito (direito cartular); o negócio jurídico que preside a constituição do título de crédito (negócio cartular); o titular do direito, decorrente do título de crédito (obrigação cartular em oposição a obrigação extracartular) e assim por diante.<sup>87</sup>

A cartularidade ou incorporação tem como significado que o direito cambiário se materializa no documento inexistindo direito sem a cártula. Sobre essa definição Bulgarelli ensina que:

---

<sup>85</sup> ASCARELLI, Tullio. **Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado**. Campinas: Bookseller, 1999, p. 25.

<sup>86</sup> Bulgarelli, Waldirio. *Títulos de crédito*. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000, p. 62

<sup>87</sup> ASCARELLI, Túlio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito / Tullio Ascarelli**. – Campinas, SP: Servanda Editora, 2009, pg. 51

*A cartularidade, também chamada de incorporação, notadamente pelos autores espanhóis modernos, como Broseta Pont e Rodrigo Uria, e pelo nosso Eunápio Borges, e que consiste, em última análise, na materialização do direito, no documento. Daí se dizer que o direito se incorpora ao documento, expressão empregada até mesmo por Cesare Vivante.<sup>88</sup>*

A literalidade, segundo a doutrina de Luiz Emygídio surgiu no século XVIII com Eneccio, significa que o direito cambiário só pode ser exercido com base nos elementos constantes do título de crédito.<sup>89</sup>

Waldirio Bulgarelli define literalidade de maneira sucinta como sendo “a medida do direito contido no título”.<sup>90</sup>

Ascarelli nos traz a definição de Messineo que delimita a literalidade nos seguintes termos: “o direito decorrente do título é literal no sentido do que, quanto ao conteúdo, à extensão e as modalidades desse direito, é decisivo exclusivamente o teor do título”.<sup>91</sup>

Ascarelli explica a literalidade da seguinte forma:

*A explicação de literalidade, que a doutrina eleva à característica essência de título de crédito, está na autonomia de declaração mencionada no mesmo título (declaração cartular) e na função constitutiva que, a respeito da declaração cartular e de qualquer de suas modalidades, exerce a redação do título; essa declaração está, pois, submetida exclusivamente à disciplina que decorre das cláusulas do próprio título.<sup>92</sup>*

A autonomia nos remete a independência do título de crédito com a relação causal que lhe deu efeito que em última instância é o que fomenta a circulação do título tendo em vista a inoponibilidade da relação comercial subjacente que deu origem ao título. Este princípio se encontra positivado na Lei Uniforme de Genebra,

---

<sup>88</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000, p. 63.

<sup>89</sup> JÚNIOR, Luiz Emygídio Franco da. **Títulos de Crédito** / Luiz Emygídio F. da Rosa. – 4. Ed. Revista e atualizada, de acordo com o novo Código Civil – Rio de Janeiro: Renovar, 2006 pg 61

<sup>90</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000, p.58

<sup>91</sup> MESSINEO, **Tiloli di Crédito**, p. 8, in Ascarelli, Túlio. Teoria Geral dos Títulos de Crédito / Tullio Ascarelli. – Campinas, SP: Servanda Editora, 2009, pg. 51.

<sup>92</sup> ASCARELLI, **Túlio. Teoria Geral dos Títulos de Crédito** / Tullio Ascarelli. – Campinas, SP: Servanda Editora, 2009, pg. 93 e 94.

ratificada pelo Decreto nº 57.663/1966:

*Art. 17 - As pessoas acionadas em virtude de uma letra não podem opor ao portador as exceções fundadas sobre as relações pessoais delas com o sacador ou com os portadores anteriores, a menos que o portador ao adquirir a letra tenha procedido conscientemente em detrimento do devedor.*

Nas palavras de Ascarelli a autonomia está vinculada à circulação do título de crédito: *“Na sua circulação, o título passa, porém, pelas mãos de diversos proprietários e encontramos logo, a esse propósito, uma característica ulterior dos títulos de crédito, que se costuma indicar qualificando o direito do titular como autônomo, isto é, independentemente da titularidade do seu antecessor”*.<sup>93</sup>

Ascarelli destaca que a autonomia é abordada de duas formas distintas, sendo a primeira relacionada à afirmação de que *“não podem ser opostas ao subsequente titular do direito cartular as exceções oponíveis ao portador, decorrentes de concessões extracartulares, inclusive nos títulos abstratos, as causais”*. A segunda abordagem *“quer-se afirmar que não pode ser oposta ao terceiro possuidor do título a falta de titularidade de quem lhe transferiu (...)”*.<sup>94</sup>

A abstração nos é explicada por Ascarelli:

*A abstração da obrigação cambiária é consagrada em geral, como uma regra única e constante, seja qual for o portador, e essa abstração assenta em um princípio extremamente simples: o caráter pessoal (isto é, extracartular) das exceções causais, que como tais não podem ser opostas, se não ao portador da respectiva relação.*<sup>95</sup>

Em oposição aos títulos abstratos temos os títulos causais, dentre os quais temos como maior exemplo na práxis cambiária pátria, a duplicata. Luiz Emygídio explica a diferença entre os dois tipos de títulos:

*Títulos abstratos são aqueles que podem decorrer de qualquer*

---

<sup>93</sup> ASCARELLI, Túlio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito** / Tullio Ascarelli. – Campinas, SP: Servanda Editora, 2009, pg. 357.

<sup>94</sup> ASCARELLI, Túlio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito** / Tullio Ascarelli. – Campinas, SP: Servanda Editora, 2009, pg. 358.

<sup>95</sup> ASCARELLI, Túlio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito** / Tullio Ascarelli. – Campinas, SP: Servanda Editora, 2009, pg. 158.

*causa, podem moldar qualquer obrigação, porque a lei não predetermina a causa de sua emissão, com ocorre com a letra de câmbio, a nota promissória e o cheque. (...) Títulos causais são aqueles que só podem ser criados em razão de causa predeterminada em lei, como, v.g., duplicata que só pode existir em decorrência de compra e venda mercantil ou prestação de serviços, tanto que devem constar em seu teor, como requisitos essenciais, elementos relativos à sua causa (v.g. número da fatura)”. A independência traz consigo o significado de que o título se basta em si mesmo advindo de uma relação comercial e não de um outro documento:(...) enquanto, por exemplo, a letra de câmbio e a nota promissória são, em princípio, títulos independentes, pois não se remetem a qualquer documento para completá-los, já outros títulos dependem de documentos ou, se não dependem, estão estreitamente vinculados a outros documentos.<sup>96</sup>*

Bulgarelli enumera razões que levam a dependência do título de crédito:

*a) da vontade das partes – quando referem no corpo do título a existência de outro documento, inserindo-o na cártula por via da literalidade; b) de imposição legal, ou seja, quando é determinada por lei a ligação do título com outro documento, como ocorre, por exemplo, na cédula de crédito rural que a Lei vincula ao orçamento (Decreto-lei n° 167, de 14 de fevereiro de 1967); e c) resultar da própria substância e conformação do negócio e do título, como ocorre, por exemplo, com as ações de emissão das sociedades por ações, as quais, como títulos de participação, são complementadas necessariamente pelo estatuto da sociedade emissora.<sup>97</sup>*

## 6.2. Análise dos Princípios Aplicáveis aos Valores Mobiliários e sua Definição

A análise do conceito jurídico do que são os valores mobiliários e sua conceituação é importante para que se possa determinar o regime jurídico aplicável ao instrumento e em alguns casos, no passado, se mostrou um grande desafio para a doutrina.

Conforme descreve Ary Oswaldo Mattos Filho, duas são as principais vertentes quando tratamos da definição de valores mobiliários:

*A tradição europeia continental usualmente opta por definir o que é um valor mobiliário; já o direito norte-americano tentou listar, à exaustão, os títulos que preenchem a condição de valor mobiliário. A diferença marcante é que, neste último caso, o poder judiciário*

---

<sup>96</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000, p.65

<sup>97</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000, p.65

*norte-americano tem um papel de extrema relevância na caracterização do valor mobiliário. Tal situação ocorre dada a peculiaridade do sistema legal anglo-saxônico, no qual o juiz fundamentalmente constrói suas decisões baseado em precedentes, dos quais, agregado à legislação vigente, extrai a sentença e, como consequência, o direito vigente.*<sup>98</sup>

A definição de valor mobiliário (security) no direito norte americano encontra-se no Securities Act de 1933:

*SEC. 2. [77b] (a) DEFINITIONS. — When used in this title, unless the context otherwise requires —*

*(1) The term “security” means any note, stock, treasury stock, security future, security-based swap, bond, debenture, evidence of indebtedness, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement, collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a “security”, or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, guarantee of, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing.*<sup>99</sup>

---

<sup>98</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O **conceito de Valor Mobiliário**. Revista de Administração de Empresas. Rio de Janeiro. Abr./jun. 1985. Pg. 38

<sup>99</sup> Tradução livre: O termo security significa qualquer nota, ação, ação em tesouraria, títulos futuros, swap baseado em security, obrigação, debênture, comprovante de dívida, certificado de direito ou participação em qualquer contrato de divisão de lucro, certificado de depósito em garantia, boletim de subscrição, ação transferível, contrato de investimento, certificado de transferência de direito de voto, certificado de depósito de uma security, participação em royalty de petróleo, gás ou outro mineral, qualquer opção de venda, opção de compra, direito de preferência em relação a qualquer security, certificado de depósito de qualquer security ou índice de security (incluindo qualquer juros ou direitos sobre ele baseados em seu valor), ou qualquer opção de venda, opção de compra, direito de preferência negociado em bolsa de valores com relação à moeda estrangeira, ou, em geral, todo instrumento conhecido como security, ou ainda todo certificado de participação ou interesse, permanente ou temporário, recibo, garantia, direito de subscrição ou compra referentes aos títulos e valores acima mencionados.

Nota-se que o dispositivo acima não apresenta uma definição do termo security, mas tão somente rol exemplificativo do que seriam considerados securities (valores mobiliários) na legislação norte-americana. A definição apresentada cria um problema conceitual tendo em vista que não apresenta definição que poderia compreender situações fáticas nem um rol taxativo de bens que deveriam se subsumir à definição de valores mobiliários. A abstração é uma ferramenta poderosa que preferencialmente deve ser utilizada pelo legislador pelo simples motivo de que a definição construída por meio da abstração será mais longeva. A definição construída através da exemplificação de início já apresenta a desvantagem de ser menos durável, levando a uma necessidade de alterações normativas que poderiam ter sido evitadas. Luiz Gastão Paes de Barros Leães apresenta sua crítica a definição de valores mobiliários presente na legislação norte-americana supracitada:

*Primeiro, não estabelece os “limites conceituais” do objeto definido: apenas enumera tipos da entidade designada pela definição. De resto, essa enumeração não é exaustiva: é puramente exemplificativa (numerus apertus). Ademais, com a expressão final: “or, in general, any interest or instrument commonly known as security”, a definição inclui, no seu contexto, a própria coisa definida, agredindo uma das regras básicas da boa conceituação. Longe, pois, de fornecer a “essência” do conceito de security, o legislador se limita a enumerar, exemplificativamente, tipos que partilhariam de uma essência comum, de resto deixada indefinida. Por outro lado, a assertiva, acima comentada, de que seria security “any interest commonly known as security”, é sobretudo vaga, indefinida, e até perigosa: “Comumente conhecida” por quem? Caberia essa identificação aos tribunais ou seria da competência das agências federais fiscalizadoras do mercado de valores?*<sup>100</sup>

A análise de Luiz Gastão Paes de Barros Leães é extremamente pertinente e é comprovada pelas demandas judiciais decorrentes das limitações destacadas

---

<sup>100</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de `security` no direito norte-americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 14, p. 41-60, 1974, p. 43.

por tais definições, sendo a mais proeminente, o *leading case*, submetido à apreciação da Suprema Corte norte-americana em 1943, o caso conhecido como Securities Act, SEC v. C.M. Joiner Leasing Corporation<sup>101</sup>. Apesar de não ter sido o *leading case*, o caso SEC v. W.J. Howey Co. também julgado pela Suprema Corte norte-americana, mas em 1946, se tornou o mais famoso caso pois em aludida decisão criou-se o que ficou conhecido como o teste de Howey (em inglês *Howey test*).<sup>102</sup>

No caso SEC v. W.J. Howey Co. lotes de terra para cultivo agrícola de frutas cítricas foram vendidos por sociedade do grupo (Howey Company). Uma outra companhia do grupo, subsidiária da vendedora das propriedades (Howey-in-the-Hills Service Company) proveria os serviços de *farming* (plantio, cultivo, colheita e manejo da plantação) e *trading* dos frutos produzidos.

A conclusão da Suprema Corte foi a de que os pequenos lotes de terra vendidos pela Howey constituíam-se, na verdade, em “investimentos” feitos por centenas de pessoas, que, sem ter o conhecimento, experiência e equipamentos necessários ao cultivo das frutas cítricas, investiram “passivamente” em um negócio dirigido por terceiros, na expectativa de obter lucros, não se tratando, assim, de simples aquisições de glebas de terra, as quais, inclusive eram divididas em frações economicamente inviáveis quando consideradas isoladamente.

A suprema corte norte-americana analisou então o conceito de contrato de investimento em uma análise que privilegia a forma sobre a substância, muito similar ao que motivou a alteração legislativa no artigo 2º da Lei 6.385/76 em 2001 em decorrência de situações fáticas como o caso que ficou conhecido como “Caso Boi Gordo” no qual a sociedade anônima Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A foi indiciada por meio do Inquérito Administrativo CVM nº TA/RJ2001/6094. A análise pela suprema corte Americana do conceito de contrato de investimento resultou na

---

<sup>101</sup> In Joiner, the Court held that the offer of oil and gas leaseholds, which would be drilled by the offeror for the buyer, was the offer of a security. In rejecting the claim that these rights were strictly leasehold interests, the Court foreshadowed its later opinion in Howey by stating: Had the offer mailed by defendants omitted the economic inducements of the proposed and promised exploration well, it would have been a quite different proposition. Purchasers would then have been left to their own devices for realizing upon their rights. It is clear that an economic interest in this well-drilling undertaking was what brought into being the instruments that defendants were selling and gave to the instruments most of their value and all of their lure. The trading in these documents had all the evils inherent in the securities transactions which it was the aim of the Securities Act to end.

<sup>102</sup> <https://apps.americanbar.org/buslaw/newsletter/0014/materials/investmentch2.pdf>

seguinte definição: todo e qualquer instrumento que envolva (i) um investimento em dinheiro; (ii) um empreendimento em comum; (iii) com lucros vindouros; e (iv) somente de esforços do promotor do negócio ou de terceiros. Essa definição foi a que transformou o caso SEC v. W.J. Howey Co. em algo paradigmático se focando na substância da operação econômica representada pelo contrato e não pela relação contratual entabulada pelas partes.

Está claro que é preferível a adoção de uma definição abstrata do que seria um valor mobiliário tendo dada a nossa limitação de prever em um rol todos os instrumentos que poderiam ser considerados valores mobiliários. Conforme ensina Luiz Gastão Paes de Barros: “Assim, no caso em tela, foi identificada, num contrato de investimento, a realidade econômica da transação, que seria a substância comum às demais ‘formas’ de *securities* alinhadas na definição legal”.<sup>103</sup>

No direito brasileiro a utilização do vocábulo “valores mobiliários” foi inicialmente empregado no artigo 2º da Lei no 4.728, de 4 de julho de 1965. A aludida lei disciplinou o mercado de capitais e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento. A redação do artigo segundo utilizada pelo legislador, e que permanece em seu texto até esta data é a seguinte:

*Art. 2º. O Conselho Monetário Nacional e o Banco Central exercerão as suas atribuições legais relativas aos mercados financeiro e de capitais com a finalidade de:*

*I - Facilitar o acesso do público a informações sobre os títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado e sobre as sociedades que os emitirem;*

*II - Proteger os investidores contra emissões ilegais ou fraudulentas de títulos ou valores mobiliários;*

*III - Evitar modalidades de fraude e manipulação destinadas a criar condições artificiais da demanda, oferta ou preço de títulos ou valores mobiliários distribuídos no mercado;*

*IV - Assegurar a observância de práticas comerciais equitativas por todos aqueles que exerçam, profissionalmente, funções de intermediação na distribuição ou negociação de títulos ou valores mobiliários;*

---

<sup>103</sup> LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O conceito de ‘security’ no direito norte-americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro.** Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 14, p. 41-60, 1974, p. 48.



*V - Disciplinar a utilização do crédito no mercado de títulos ou valores mobiliários;*

*VI - Regular o exercício da atividade corretora de títulos mobiliários e de câmbio.*

Nota-se que não há uma definição do que são valores mobiliários, a legislação limitou-se a enumerar as responsabilidades atinentes ao CMN e Bacen a respeito de um instituto cuja definição legal inexistia à época.

A definição legal de valores mobiliários só foi introduzida no direito brasileiro com o advento da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que em seu artigo 2º original definiu valores mobiliários da seguinte forma:

Art. 2º. São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I - As ações, partes beneficiárias e debentures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II - Os certificados de depósitos de valores mobiliários;

III - Outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Ary Oswaldo Mattos Filho destaca que a Lei criadora da Comissão de Valores Mobiliários não poderia imprudentemente repetir o expediente seguido pela Lei 4.728/65 de se utilizar da expressão valor mobiliário sem conceituá-la, sob pena da comissão não ter definido seu campo de atuação.<sup>104</sup>

A observação de Ary Oswaldo Mattos Filho com certeza é pertinente, mas o problema da caracterização dos valores mobiliários era algo que já existia antes da promulgação da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 tendo em vista que a jurisdição sob os valores mobiliários já pertencia ao Banco Central do Brasil.

A Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 exclui do espectro de abrangência da norma os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal e os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. As

---

<sup>104</sup> MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 59, p. 30-55, 1985, p. 32

instituições financeiras em decorrência de sua natural atividade de intermediação e pelo fato de serem entidades altamente reguladas pelo Banco Central foram excluídas.

O problema da definição original de valor mobiliário era o de excluir os demais instrumentos que embora tivessem natureza de valor mobiliário não seriam abrangidos pela jurisdição da Comissão de Valores Mobiliários.

Antes dessa mudança na estrutura do normativo ocorrer, outros remédios foram adotados por meio da edição de normativos como as Resoluções CMN nº 1.723 de 1990 e a nº 1.907 de 1992 ampliando o rol de instrumentos caracterizados como valores mobiliários. A Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998 regulou os contratos de investimento coletivo distribuídos sob o regime de oferta pública definindo-os da seguinte forma: *“Art. 2º. Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”*

Após a promulgação da instrução Instrução CVM nº 296, de 18 de dezembro de 1998 inúmeras companhias com atividades ligadas ao agronegócio registraram colocações de contratos de investimento coletivo (“CIC”) na CVM conforme tabela abaixo<sup>105</sup>:

**Tabela 1: Colocação de Contratos de Investimentos coletivos (CIC)**

<b>Empresas com emissão registrada</b>	<b>Data da Emissão</b>	<b>Nº da Emissão</b>	<b>Serie</b>	<b>Data Registro</b>	<b>Nº de Registro</b>
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS DE ENGORDA	14/01/1999	1ª	1ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/001
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS DE ENGORDA	14/01/1999	1ª	2ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/002
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS DE ENGORDA	14/01/1999	1ª	3ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/003
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS	14/01/1999	1ª	4ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/004

<sup>105</sup> Disponível em <<http://sistemas.cvm.gov.br/port/redir.asp?subpage=investimentocoletivo>> Acessado em 01 de jun. 2018.

DE ENGORDA					
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS DE ENGORDA	14/01/1999	1ª	5ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/005
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS DE ENGORDA	14/01/1999	1ª	6ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/006
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS DE ENGORDA	14/01/1999	1ª	7ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/007
ARROBA`S SA FAZENDAS INTEGRADAS DE ENGORDA	14/01/1999	1ª	8ª	31/03/1999	CVM/SRE/CIC/1999/008
FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO SA	23/03/1999	1ª	1ª	02/07/1999	CVM/SRE/CIC/1999/009
FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO SA	23/03/1999	1ª	2ª	02/07/1999	CVM/SRE/CIC/1999/010
BAWMAN AGROPEC E COMERC SA	14/04/1999	1ª	1ª	09/07/1999	CVM/SRE/CIC/1999/011
BAWMAN AGROPEC E COMERC SA	14/04/1999	1ª	2ª	09/07/1999	CVM/SRE/CIC/1999/012
BAWMAN AGROPEC E COMERC SA	14/04/1999	1ª	3ª	09/07/1999	CVM/SRE/CIC/1999/013
BAWMAN AGROPEC E COMERC SA	14/04/1999	1ª	4ª	09/07/1999	CVM/SRE/CIC/1999/014
BAWMAN AGROPEC E COMERC SA	14/04/1999	1ª	5ª	09/07/1999	CVM/SRE/CIC/1999/015
ARROBA'S SA FAZ INTEGRADAS DE ENGORDA	20/09/1999	2ª	1ª	05/10/1999	CVM/SRE/CIC/1999/016
ARROBA'S SA FAZ INTEGRADAS DE ENGORDA	20/09/1999	2ª	2ª	05/10/1999	CVM/SRE/CIC/1999/017
FAZ REUNIDAS BOI GORDO S.A.	18/11/1999	2ª	1ª	04/02/2000	CVM/SRE/CIC/2000/001
FAZ REUNIDAS BOI GORDO S.A.	18/11/1999	2ª	2ª	04/02/2000	CVM/SRE/CIC/2000/002
BAWMAN AGROPEC. E COMERCIAL SA	24/02/2000	2ª	1ª	21/06/2000	CVM/SRE/CIC/2000/003
BAWMAN AGROPEC. E COMERCIAL SA	24/02/2000	2ª	2ª	21/06/2000	CVM/SRE/CIC/2000/004
BAWMAN AGROPEC. E COMERCIAL SA	24/02/2000	2ª	3ª	21/06/2000	CVM/SRE/CIC/2000/005
BAWMAN AGROPEC. E COMERCIAL SA	24/02/2000	2ª	4ª	21/06/2000	CVM/SRE/CIC/2000/006
BAWMAN AGROPEC. E COMERCIAL SA	24/02/2000	2ª	5ª	21/06/2000	CVM/SRE/CIC/2000/007
FAZ REUNIDAS BOI GORDO S.A.	29/09/2000	3ª	1ª	06/12/2000	CVM/SRE/CIC/2000/008
FAZ REUNIDAS BOI GORDO S.A.	29/09/2000	3ª	2ª	06/12/2000	CVM/SRE/CIC/2000/009

SUINVEST AGROPECUÁRIA SA	01/12/2000	1ª	1ª	30/03/2001	CVM/SRE/CIC/2001/001
SUINVEST AGROPECUÁRIA SA	01/12/2000	1ª	2ª	30/03/2001	CVM/SRE/CIC/2001/002
SUINVEST AGROPECUÁRIA SA	01/12/2000	1ª	3ª	30/03/2001	CVM/SRE/CIC/2001/003
SUINVEST AGROPECUÁRIA SA	01/12/2000	1ª	4ª	30/03/2001	CVM/SRE/CIC/2001/004
BOVINUS TECNOLOGIA EM PECUÁRIA S.A.	21/03/2001	1ª	0ª	31/08/2001	CVM/SRE/CIC/2001/009
FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO S/A	01/06/2001	4ª	1ª	20/08/2001	CVM/SRE/CIC/2001/005
FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO S/A	01/06/2001	4ª	2ª	20/08/2001	CVM/SRE/CIC/2001/006
FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO S/A	01/06/2001	4ª	3ª	20/08/2001	CVM/SRE/CIC/2001/007
FAZENDAS REUNIDAS BOI GORDO S/A	01/06/2001	4ª	4ª	20/08/2001	CVM/SRE/CIC/2001/008
SUINVEST AGROPECUÁRIA S.A.	03/07/2001	2ª	1ª	05/09/2001	CVM/SRE/CIC/2001/010
SUINVEST AGROPECUÁRIA S.A.	03/07/2001	2ª	2ª	05/09/2001	CVM/SRE/CIC/2001/011
SUINVEST AGROPECUÁRIA S.A.	03/07/2001	2ª	3ª	05/09/2001	CVM/SRE/CIC/2001/012
ARROBA'S S.A. FAZ. INT. ENGORD	07/11/2001	3ª	1ª	04/04/2002	CVM/SRE/CIC/2002/001
ARROBA'S S.A. FAZ. INT. ENGORD	07/11/2001	3ª	2ª	04/04/2002	CVM/SRE/CIC/2002/002
ARROBA'S S.A. FAZ. INT. ENGORD	07/11/2001	3ª	3ª	04/04/2002	CVM/SRE/CIC/2002/003

Uma das sociedades empresárias cujo nome mais aparece na tabela acima é a Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A que foi objeto do Inquérito Administrativo CVM nºTA/RJ2001/6094 no qual foi apurada a colocação irregular de CIC. Além da colocação irregular de valores mobiliários o empreendimento acabou por falir gerando centenas de milhões de reais em prejuízos para milhares de investidores.

A Fazendas SA Reunidas Boi Gordo S/A captava investimentos por meio de contratos de engorda de bois popularmente conhecidos como contratos de boi gordo, uma espécie de parceria agropecuária na qual o investidor era o comprador dos bois recebia um percentual do valor da venda do gado. O rendimento oferecido era extremamente atrativo, mas se tratava em verdade de um esquema pirâmide ou esquema Ponzi, no qual os investidores iniciais são pagos com recursos de

novos investidores entrantes e assim sucessivamente até que os pagamentos superem o ingresso de novos recursos.

A motivação para a alteração legislativa de 2001 que alterou a natureza do rol do artigo 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 de taxativo para exemplificativo foi em grande parte motivada pelos sucessivos escândalos envolvendo CIC, que não se limitou a sociedade empresária Fazendas Reunidas Boi Gordo S/A, mas também inclui outras empresas do ramo agropecuário que celebraram CIC com investidores como Avestruz Master<sup>106</sup> e Gallus Agropecuária.

A alteração legislativa supramencionada foi realizada por meio da medida provisória nº 1.637, de 8 de maio de 1998, convertida em 2001 na Lei nº 10.198. A exposição de motivos atesta o intuito do legislador com a alteração: “*A possibilidade de vir a ser empregado esquema semelhante em diversos outros segmentos revela a necessidade de se adotar na legislação um conceito amplo, que abranja todas as modalidades de captação pública de poupança em que esteja presente a característica predominante de investimento coletivo, cujos rendimentos resultem do esforço de pessoas que não os investidores.*”

Com a nova redação trazida pela Lei nº 10.303/01, o artigo 2º da Lei nº 6.385/76 passou a vigorar com o texto abaixo:

*Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - As ações, debêntures e bônus de subscrição; II - Os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - Os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - As cédulas de debêntures; V - As cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - As notas comerciais; VII - Os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - Outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - Quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*

Nota-se que a incorporação do inciso IX adotou os princípios do caso SEC

---

<sup>106</sup> Sociedade empresária que emitia Cédulas de Produto Rural que remuneravam seus investidores por meio de um compromisso de recompra das aves cuja falência foi decretada em 2004.

v. W.J. Howey Co. conforme tabela abaixo:

SEC v. W.J. Howey	Lei nº 10.303/01
um investimento em dinheiro	Quaisquer outros títulos ou contratos de <b>investimento</b> coletivo
um empreendimento em comum	Gerem direito de <b>participação</b>
lucros vindouros	Gerem direito de participação, de parceria ou de <b>remuneração</b>
Somente de esforços do promotor do negócio ou de terceiros	Cujos rendimentos <b>advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros</b>

A alteração legislativa mudou a estrutura do artigo 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 que passou a conter rol exemplificativo (*numerus apertus*) acompanhado de um item que se caracteriza como um *catch all* e não mais como um rol taxativo (*numerus clausus*). A alteração do legislador deve ser celebrada pois por meio da abstração, da adoção de uma definição do que seria um valor mobiliário, é reconhecido o limite da capacidade cognitiva do legislador de conseguir encerrar em uma lista todos os instrumentos que deveriam ser considerados valores mobiliários, endereça-se o problema também de que inovações que não existam ao tempo da edição da legislação sejam capturadas pela legislação vigente.

Comparato destaca importante característica dos valores mobiliários que é a sua homogeneidade e consequência disto sua fungibilidade, ausente nos títulos de crédito.<sup>107</sup>

### 6.3. Classificação dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio

Os CRA são classificados pela legislação que os cria, qual seja a Lei 11.076, como títulos de crédito<sup>108</sup>. A fixação do nosso legislador em caracterizar os instrumentos como títulos de crédito muitas vezes leva à realização de

---

<sup>107</sup> COMPARATO, Fabio Konder. Novos Ensaio e pareceres de direito empresarial. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 18.

<sup>108</sup> Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito:

(...)

III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA.

caracterizações que são difíceis de serem sustentadas, tendo em vista os requisitos essenciais doutrinários que devem ser observados para que um instrumento possa se subsumir a um determinado instituto.

O legislador não teve a preocupação de caracterizar o CRA como um valor mobiliário em decorrência da alteração legislativa de 2001 na conceituação do que seria um valor mobiliário.

Tendo em vista o disposto no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385 de 1976 a nova conceituação de valores mobiliários adotada pela legislação brasileira naturalmente abrangeria um CRA que foi distribuído publicamente tendo em vista que o conceito criado pelo inciso IX da Lei no 6.385/76 foi elaborado para caracterizar qualquer instrumento que adimpla aos requisitos lá elencados como um valor mobiliário. Segue comparação da tabela abaixo:

<b>Distribuição pública de CRA</b>	<b>Lei nº 10.303/01</b>
Adimpe ao requisito pois são títulos emitidos em massa	Quaisquer outros títulos ou contratos de <b>investimento</b> coletivo
Os titulares dos CRA advindos das emissões possuem direito de participação no resultado dos ativos subjacentes securitizados	Gerem direito de <b>participação</b>
Adimpe ao requisito pois os titulares dos CRAs recebem a remuneração que advém do patrimônio separado da securitizadora	Gerem direito de participação, de parceria ou de <b>remuneração</b>
Os rendimentos dos titulares dos CRAs advêm do resultado de direitos creditórios originados de transações entabuladas por produtores rurais e terceiros que foram posteriormente adquiridos pela securitizadora, de forma que podem ser configurados como uma renda passiva do titular dos CRA	Cujos rendimentos <b>advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros</b>

Para fins de caracterização de um instrumento como um valor mobiliário, tendo em vista a estrutura da legislação brasileira, a natureza do instrumento não

é relevante, permitindo que se subsumam ao conceito de valores mobiliários instrumentos totalmente diferentes como ações, títulos de dívida, contratos, certificado de potencial adicional de construção<sup>109</sup> e etc.

Percebe-se que existe uma sintonia entre o que a doutrina e legislação atestam ser um valor mobiliário pois ambas se focam no prisma da distribuição/oferta pública do valor mobiliário sem, contudo, analisar o que são os valores mobiliários distribuídos. Poder-se-ia até mesmo classificar os diversos tipos de valores mobiliários como espécies do gênero valor mobiliário: (i) dívida (debêntures); (ii) participação societária (ações); (iii) híbridos (debêntures conversíveis); (iv) contratuais (contratos de investimento coletivo); (v) securitização (certificados de recebíveis imobiliários); (vi) condominiais (fundos de investimento) e assim por diante. Vê-se que a natureza do instrumento não acarretaria qualquer questionamento em relação ao fato de serem ou não valores mobiliários.

A discussão é outra quando se discute a classificação de um determinado instrumento como título de crédito, pois a doutrina reconhece que os instrumentos devem obedecer a requisitos específicos para se enquadrarem no conceito.

Antes de se adentrar na discussão da classificação do CRA como título de crédito é importante discutir brevemente a diferença na classificação entre títulos de crédito e valores mobiliários. Como explica Newton De Lucca em sua tese de doutorado “A Cambial- Extrato”<sup>110</sup>:

*O conceito de “valores mobiliários” não possui qualquer liame lógico com o de “títulos de crédito”. Podem os títulos de crédito, em alguns casos, assumir as feições de valores mobiliários e, vice-versa, estes poderão, concomitantemente, ser considerados como aqueles. Mas são dois sistemas, distintos, sem uma correspondência lógica entre ambos. Em outras palavras, o que torna um papel um títulos de crédito é algo completamente diverso daquilo que o faz considerá-lo, eventualmente, um valor mobiliário.*

---

<sup>109</sup> Art. 2º Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, os Certificados de Potencial Adicional de Construção – CEPAC, emitidos por Municípios, no âmbito de Operações Urbanas Consorciadas, na forma autorizada pelo art. 34 da Lei no 10.257, de 10 de janeiro de 2001, quando ofertados publicamente. (INSTRUÇÃO CVM Nº 401, DE 29 DE DEZEMBRO DE 2003)

<sup>110</sup> LUCCA, Newton de. **A Cambial-Extrato**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985, p. 148.



No mesmo sentido Modesto Carvalhosa:

*Não há correlação entre títulos de crédito e valor mobiliário, embora possa este último, coincidentemente, revestir-se das características daquele. São direitos transacionados em massa, segundo regras legais e costumeiras aplicáveis aos respectivos mercados. Por outras palavras, os valores mobiliários são determinados direitos, habitualmente e reiteradamente, negociados por milhares de pessoas, segundo regras idênticas.<sup>111</sup>*

Podemos concluir então que títulos de crédito ofertados publicamente podem ser considerados como sendo valores mobiliários, mas se não forem distribuídos publicamente não se revestirão do caráter de valores mobiliários. Os valores mobiliários por sua vez não guardam qualquer correlação com os títulos de crédito, de forma que instrumentos que não sejam caracterizados como títulos de crédito podem ser caracterizados como valores mobiliários sem qualquer questionamento.

Feitos os esclarecimentos necessários acerca dos conceitos de título de crédito e valores mobiliários podemos analisar a questão da subsunção do conceito de títulos de crédito aos CRA. É importante esclarecer que os CRA para os fins legais são títulos de crédito porque a legislação aplicável assim os define.

Ao contrapormos a definição mais célebre que podemos encontrar na doutrina sobre os títulos de crédito de Vivante, qual seja - “*É título de crédito o documento necessário para exercer o direito literal autônomo nele mencionado*”. Não há direito literal e autônomo mencionado no CRA tendo em vista que se trata de instrumento de securitização que somente pode ser demandado de seu emissor até o limite dos direitos creditórios que são por ele representados. Podemos mencionar também a questão da desmaterialização do CRA que é necessariamente um título escritural, entretanto entende-se que isso é uma questão evolutiva e não necessariamente uma questão de inobservância de requisito formal obrigatório já previsto na legislação brasileira no artigo 889, parágrafo 3º do Código

---

<sup>111</sup> CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas. v. I.** Saraiva: São Paulo, 2009 p. 21

Civil.

Os requisitos ordinários indicados por Waldirio Bulgarelli<sup>112</sup> quais sejam: cartularidade, a literalidade e a autonomia não podem ser observados nos CRA tendo em vista que se trata de: título escritural<sup>113</sup>, dependente de um feixe de outros direitos creditórios para o exercício do direito lá contido e totalmente dependente da relação subjacente da qual se originou.

Os requisitos extraordinários indicados por Waldirio Bulgarelli<sup>114</sup> quais sejam: a independência e a abstração, de igual maneira, não podem ser observados nos CRA. O CRA não pode ser considerado independente uma vez que o CRA não é um título que se basta em si mesmo, ele não adveio somente de uma relação comercial entre cedente e cessionário, pois trata-se de instrumento de securitização “*sendo uma ferramenta financeira usada para converter uma carteira relativamente homogênea de ativos em títulos e valores mobiliários líquidos (...)*”<sup>115</sup>. O requisito abstração, de igual maneira, não pode ser observado no CRA tendo em vista ser um instrumento causal umbilicalmente ligado à relação subjacente que o originou na medida em que o ato de emissão dos CRAs pela securitizadora não a transformou em devedora dos CRAs, apenas lhe outorgou a responsabilidade de repassar aos titulares dos CRAs os recursos que lhe forem repassados pelos devedores dos direitos creditórios de propriedade do patrimônio separado.

Uma classificação possível para o CRA seria a de título impróprio pois como ensina Ascarelli as diferenças entre os títulos de crédito e os títulos impróprios “*estão, de um lado, na distinção entre direito cartular e relação fundamental e no caráter constitutivo do título; de outro lado, na autonomia da oposição dos sucessivos titulares do direito*”.

---

<sup>112</sup> BULGARELLI, Waldirio.. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000, p.58

<sup>113</sup> Não é o objetivo do presente trabalho a discussão do crescente caráter desmaterializado dos títulos de crédito que muitas vezes está ligado à necessidade de sua rápida e segura circulação em um mercado próprio e do aparente descompasso entre essa realidade e toda a teoria dos títulos de crédito que se calca no aspecto formal da existência de um documento que possibilite a segura e ágil transferência do direito pelo título representado. O motivo da exclusão é o de se considerar que essa mudança se trata de um aspecto evolutivo e não de uma inobservância a um requisito formal.

<sup>114</sup> BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000, p.58

<sup>115</sup> BURANELLO, Renato. **Manual do Direito do agronegócio** / Renato Buranello. – São Paulo: Saraiva, 2013. p.149.

## CONCLUSÃO

O CRA é um instrumento financeiro que foi concebido e denominado como título de crédito pelo legislador e a ele foi outorgado um benefício fiscal para uma finalidade específica, qual seja – o fomento do financiamento do agronegócio.

As atividades financiáveis delimitadas pela Lei 11.076<sup>116</sup> frequentemente entravam em conflito com o que era interpretado como agronegócio pelos participantes do mercado financeiro e membros da cadeia agroindustrial. Tendo em vista este contexto de conflito acerca das possibilidades de enquadramento de situações práticas nas hipóteses de financiamento legalmente previstas na legislação, as partes envolvidas na operação, comumente adotavam a interpretação mais restritiva acerca da subsunção da operação em questão à legislação. Essa reação é natural tendo em vista estarmos tratando de instrumento financeiro ao qual foi conferido um benefício fiscal.

Algumas emissões com interpretações mais extensivas a respeito de quais atividades estariam compreendidas no conceito legal de atividades financiáveis, foram discutidas pelo Colegiado da CVM e avaliadas pela procuradoria federal especializada que atua junto à CVM<sup>117</sup>. Essas discussões acabaram por dividir o Colegiado da CVM, e mesmo com uma manifestação desfavorável da área técnica<sup>118</sup>, o registro da operação foi deferido pelo Colegiado da CVM. Essa discussão girou em torno da adoção ou não de uma interpretação mais extensiva a respeito do tipo de recebível que poderia ser objeto de securitização nos termos da Lei 11.076.

Estas discussões foram a sinalização de que eventual instrução normativa que viria a regular a oferta pública dos CRAs adotaria a mesma vertente (expansão do conceito de atividades financiáveis pelos instrumentos criados pela Lei 11.076), o que de fato se materializou. Essa alteração legislativa reconhece a realidade,

---

<sup>116</sup> Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito: (...) III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA. § 1º Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

<sup>117</sup> Proc. SEI 19957.001669/2016-13

<sup>118</sup> Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1

reverenciando o entendimento de que os elos da cadeia agroindustrial são interdependentes e, que se um deles se romper, os demais elos também serão afetados de maneira adversa. Dessa forma é pertinente que o financiamento seja extensível a todos os membros da cadeia agroindustrial de forma a contribuir para o seu desenvolvimento como um todo.

A questão da discussão travada no presente trabalho acerca da definição legal de que o CRA é um título de crédito, tem importância na medida em que este entendimento contribui para a desinformação e em nada ajuda na compreensão do instituto vis-à-vis a natureza do CRA se opor à natureza dos títulos de crédito, dessa forma entendemos que seria mais conveniente o legislador tê-lo classificado como título executivo extrajudicial.

Na nossa visão esta é a melhor opção tendo em vista que o CRA não se subsume à clássica definição de Cesare Vivante, uma vez que não é documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo nele mencionado, haja vista depender, para tanto, dos direitos creditórios subjacentes à sua emissão. Além disso, grande parte dos requisitos inerentes aos títulos de crédito não são observados nos CRAs como cartularidade, literalidade, autonomia, independência e abstração.

Outros pontos discutidos no trabalho que estão relacionados com a mecânica de funcionamento de uma securitização por meio de CRA são a revolvência, função do patrimônio separado e a possibilidade da emissão de CRA indexado ao dólar, carecem de uma análise mais detalhada por parte do legislador.

A questão da revolvência, da forma como foi estruturada na ICVM 600 permite que sejam conferidos à securitizadora poderes bastante amplos para a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio, que podem se aproximar bastante aos poderes conferidos aos gestores autorizados pela CVM ao exercício da atividade de administração de recursos de terceiros nos termos da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015. A concessão de poderes tão amplos definitivamente não foi o intuito da autarquia quando da promulgação da legislação aplicável às ofertas públicas de CRA, no que diz respeito às normas procedimentais. A pretensão sempre foi a de manter as atividades da securitizadora passivas. Este ponto tem o potencial de se tornar um problema, caso as condições de cessão e os critérios de elegibilidade presentes na documentação da operação de emissão de CRA, permitam que a securitizadora adote um papel mais ativo na

aquisição de direitos creditórios, dessa forma seria recomendável ajuste na norma para que a questão seja explicitada.

A função do patrimônio separado no caso das emissões de CRA deve ser a de mero veículo para o recebimento dos direitos creditórios do agronegócio, um meio de passagem que detém a propriedade dos direitos creditórios do agronegócio em benefício dos titulares dos CRAs, além de receber o produto de sua liquidação repassando-os diretamente aos titulares dos CRAs. O patrimônio separado deve ser entendido como meio neutro para a recepção de direitos creditórios e recursos provenientes da liquidação de aludidos direitos. Além disso, a questão da impossibilidade de se tributar recursos do patrimônio separado deveria ser explicitada, de forma a afastar qualquer pretensão tributária por parte do fisco. Atualmente, um lastro bastante comum para operações de securitização são as debêntures, cujo rendimento integra a remuneração dos CRAs, não havendo qualquer permissivo legal que desobrigue a securitizadora de efetuar o recolhimento da tributação aplicável aos juros do aludido investimento.

Entende-se que a questão da indexação do CRA ao dólar, como mencionado no presente trabalho, é passível de ser construída, tendo em vista o panorama normativo que temos hoje. A questão mais problemática seria outra: o ponto da tributação de eventual ganho em reais apurado pelo investidor estrangeiro. Sob o ponto de vista do investidor estrangeiro, a variação cambial de um investimento indexado ao dólar é irrelevante, tendo em vista que isso não significa um acréscimo patrimonial para ele. Somente a incidência de remuneração sobre o valor indexado possui a capacidade de enriquecer o investidor e, portanto, seria passível de ser tributada. Dessa forma, são necessárias regras que governem essa questão para que investidores estrangeiros, que estão dispostos a correrem o risco de crédito de contrapartes brasileiras, mas não risco cambial de nossa moeda, possam utilizar o CRA como um veículo de investimento no Brasil.

A engenharia jurídica pode ser aplicada de forma a aparar algumas das arestas que ainda pairam sob as emissões de CRA, entretanto, muitos destes riscos somente podem ser mitigados, não eliminados pelos operadores do direito, de forma que, a melhor maneira de se endereçá-los, seria por meio de alteração legislativa.

A alteração na legislação seria medida que teria o potencial de fomentar o incremento das emissões (podendo-se contar com o funding em dólares, por

exemplo) e solucionar riscos regulatórios e fiscais aos quais os investidores de CRA ainda estão sujeitos e que, muitas vezes, chegam até mesmo a inviabilizar operações, ou expor os investidores a riscos que desconhecem ou não têm condições de avaliar. Ademais, a experiência mostra que essa proteção transcende o interesse direto e imediato dos investidores, compondo um instrumento de resguardo à economia nacional, algo que a mera inserção de um fator de risco no prospecto de uma oferta pública não resolve.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASCARELLI, Tullio. **Problemas das sociedades anônimas e direito comparado**. São Paulo: Saraiva. 1969.

\_\_\_\_\_. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito**. Campinas, SP: Servanda Editora, 2009.

AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. **Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil, Dissertação de Mestrado**. Faculdade de Direito da USP. São Paulo: 2014.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. **Negócio jurídico: existência, validade e eficácia**. 4. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002.

Barreto Filho, Oscar. **Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil**. São Paulo: Max Limonad, 1969. In: CAMINHA, Uinie. A Securitização. **Função econômica e regime jurídico**. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

BESKOW, Paulo Roberto. **O crédito rural público numa economia em transformação: criação e início do funcionamento das atividades de financiamento agropecuário da Carteira de Crédito Agrícola e Industrial (CREAI), do Banco do Brasil (BB) – 1937 a 1945**. Revista Eletrônica de História do Brasil. Juiz de Fora, volume 9, número 1, jan-jun, 2007.

BRASIL. Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. **Projeções do Agronegócio: Brasil 2017/18 a 2027/28 projeções de longo prazo / Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento**. Secretaria de Política Agrícola. – Brasília: MAPA/ACE, 2018.

BOBBIO, Norberto. **Teoria do Ordenamento Jurídico**. São Paulo: Editora Polis, 1991

BULGARELLI, Waldirio. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BURANELLO, Renato M. **Manual do Direito do Agronegócio**. São Paulo: Saraiva, 2013.

\_\_\_\_\_. **Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio – Regime Jurídico**. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

CAMINHA, Uinie. **A Securitização Função Econômica e Regime Jurídico. Tese de Doutorado**. Faculdade de Direito da USP. São Paulo: 2004.

CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. v. I.

Saraiva: São Paulo, 2009.

CERQUEIRA, Bruno Saraiva Pedreira de. **Finanças Corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos**. (Coord. Sérgio Botrel, Henrique Barbosa) 1. ed. São Paulo: Editora Atlas, 2016.

CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial: securitização de crédito**. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2006.

COMPARATO, Fabio Konder. **Novos Ensaios e pareceres de direito empresarial**. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

DAVIS, John H.; GOLDBERG, Ray A. **A concept of agribusiness**. Division of research, Graduate School of Business Administration, Harvard University, 1957.

DELFIM NETTO, Antônio. **O Problema do Café no Brasil**. São Paulo: Instituto de Pesquisas Econômicas, 1981

DIAS, Guilherme L. da S.; **Mobilização de poupança e o financiamento do setor agrícola**. Piracicaba: ESALQ-USP, 1995, p. 16.

FERRARA, Francesco. **A simulação dos negócios jurídicos**. São Paulo, Saraiva & Cia., 1939. In: CAMINHA, Uinie. A Securitização. Função econômica e regime jurídico. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

Gomes, Orlando. **Contratos**. 26. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2007.

\_\_\_\_\_. **Introdução ao direito civil**. 10a ed. Rio de Janeiro: Forense, 1991.

KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. **A Primer on Securitization**. Mass.: MIT Press, 1996.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. **O conceito de 'security' no direito norte-americano e o conceito análogo no Direito Brasileiro**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 14, p. 41-60, 1974

LEUTEWILER, Gabriel Buscarini. **O ordenamento normativo dos sistemas agroindustriais**. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2015

LOSANO, Mario G. **Sistema e estrutura no direito: das origens à escola histórica**. São Paulo: Martins Fontes, 2008, vol. I.



LUCCA, Newton de. **A Cambial-Extrato**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

MARCONDES MACHADO, Sylvio. **Limitação de responsabilidade de comerciante individual**. São Paulo: Max Limonad, 1956.

MARCONDES MACHADO, Sylvio. Problemas de direito mercantil. São Paulo: Max Limonad, 1970. In: CAMINHA, Uinie. A Securitização. **Função econômica e regime jurídico**. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

MASSUQUETTI, Angélica. **A mudança no padrão de financiamento da agricultura brasileira no período 1965-97**. 1998. Monografia apresentada à Universidade Rio Grande do Sul.

MASSUQUETTI, A.; SOUZA, O. T. ; BEROLDT, L. . **Instrumentos de política agrícola e mudanças institucionais**. In: 48º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER), 2010, Campo Grande (MS). Anais do 48º Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural (SOBER). Piracicaba (SP): SOBER, 2010.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **O conceito de valor mobiliário**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 59, p. 30-55, 1985

MESSINEO Tiloli di Crédito, p. 8, in Ascarelli, Túlio. **Teoria Geral dos Títulos de Crédito** / Tullio Ascarelli. – Campinas, SP: Servanda Editora, 2009.

MORVAN, Y. Filière de Production. In: Fondaments d'économie industrielle. **Paris: Economica, 1985**. apud ZYLBERSZTAJN, Decio. **Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições**. Tese (Livre Docência) apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005

NASCIMENTO, Andressa Fernanda do; PIZAIA, Marcia Gonçalves; CAMARA, Marcia Regina Gabardo. **Fontes de Financiamento da Agricultura Brasileira**. XLV Congresso da Sociedade Brasileira de Economia, Administração e Sociologia Rural – SOBER. 22-25 jul. 2017. Londrina – PR.

NORONHA, Najjarian, ILENE, Patrícia de. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

ODITAH, Fidelis. **Selected issues in securitization**. In: **The Future for the global**

**securities market: legal and regulatory aspects. Oxford: Clarendon Press, 1996. P. 84.** In: CAMINHA, Uinie. A Securitização. Função econômica e regime jurídico. Tese de Doutorado apresentada ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP. Orientadora: Prof. Dra. Rachel Sztajn. São Paulo, 2004.

PICKERT, Kate. **A Brief History of Fannie Mae and Freddie Mac.** Time Magazine. Disponível em: <<http://content.time.com/time/business/article/0,8599,1822766,00.html>>. Acesso em: 02 maio 2017.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti, **Tratado de direito privado**, 3a ed., Rio de Janeiro: Borsoi, 1970, t. V.

REVISTA de Política Agrícola nº 2, 2018, Ano XXVII – No 2 – Abr./Maio/Jun. 2018.

ROSA JÚNIOR, Luiz Emygdio Franco da. **Títulos de Crédito**. 4. Ed. Revista e atualizada, de acordo com o novo Código Civil – Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

SALOMÃO NETO, Eduardo. **O Trust e o Direito Brasileiro.** São Paulo, Trevisan, 2016.

SERRA, José. **Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra.** In: BELLUZZO, Luiz G. de M.; COUTINHO, Renata (org.). Desenvolvimento capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise. 2. ed. São Paulo: Brasiliense, 1983, v.1

STEVEN T. Sonka. MICHAEL A. Hudson. **Why Agribusiness Anyway?** Agribusiness, Vol. 5, No. 4, 305-314 (1989). John Wiley & Sons, Inc.

VIVANTE, Cesare. Instituições de Direito Comercial. 1910, editor Lisboa Teixeira.

ZYLBERSZTAJN (**Estruturas de Governança e Coordenação do Agribusiness: Uma Aplicação da Nova Economia das Instituições.** Tese (Livre Docência) apresentada ao Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2005