

**Interessados:** Octante Securitizadora S.A. e Banco Votorantim S.A.

**Assunto:** Pedido de Registro de Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio da 10ª Série da 1ª Emissão da Octante Securitizadora S.A.

**Diretor Relator:** Otavio Yazbek

**DECLARAÇÃO DE VOTO**

1. Pedi vista do presente processo em razão de uma questão específica, onde configurou-se uma aparente divergência entre a posição originariamente esposada pela área técnica (no caso, a Superintendência Registro de Valores Mobiliários) e a Procuradoria Federal Especializada. Digo "aparente" porque, em princípio, a análise formulada pela SRE não se pretendeu jurídica, versando sobre os aspectos econômicos e operacionais do caso, a partir daí permitindo a conclusão pela legitimidade de um determinado instituto. Já a análise formulada pela PFE versa, como não poderia deixar de ser, sobre questões propriamente jurídicas, concluindo pela impossibilidade de recurso àquele instituto.
2. O instituto em questão é o da "revolvência" de direitos creditórios em um determinado tipo de instrumento destinado à securitização de recebíveis agropecuários, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio ("CRA"). Simplificadamente, a expressão "revolvência" designa o processo pelo qual se substituem os lastros de um determinado instrumento durante a sua vigência. Esse tipo de prática se impõe em alguns modelos de securitização, dada a discrepância entre os prazos dos lastros e o prazo dos instrumentos emitidos - há demanda por instrumentos com vencimentos mais longos, que, muitas vezes, pode esbarrar em recebíveis de prazos mais curtos.
3. Por esse processo, como bem descreveu a SRE no MEMO/SRE/GER-1/N.56/2013, de 25/10/2013, na modalidade operacional em tela *"os direitos creditórios do agronegócio originalmente vinculados a uma série de CRA vencem em data anterior à do vencimento dos próprios CRA, gerando fluxo financeiro que será contabilizado no patrimônio apartado de determinada série de CRA 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"*.
4. A CVM já se manifestou sobre situações que envolvem, de maneira mais ou menos direta, o conceito de revolvência. Tratarei dos precedentes, porém, em momento posterior da presente declaração de voto. Entendo que se impõe, antes de qualquer outra coisa, a discussão das posições constantes do MEMO/N.286/2013/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de 08/11/2013, no qual a Procuradoria Federal Especializada chegou às conclusões que este voto pretende enfrentar.
5. A argumentação da PFE funda-se, sobretudo, no chamado "formalismo" dos títulos de crédito, elemento verdadeiramente definidor desse tipo de instrumento e que, na prática, funciona como pré-condição para a incorporação do direito no título. É a observância desse formalismo, ademais, que assegura aqueles princípios que caracterizam a obrigação cambiária - a autonomia, a literalidade, a cartularidade e a abstração. É a partir do formalismo, que se constroem os chamados requisitos essenciais dos títulos de crédito, que encontram sua raiz legal no art. 887 do Código Civil e que são relacionados, para os diferentes títulos, nas suas respectivas leis de regência.
6. Como bem aponta a PFE, os requisitos formais do CRA constam dos incisos I a VIII do art. 37 da Lei n. 11.076, de 2004, que remetem: ao nome da companhia emissora (inc. I); ao número de ordem, local e data de emissão do título (inc. II); à denominação "Certificado de Recebíveis do Agronegócio" (inc. III); ao nome do titular (inc. IV); ao valor nominal (inc. V); à data do vencimento ou *"se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas"* (inc. VI); à taxa de juros, fixa ou flutuante, sendo permitida a capitalização (inc. VII); e à *"identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem"* (inc. VIII).
7. Por se constituir aquele título de crédito a partir de uma operação de securitização, a PFE constata, na sequência, que o art. 37 daquele diploma legal deve ser analisado em conjunto com o art. 40, que trata dos elementos mínimos do termo de securitização. Dentre esses elementos constam *"a identificação do devedor"* (inc. I do art. 40) e *"o valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado"* (inc. II).
8. E é justamente em razão dessa consideração dos dois dispositivos em conjunto, levando-se em conta tanto os requisitos do CRA quanto os do termo de securitização, que a PFE entende que a revolvência não seria, ao menos no âmbito deste instrumento, possível. Isso porque tal prática equivaleria a tornar o termo de securitização um um verdadeiro *"termo de securitização em branco"*, que não se coaduna com a forma legal para ele estabelecida.

9. Na sequência, o parecer trata, com o mesmo rigor técnico, da questão dos precedentes existentes, faz uma importante contraposição entre o regime do CRA e o do Certificado de Direitos Creditórios do *Agronegócio* ("CDCA") e da Letra de Crédito do *Agronegócio* ("LCA"). No entanto, discordo das conclusões a que nele se chegou e, para melhor tratar da questão, antes mesmo de trazer a posição da PFE sobre estes últimos pontos, gostaria de tratar da argumentação acima referida.
10. Com a devida vênia, parece-me ser equivocado estender, no presente caso, a abrangência do formalismo do título de crédito também ao termo de securitização. E isso pela própria natureza do processo de securitização.
11. Títulos como o CRA não apenas são fruto de um processo de securitização, como também, para tomar uma terminologia emprestada das finanças, possuem, em alguma medida, natureza sintética. A expressão não é, na verdade, bem utilizada, uma vez que títulos sintéticos são aqueles que (i) resultam da combinação de mais de um instrumento e (ii) mimetizam o resultado de um outro instrumento. O que quero destacar neste ponto é que eles não representam a securitização de uma única relação creditícia, mas sim de diversas relações que podem, inclusive, ter perfis distintos, assim se dando origem a um instrumento com características próprias.
12. A meu ver, o reconhecimento dessa natureza leva à conclusão de que existe uma natural diferença entre os títulos de crédito mais tradicionais e títulos que, como os CRA, são fruto de processos de securitização. Se, para aqueles primeiros, por exemplo, é natural que a indicação precisa dos direitos creditórios na forma, aliás, do art. 889 do Código Civil, já conste do título, o mesmo talvez nem possa ocorrer em instrumentos que são fruto de securitização e que, por isso mesmo, embutem uma dinâmica mais complexa.
13. É muito sintomático, nesse sentido, que os direitos de crédito constem não do título de crédito, mas de um outro instrumento, que com ele não se confunde e que nele é apenas referido. Talvez esse formalismo, consolidado no regime legal dos títulos de crédito, não deva atingir, com o mesmo rigor e com a mesma extensão, o conteúdo daquele outro instrumento. Entendo mesmo que meramente estender aquele formalismo, quando o Código Civil, sua raiz legal, refere, nos seus artigos 888 e 889 apenas os títulos de crédito em si, não corresponde à melhor solução em termos de interpretação.
14. Parece-me, com efeito, que, ante o quadro descrito, a interpretação da PFE corresponderia a uma extensão do formalismo aplicável aos títulos de crédito a um instrumento que, embora naturalmente ligado ao título em questão, com ele não se confunde. E isso equivaleria, em última instância, a estender a aplicação de regras mais restritivas, que decorrem daquele formalismo, a instrumentos que, talvez, devam poder se beneficiar de maior flexibilidade.
15. E essa flexibilidade, é importante destacar, não decorre de uma postura teórica, mas é de todo coerente com as necessidades que levaram à criação dos novos instrumentos financeiros<sup>[1]</sup>.
16. Não vejo maior objeção, portanto, ao procedimento de revolvência, desde que o próprio termo de securitização o preveja expressamente.
17. Ou seja, se houver, na carteira, a até previsível divergência entre os prazos dos recebíveis, o termo de securitização deverá dispor sobre o tratamento que se dará para os recursos financeiros recebidos no período que anteceder os vencimentos dos CRA, podendo inclusive prever, além da eventual amortização dos certificados ou do seu resgate, quando cabível, o seu investimento temporário em outros ativos ou em outros direitos creditórios.
18. E este regime é reforçado por uma série de outros subsídios. Assim, se a CVM nunca se manifestou diretamente sobre a matéria (e, como se verá quando do tratamento dos precedentes, sustento que as manifestações até hoje existentes de fato não trataram do tema), em mais de um lugar ela sinaliza reconhecer a sua possibilidade – é o caso do item 1.7 do Anexo III-A da Instrução CVM n. 400, de 2003, que é aplicável aos CRA 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*".
19. Da mesma forma, o Anexo 32-II da Instrução CVM n. 480, de 2009, com a redação dada pela Instrução CVM n. 520, de 2012, aplicável às securitizadoras do agronegócio, requer, no item 3.2 do informe trimestral, a divulgação de eventos que tenham gerado a modificação da carteira, aí incluída a substituição de títulos.
20. Por fim, vale lembrar que a Lei n. 9.514, de 2007, que trata do sistema de financiamento imobiliário, estabelece, nos §§ 1º e 2º de seu art. 11, aplicável às securitizadoras do agronegócio por força do art. 39 da Lei n. 11.076, de 2004, regime que é, no mínimo, bastante coerente com aquele que ora se discute.
21. Creio que esses pontos são suficientes para demonstrar a razoabilidade do mecanismo rotativo que se pretende adotar no presente caso, seja do ponto de vista da sua lógica material, seja do ponto de vista da sua coerência com o restante do sistema legal e regulatório. Antes de concluir, porém, gostaria de tratar de dois outros pontos que também foram objeto, como argumentos de reforço, do parecer formulado pela PFE.

22. O primeiro desses pontos diz respeito à contraposição entre a situação dos CRA e a dos CDCA e das LCA. Isso porque o parágrafo 1º do art. 32 da citada Lei n. 11.076, de 2004, dispõe que "*A substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA, mediante acordo entre o emitente e o titular, importará na extinção do penhor sobre os direitos substituídos, constituindo-se automaticamente novo penhor sobre os direitos creditórios dados em substituição*".
23. O parecer começa por distinguir a situação do CRA daquela dos demais títulos – isso porque nesses outros os títulos lastreiam diretamente os instrumentos estando neles referidos e em razão de algumas outras especificidades (como o fato de que, neles, se confere direito de penhor sobre os direitos creditórios).
24. Ademais, como destaca a Procuradoria, o art. 32 se encontra em seção da lei que trata apenas de disposições comuns do CDCA e das LCA, não se fazendo, nele, nenhuma menção à possibilidade de substituição de créditos no CRA. Mais do que isso, ela ressalta que "*o formalismo dos títulos de crédito não autoriza a extensão analógica do art. 32 ao CRA, título que, como visto, possui natureza e tratamento legal distintos dos conferidos ao CDCA e à LCA*".
25. Não vejo, na verdade, como estender a substituição prevista no artigo acima transcrito para os CRA. Mesmo em razão da natureza distinta entre os diversos títulos, bem demonstrada no parecer da Procuradoria. No entanto, também não vejo como o art. 32 possa reforçar o entendimento da impossibilidade de revolvência para os CRA.
26. Parece-me muito claro que o procedimento descrito naquele artigo regulamenta os efeitos da substituição dos créditos empenhados no CDCA e na LCA, não se destinando propriamente a permitir tal procedimento. A impressão que se tem é que a permissão da substituição reside em um passo anterior e não é objeto de previsão expressa. Apenas se impunha uma regulamentação mais detalhada do procedimento porque, nesses outros títulos, se está lidando com um processo de constituição de direito (do penhor), que demanda um regime diferenciado.
27. Defendo, nesse sentido, que como a substituição é uma possibilidade pressuposta nos regimes do CDCA e da LCA, ela também o é no regime do CRA. E que se não se impõe uma regra expressa para tratar do tema é porque (i) aqui se está tratando justamente de um instrumento que não refere diretamente o crédito que o lastreia, mas que remete ao termo de securitização (o que não ocorre com o CDCA e a LCA, que devem mencionar, no corpo do título, os créditos), e (ii) porque tal substituição, quando se está lidando com penhor, requer o procedimento previsto no art. 32.
28. Por fim, gostaria de explorar, ainda que brevemente, a questão dos precedentes suscitados pela SRE e pela PFE, apenas para destacar que, a meu ver, nenhum deles se impõe, no presente caso, como fonte de uma potencial solução.
29. Isso porque, de fato, o objeto do Processo CVM n. RJ 2013/5929 é distinto, tratando-se de outra estrutura negocial, apoiada sobre instrumentos que, estruturalmente, não são tão similares ao CRA.
30. Já no que tange aos Processos CVM RJ 2006/6905 e RJ 2007/0547, julgados em conjunto, é importante destacar que, em nenhum momento se tratou propriamente da questão da revolvência, que foi apenas bordejada em alguns pontos. De qualquer forma, nesses dois casos se está tratando de (i) créditos que já eram, na origem, insuficientes para lastrear os CRIs emitidos e, portanto, (ii) nos quais nem mesmo haveria verdadeira revolvência, em que a aquisição de novos créditos se dá pelos recursos recebidos em razão do vencimentos daqueles originariamente securitizados.
31. Pelos motivos acima, discordo da posição adotada pela PFE, acompanhando em toda a sua extensão as conclusões do MEMO/SRE/GER-1/N.56/2013, inclusive no que tange à possibilidade de recurso ao procedimento de revolvência.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2013.

Otávio Yazbek

Diretor Relator

[1] Quanto às posições consolidadas acerca do caráter excepcional das normas que estabelecem formas obrigatórias para determinados tipos de negócios, cf. as considerações de Pietro Perlingieri, *Forma dei Negozi e Formalismo degli Interpreti*, Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 1987, pp. 30 e ss. É importante destacar que o autor não limita a discussão aos tradicionais argumentos sobre a prevalência da autonomia privada, levando-a para o campo de uma interpretação sistemática e axiológica do sistema jurídico (com foco, no caso da sua análise, em um controle de legitimidade

constitucional). Cf., para este último ponto, pp. 117 e ss. E este último ponto, aliás, é o que me parece reforçar a interpretação que ora adoto, coerente com a dinâmica da securitização e as necessidades do agronegócio.