

**REVISTA SEMESTRAL DE  
DIREITO EMPRESARIAL**

**Nº 17**

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho  
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro  
**julho / dezembro de 2015**



Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (Prof. Alexandre Ferreira de Assumpção Alves, Prof. Eduardo Henrique Raymundo Von Adamovich, Prof. Eduardo Takemi Dutra dos Santos Kataoka, Prof. Enzo Baiocchi, Prof. Ivan Garcia, Prof. João Batista Berthier Leite Soares, Prof. José Carlos Vaz e Dias, Prof. José Gabriel Assis de Almeida, Prof. Leonardo da Silva Sant'Anna, Prof. Marcelo Leonardo Tavares, Prof. Mauricio Moreira Menezes, Prof. Rodrigo Lychowski e Prof. Sérgio Campinho).

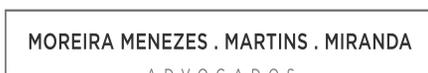
**Editores:** Sérgio Campinho e Mauricio Moreira Menezes.

**Conselho Editorial:** Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (UERJ), António José Avelãs Nunes (Universidade de Coimbra), Carmem Tibúrcio (UERJ), Fábio Ulhoa Coelho (PUC-SP), Jean E. Kalicki (Georgetown University Law School), John H. Rooney Jr. (University of Miami Law School), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Universidade de Coimbra), José de Oliveira Ascensão (Universidade Clássica de Lisboa), Luiz Edson Fachin (UFPR), Marie-Hélène Bon (Université des Sciences Sociales de Toulouse), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (USP), Peter-Christian Müller-Graff (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg) e Werner Ebke (Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg).

**Conselho Executivo:** Carlos Martins Neto, Enzo Baiocchi, Leonardo da Silva Sant'Anna, Mariana Campinho, Mariana Pinto e Viviane Perez.

**Pareceristas Deste Número:** Adem Bafti (UNIVAP), Davi Antônio Gouvêa Costa Moreira (SEUNE), José Carlos Vaz e Dias (UERJ), José Gabriel Assis de Almeida (UERJ), Marcelo Lauar Leite (UFERSA), Milena Donato Oliva (UERJ), Sergio Negri (UEJF), Samuel Max Gabbay (UFRN) e Vitor Monteiro (UFAL).

**PATROCINADORES:**



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte  
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

---

Revista semestral de direito empresarial. — nº 17 (julho/dezembro 2015)

. — Rio de Janeiro: Processo, 2007-.

v.

UERJ

Campinho Advogados

Moreira Menezes, Martins, Miranda Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)

---

\* Publicada no primeiro semestre de 2017.

# **A CIRCULAÇÃO DA CÉDULA DE PRODUTO RURAL NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO<sup>1</sup>**

## **THE CIRCULATION OF THE RURAL PRODUCT NOTE IN THE BRAZILIAN CAPITAL MARKET**

*Higor Favoreto da Silva Biana*

*Resumo:* A Cédula de Produto Rural (CPR) constitui relevante instrumento de captação de recursos pelos produtores rurais, inclusive por meio de suas associações. A possibilidade de circulação deste título no mercado de capitais aumenta sobremaneira o potencial de financiamento das atividades do agronegócio. Contudo, para tanto, não basta observar o disposto no diploma legal que disciplina a CPR, mas também a regulamentação deste mercado, que impõe substanciais obrigações ao emissor. Assim, o presente trabalho propõe-se a apontar a importância da CPR para a política de financiamento do agronegócio e os principais requisitos aplicáveis para que possa circular no mercado de capitais.

*Palavras-Chave:* Cédula de Produto Rural. Circulação. Mercado de capitais. Títulos do agronegócio. Financiamento rural.

*Abstract:* The Rural Product Note (CPR) is a relevant funding tool for rural producers, including through their associations. The possibility of circulation of this security in the capital market greatly increases the financing potential of agribusiness activities. Neverthe-

---

<sup>1</sup> Artigo recebido em 21.12.2016 e aceito em 02.05.2017.

less, in order to access the capital market, it is necessary not only comply with the provisions set out in the legal diploma that governs CPRs, but also the capital market regulation, which imposes substantial obligations to the issuer. Hence, the present work shall discuss the importance of CPRs on the agribusiness financing policy and the main requirements for its circulation in the capital market.

*Keywords:* Rural Product Note. Circulation. Capital Market. Agribusiness titles. Rural funding.

*Sumário:* 1. Introdução. 2. Alguns apontamentos sobre o regime jurídico da CPR. 3. A Cédula de Produto Rural no mercado de capitais. 4. Circulação e captação de recursos no mercado de capitais. 5. Conclusão.

## **1. Introdução.**

O Estado brasileiro vem, há muito, empreendendo esforços para que as atividades nos setores secundários e terciários sejam incrementadas, o que constitui indicativo relevante para o desenvolvimento nacional, mas não descurou da importância das atividades do agronegócio. Assim, nem mesmo o processo de industrialização em voga principalmente a partir da segunda metade do século XIX foi – ou provavelmente será – hábil a diminuir a importância dessas atividades para a economia nacional.

Afinal, como assevera Cerqueira, "o agronegócio é e sempre será um setor de destaque em relação a outros setores da economia brasileira, dado o seu potencial de geração de riqueza e de aumento do bem-estar social"<sup>2</sup>. Não por menos, as políticas estatais de estímulo ao agronegócio são uma constante secular na realidade socioeconômica brasileira.

---

2 CERQUEIRA, Bruno S. P. de. Os títulos de crédito do agronegócio. In: BROTEL, Sérgio; BARBOSA, Henrique. *Finanças corporativas: aspectos jurídicos e estratégicos*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2016, p. 553.

A importância do Estado no fomento do agronegócio sempre foi grande, mas se reforçou com o advento do Estatuto da Terra<sup>3</sup> de 1964, o qual frisou seu papel na proteção à economia rural, mencionando de maneira expressa que esta engloba a viabilização de assistência financeira e creditícia (artigo 73, inciso VI). Esta assistência foi encampada pela Constituição Federal de 1988, que, em seu artigo 187, inciso I, estabelece mandamento no sentido de que a política agrícola será planejada e executada levando em conta especialmente os instrumentos creditícios.

Frise-se que esta assistência estatal financeira e creditícia não se restringe à tradicional política de canalização de recursos públicos à atividade. Implementa-se também por meio de políticas legislativas que estimulem o financiamento privado das atividades rurais. A concessão de subsídios ou empréstimos por meio de bancos públicos é, portanto, somente uma das várias possibilidades de intervenção estatal sobre o agronegócio.

Tanto é que, nos últimos anos, o Brasil vem paulatinamente superando o sistema em que o financiamento agrícola é alicerçado fundamentalmente com recursos públicos e cambando no sentido do estímulo à participação do mercado no financiamento desta atividade.

Uma das medidas que facilitaram a participação de entes privados no fomento do agronegócio foi a criação da Cédula de Produto Rural (CPR) por meio da Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994 (Lei nº 8.929/1994), o que, conforme aponta Fábio Ulhoa Coelho, está diretamente atrelado à incapacidade do Estado brasileiro de prosseguir financiando as atividades rurais<sup>4</sup>.

Tendo em vista da sua notória versatilidade, que lhe permite a

---

3 Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964.

4 COELHO, Fábio Ulhoa. Títulos do agronegócio. In: COELHO, Fábio Ulhoa (Coord.). *Tratado de Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 8, p. 330.

captação de recursos de maneiras variadas, a CPR consolidou-se como importante instrumento para o financiamento privado do agronegócio. Sua flexibilidade é tal que até mesmo o Estado utiliza como mecanismo de concessão de crédito ao produtor rural.

É usual, por exemplo, que a Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) – empresa pública que, dentre outros objetivos, participa da execução de políticas do Governo Federal relacionadas ao agronegócio – conceda financiamentos aos produtores rurais mediante a emissão, por estes, de CPRs em seu favor.

Vale mencionar que não somente a CPR, mas também os demais títulos do agronegócio disciplinados pela Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004 (Lei nº 11.076/2004)<sup>5</sup>, constituíram uma ambiência propícia à captação de recursos privados pelos produtores rurais.

Assim, foi pavimentado o caminho de sentido oposto à realidade em que o financiamento do agronegócio era quase que exclusivamente financiado por créditos incentivados pelo Estado ou ainda pelos próprios atores da cadeia, como é o caso das *tradings companies*, sociedades empresárias que comercializam os produtos rurais<sup>6</sup>.

De todo modo, este caminho ainda é longo. De um lado, a grande maioria dos produtores rurais e suas cooperativas não está familiarizada com os instrumentos que lhes são disponibilizados como meio de acesso ao mercado de capitais e, de outro, os investidores que não investem tradicionalmente no setor possuem certa resistência.

Este cenário parece contraditório, afinal, o Brasil é inegavelmente uma potência mundial no agronegócio, que movimenta, todos os anos, cifras na casa das centenas de bilhões. Mas como aclara Cer-

---

5 Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, Warrant Agropecuário – WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA.

6 CERQUEIRA, Bruno S. P. de, op. cit., p. 554.

queira<sup>7</sup>, esta parca participação dos investidores privados é justificada principalmente em virtude da falta de cultura de investimento no segmento.

Mencione-se que os recursos destes investidores estão disponíveis principalmente no mercado de capitais. A propósito, mesmo diante da crise financeira que o assola, somente em 2015 ocorreram aproximadamente 230,19 milhões de operações na única bolsa de valores atualmente ativa no Brasil, as quais somaram o volume de R\$ 1,67 trilhões, equivalentes a R\$ 6,79 bilhões por dia<sup>8</sup>.

Ainda que estes números não englobem as transações ocorridas nos mercados de balcão, demonstram a grandiosidade dos valores que circulam no mercado de capitais. Neste, o financiamento do agronegócio ocorre notadamente por meio da emissão de ações ou outros valores mobiliários por companhias abertas que atuam neste segmento, mas não se pode perder de vista que esta estrutura é utilizada por grandes investidores e que os recursos captados dificilmente serão destinados ao produtor rural médio brasileiro.

O produtor médio encontra nos títulos do agronegócio a possibilidade mais concreta de capitalização no mercado de capitais, notadamente se o fizer por intermédio de suas associações, incluindo as cooperativas. E a esse respeito vale frisar que a baixa representatividade dos títulos do agronegócio nas negociações ocorridas no mercado de capitais denota também o seu enorme potencial de crescimento.

As perspectivas de transações envolvendo estes títulos são positivas notadamente se considerado que: (i) a evolução desse mercado tende à diversificação dos investimentos tradicionais; e (ii) que o estrangulamento dos gastos públicos pode compelir os produtores

---

7 Ibidem, p. 554.

8 BM&FBOVESPA. Balanço de Operações. BM&FBovespa apresenta o balanço de suas operações em 2015. Disponível em: "[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/noticias/balanco-de-operacoes-2.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/noticias/balanco-de-operacoes-2.htm)". Acesso em: 15 dez. 2016.

rurais a buscarem alternativas de acesso a de recursos junto à iniciativa privada.

Nesta senda, uma vez que a CPR é um dos mais versáteis e importantes títulos do agronegócio, o presente trabalho propõe-se a apontar as principais nuances jurídicas relacionadas à sua negociação neste ambiente. Para tanto, inicialmente serão apontados os principais contornos jurídicos da CPR e do mercado de capitais pátrio e, então, apresentados os aspectos jurídicos relevantes à emissão e circulação deste título do agronegócio em tal mercado.

## **2. Alguns apontamentos sobre o regime jurídico da CPR.**

Nos termos do artigo 1º da Lei nº 8.929/1994, a CPR incorpora uma promessa de entrega de produtos rurais, podendo ou não conter garantias cedularmente constituídas. Como esclarece Arnold Wald, tais garantias conferem maior atratividade aos títulos, uma vez que o aderem e incorporam, com ele circulando fácil e livremente, prescindindo de qualquer outro instrumento que não a própria CPR<sup>9</sup>.

A emissão da CPR somente poderá ser realizada por produtores rurais e suas associações, inclusive cooperativas (artigo 2º da Lei nº 8.929/1994), o que faz com que ela seja um título cuja emissão é mais atrativa ao pequeno e médio produtor rural que os demais títulos do agronegócio.

É notório que a doutrina passou a se debruçar com mais afinco sobre os títulos do agronegócio a partir do advento Lei nº 11.076/2004, que criou 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).

---

9 WILD, Arnoldo. Do regime legal da Cédula de Produto Rural (CPR). *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 34, n. 136, p. 237-251, out./dez. 1997, p. 238.

Nesta ocasião, dentre os principais títulos do agronegócio existentes, apenas a CPR poderia ser emitida diretamente pelo produtor rural; e assim continuou sendo.

Com efeito, o CDA e o WA somente poderão ser emitidos por intermédio de um depositário responsável pela armazenagem de produtos rurais, ao passo que o CRA, por companhias securitizadoras do agronegócio, o CDCA, por cooperativas ou pessoas jurídicas, desde que atuem na intermediação de negócios ou fornecimento de serviços ou insumos para o agronegócio, e a LCA, por instituições financeiras.

Em 2005, a figura da Nota Comercial do Agronegócio (NCA) ganhou disciplina própria<sup>10</sup> e despontou como relevante instrumento de dívida para a captação de recursos no mercado de capitais. Entretanto, sua emissão está limitada às sociedades anônimas, limitadas ou cooperativas que tenham por atividade a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários.

Portanto, respeitadas as peculiaridades e de cada título, a possibilidade de emissão da CPR por produtores rurais ou suas associações, por si só, já demonstra sua maior acessibilidade. E isto ficou ainda mais claro com a criação da CPR-Financeira, que permitiu que o produtor liquide financeiramente as obrigações assumidas com lastro nos produtos agropecuários que ele mesmo produz.

Inicialmente, a liquidação da CPR somente poderia ser efetuada mediante a entrega do produto rural que lastreava sua emissão, o que gerava diversos entraves notadamente diante das intempéries a que a atividade agropecuária está sujeita.

---

10 De acordo com o artigo 2º da Instrução CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, “[a] Nota Comercial do Agronegócio – NCA é a Nota Promissória Comercial para distribuição pública emitida por companhias, sociedades limitadas e cooperativas que tenham por atividade a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária”.

Com a entrada em vigor da Lei nº 10.200, de 14 de fevereiro de 2001<sup>11</sup>, a Lei nº 8.929/1994 foi alterada a fim de que passasse a ser permitida a emissão de CPRs com liquidação financeira. Criou-se, desse modo, o que a doutrina especializada denomina de “CPR Financeira”.

Esta alteração representou importante medida para a ampliação da utilização da CPR; descortinou-se um novo horizonte para o financiamento do agronegócio, pois este título poderia ser mais facilmente negociado no sistema financeiro, permitindo ao produtor rural uma possibilidade mais concreta de acessar a imensidão de recursos disponíveis no mercado de capitais.

A restrição do adimplemento à liquidação física redundava em substancial limitação à utilização da CPR como instrumento financeiro, pois desse modo não seria atrativa àqueles investidores que não participam da cadeia do agronegócio e, portanto, não têm interesse na obtenção dos produtos que lastreiam a CPR.

A propósito, Fábio Ulhoa Coelho<sup>12</sup> aponta que inexistente qualquer imposição feita ao produtor emitente da CPR no que se refere à verificação da capacidade de assumir as obrigações, o que por certo desburocratiza o procedimento de emissão. Mas por outro lado, o emitente responderá pela evicção, não cabendo que invoque em seu benefício o caso fortuito ou de força maior<sup>13</sup>. João Luiz Coelho da Rocha esclarece que esta imposição legal faz sentido na medida em que os produtos a serem entregues estão sujeitos a diversas variantes, como clima e sazonalidade, de modo que sua obrigação não poderia estar condicionada a fatos da natureza ou atos de terceiros<sup>14</sup>.

---

11 Produto da conversão em lei da Medida Provisória nº 2.117-14, de 26 de janeiro de 2001.

12 COELHO, Fábio Ulhoa, op. cit., p. 332.

13 Artigo 11 da Lei nº 8.929/1994.

14 ROCHA, João Luiz Coelho da. Um título de crédito recente: a cédula de produto rural. *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro*, São Paulo, v. 117, p. 112-116, jan./mar. 2000, p. 115.

Os requisitos a serem observados para a emissão da CPR estão contidos no artigo 3º da Lei nº 8.929/1994, de acordo com o qual deverão ser lançados em seu contexto: (i) a denominação “Cédula de Produto Rural”; (ii) a data da entrega do produto ou disponibilidades financeiras; (iii) o nome do credor e cláusula à ordem; (iv) uma promessa pura e simples de entregar o produto, sua indicação e as especificações de qualidade e quantidade; (v) o local e as condições da entrega do produto ou disponibilidades financeiras; (vi) a descrição dos bens cedularmente vinculados em garantia; (vii) a data e o lugar da emissão da CPR; e (viii) a assinatura do emitente.

No que se refere à CPR Financeira, deve conter também (i) a descrição dos referenciais necessários à clara identificação do preço ou do índice de preços a ser utilizado no resgate do título; e (ii) a expressão “financeira” após o nome por extenso da CPR<sup>15</sup>.

Os indicadores de preço a serem considerados para a definição do valor de liquidação da CPR Financeira devem (i) ser apurados por instituições idôneas e de credibilidade junto ao emissor e beneficiário; (ii) estarem atualizados periodicamente – preferencialmente de forma diária; e (iii) terem ampla divulgação ou facilidade de acesso, de forma a estarem facilmente disponíveis para as partes contratantes.

Vale mencionar que é facultada a inserção, tanto na CPR com liquidação física como financeira, de cláusulas lançadas em seu contexto, as quais poderão estar apostas em documento à parte, desde que isto esteja mencionado na cártula. Também é possível fazer menção na CPR a outro documento onde estarão elencados os bens dados em garantias, os quais passarão a estar vinculados ao título uma vez que a assinatura do emitente conste do documento<sup>16</sup>.

Além de ser um título de crédito causal, uma vez que vincula-

---

15 Artigo 4º-A da Lei nº 8.929/1997.

16 Artigo 3º, §§ 1º e 2º, da Lei nº 8.929/1994.

do ao agronegócio, a CPR pode ser classificada como um título executivo, um instrumento de dívida, e, quando circulando no sistema financeiro, poderá ainda ser classificada como ativo financeiro e valor mobiliário. Não sem razão, Waldírio Bugarelli assevera que os contornos da CPR são os mais diversos, afinal ela:

(...) alcança a disciplina legal de vários institutos conexos, como (1) o penhor rural e o penhor mercantil; (2) o direito cambial; (3) os valores mobiliários; (4) as obrigações em geral, previstas, principalmente, no Código Civil; (5) as normas sobre execução específica reguladas pelo Código de Processo Civil.<sup>17</sup>

Em vista da análise que ora se propõe, releva apontar a disciplina da CPR enquanto valor mobiliário circulando no mercado de capitais. Nesta condição, além das normas de direito cambiário, deverão ser observadas também aquelas aplicáveis a este mercado, notadamente os diplomas regulamentares editados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão responsável por sua regulação e fiscalização.

Cabe trazer à baila as lições de Ary Oswaldo Mattos Filho, que em paradigmático trabalho esclareceu que a classificação como valor mobiliário não se compatibiliza com o conceito e classificação aplicados aos títulos de crédito<sup>18</sup>. Isto notadamente porque, a depender da classificação que se adote, o sistema jurídico aplicável será distinto.

Neste sentido, somente a CPR caracterizada como valor mobiliário estará sujeita às normas da CVM.

Mesmo que todas as CPRs se sujeitem ao regime jurídico do direito cambiário, somente aquelas que sejam também valores mobi-

---

17 BULGARELLI, Waldírio. *Títulos de crédito*. 14. ed. São Paulo: Atlas, 1998, p. 575.

18 MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 59, p. 30-55, jul./set. 1985, p. 27.

liários se sujeitarão ao sistema jurídico correspondente. E para que sejam caracterizadas como valores mobiliários, as CPRs deverão de ser ofertadas publicamente.

Como ensina Norma Jonssen Parente, em sua redação original, o principal diploma legal aplicável ao mercado de capitais, a Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976 (Lei nº 6.385/1976) estabelecia um rol taxativo de valores mobiliários, que contemplava somente as ações, partes beneficiárias, debêntures, cupões destes títulos e bônus de subscrição e certificados de depósito<sup>19</sup>. Esta legislação previa, por outro turno, que o Conselho Monetário Nacional (CMN) poderia criar novos valores mobiliários.

Diversos novos valores mobiliários foram criados por atos administrativos do CMN até que, no final da década de 90, estabeleceu-se um conceito legal mais abrangente de valor mobiliário<sup>20</sup>.

Dentre outros, a Lei nº 6.385/1976 passou a definir como valores mobiliários, 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<sup>21</sup>.

Portanto, sendo um título de crédito, a CPR será considerada um valor mobiliário desde que ofertada publicamente<sup>22</sup>. Conforme

---

19 PARENTE, Norma Jonssen. Mercado de Capitais. In: CARVALHOSA, Modesto (Coord.). *Traatado de Direito Empresarial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 136-137.

20 Primeiramente, foi editada a Medida Provisória nº 1.637, de 08 de janeiro de 1998, que foi posteriormente convertida na Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, a qual, por sua vez, alterou a Lei nº 6.385/1976 para ampliar o conceito de valor mobiliário. A esse respeito, vide PARENTE, Norma Jonssen, op. cit., p. 231 ss.

21 Artigo 2º, inciso IX, da Lei nº 6.385/1976.

22 Note-se que o requisito da oferta pública é necessária porque a CPR não se enquadra nas demais hipóteses do rol de valores mobiliários em que ela não se aplica. Ainda que o negócio jurídico que a origine possa ser considerado um contrato de derivativo – uma vez que tem no

esmiuçado abaixo, esta oferta pública restará caracterizada quando o título for colocado no mercado de capitais mediante apelo ao público. Seja a CPR criada no mercado de capitais ou nele posteriormente inserida para negociação, uma vez ofertada a um público indeterminado restará caracterizada como valor mobiliário.

Este é o contorno legal da CPR que mais releva ao presente trabalho. Afinal, será com a natureza jurídica de valor mobiliário que circulará no mercado de capitais.

### **3. A Cédula de Produto Rural no mercado de capitais.**

O mercado de capitais integra o sistema financeiro nacional, que é a força motriz para o desenvolvimento de qualquer economia de mercado e exerce papel de extrema relevância na alocação de bens. Nelson Eizirik *et al.* assentam que a função desse sistema é fornecer os meios pelos quais os denominados agentes econômicos deficitários, ou seja, aqueles que necessitam de recursos financeiros para seus investimentos, possam acessar os recursos daqueles agentes que possuem uma poupança além daquela utilizada em seus próprios investimentos – os superavitários<sup>23</sup>.

O fluxo dos recursos entre os que necessitam e os que possuem *superávit* é viabilizado pela atuação de instituições intermediárias, que, desse modo, assumem a indispensável atribuição de interligar os agentes econômicos. Esta função será exercida de diversas maneiras, variando principalmente em razão do subsistema do sistema financeiro em que atuam tais instituições.

---

produto rural o ativo subjacente – as obrigações cambiárias são abstratas em relação a este. Assim, não cabe confundir a CPR, que é um título, com o contrato derivativo que a originou. Caso este fosse colocado diretamente no mercado de capitais, não necessitaria ser ofertado publicamente para ser caracterizado como valor mobiliário.

23 EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas.  *Mercado de Capitais: Regime Jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 2.

Com efeito, além do mercado de capitais, o sistema financeiro é composto também pelo mercado de crédito, monetário e cambial. Segundo Eizirik *et al.*, no mercado de crédito, o intermediário (instituição financeira) capta recursos dos agentes superavitários e os concede aos deficitários em nome próprio, ou seja, assumindo os riscos do inadimplemento; no mercado monetário, a intermediação visa a negociação de títulos da dívida pública, ou seja, instrumentos de dívida do Estado; e, no mercado cambial, os intermediários promovem trocas entre moedas estrangeiras<sup>24</sup>.

O mercado de capitais<sup>25</sup>, por seu turno, é o subsistema no qual os investidores (superavitários) aportam recursos em títulos de entidades que dele participam, de modo que o papel dos intermediários é principalmente de viabilizar a transação entre as partes. Note-se, no mercado de crédito, o intermediário, de um lado, assume obrigações perante os investidores e, do outro, celebra o negócio jurídico com o tomador do crédito. Já no mercado de capitais, o investidor estabelece relação direta com aquele que captou seus recursos.

Norma Jonssen Parente bem ensina que os investidores do mercado de capitais classificam-se conforme as funções que exercem<sup>26</sup>. Aqueles que transacionam em nome próprio são denominados investidores individuais, ao passo que quando atuam em nome de terceiros são institucionais. Fato é que, independentemente do seu enquadramento, como são eles os responsáveis pela disponibilização de recursos no mercado de capitais, podem ser considerados os maiores responsáveis pela sua existência.

A circulação da CPR neste mercado possibilita que o produtor rural tenha a possibilidade de buscar parte do enorme montante de recursos disponibilizado por todos estes investidores, incrementando sobremaneira suas chances de captação de recursos.

---

24 *Ibidem*, p. 7.

25 Também denominado mercado de valores mobiliários.

26 PARENTE, Norma Jonssen, *op. cit.*, p. 244.

Mencione-se que a CPR Financeira assume papel de relevo para a captação de recursos no mercado de capitais, uma vez que a possibilidade de liquidação financeira constitui pedra de toque para que qualquer investidor, seja ou não atuante na cadeia do agronegócio, possa aportar recursos para a aquisição deste título representativo da promessa de entrega de produto rural.

Com efeito, aqueles que aportam recursos na CPR com liquidação física via de regra visam a obtenção do produto rural que a lastreia, seja para posterior comercialização ou para utilização nas demais atividades econômicas que exerça, ao passo que os investidores que adquirem as CPRs Financeiras visam o retorno financeiro do seu capital investido.

Como aclara Cerqueira, no caso da CPR com liquidação física, os principais investidores são aqueles integrantes da própria cadeia produtiva e que tinham como interesse final o recebimento do produto, tais como: (i) as *trading companies* em suas operações de compra e venda de produtos; (ii) grandes empresas de agronegócio que tenham como fornecedores os emissores da CPR e que usam o título para financiar os seus referidos produtores através do pagamento antecipado de parte ou da totalidade do produto a ser fornecido; e (iii) empresas diversas da cadeia agropecuária que pretendem utilizar a CPR para realização de uma operação de *barter* (troca)<sup>27</sup>.

Já os contornos da CPR com liquidação financeira fazem com que seja adquirida notadamente por agentes que tradicionalmente participam do sistema financeiro, ou seja, (i) instituições financeiras; (ii) investidores não residentes; (iii) fundos de pensão; (iv) fundos de investimento em geral, incluindo fundos de investimento em direito creditórios e fundos de investimentos focados em crédito privado.

Entretanto, a todas as vistas, o volume de CPRs negociadas no mercado de capitais ainda é baixo. E a reversão deste quadro é alta-

---

27 CERQUEIRA, Bruno S. P. de, op. cit., p. 557-558.

mente desejável, uma vez que o acesso aos recursos disponíveis neste mercado exerce um papel fundamental para atividades do agronegócio e, conseqüentemente, para o desenvolvimento da economia nacional, que é o de conferir ao produtor rural uma alternativa de financiamento.

Mesmo que a capitalização de sociedades empresárias seja a mais tradicional função do mercado de capitais, este exerce também outras relevantes funções econômicas comuns também à emissão e circulação de valores mobiliários outros que não ações de companhias abertas, como é o caso da CPR:

- 1) conciliação do interesse do poupador de oferecer recursos a curto prazo (quando os valores mobiliários são dotados de liquidez) com a necessidade da empresa emissora de obter recursos de médio e longo prazos;
- 2) transformação dos montantes de capital, de sorte que pequenos e médios montantes de recursos, aportados por diferentes poupadores, convertem-se, por ocasião da subscrição de valores mobiliários, em grandes e consolidados montantes de capital;
- 3) transformação da natureza dos riscos, ao permitir que se transforme uma série de investimento de alto risco individual, de longo prazo e sem liquidez, em investimentos com maior segurança e prazos mais curtos;
- 4) maior agilidade do processo de transferência dos recursos, uma vez que os valores mobiliários [...] são padronizados e aptos a circularem em massa;
- 5) obtenção de um maior volume de informações homogêneas sobre oferta e demanda de recursos.<sup>28</sup>

Não sem razão, a Lei nº 8.929/1994 ocupou-se de permitir, de maneira expressa, que a CPR possa ser negociada nos mercados de

---

28 EIZIRIK, Nelson, et al., op. cit., p. 8.

bolsas e de balcão: são justamente estas bolsas de valores, de mercadorias e de futuros, e os mercados de balcão que compõem o mercado de capitais, como bem esclarece a regulamentação da CVM<sup>29</sup>.

Não há uma delimitação precisa destes mercados, mas possuem características claramente distintas.

No mercado de bolsa, transacionam-se maiores volumes. Nele, todas as ordens de compra e venda relacionadas a um mesmo valor mobiliário são sistematicamente direcionadas a um mesmo canal de negociação, podendo ainda haver a atuação de um intermediário, denominado formador de mercado, que assume o papel de garantir o cumprimento de propostas firmes de compra e venda enviadas a tal canal. Neste mercado, deve haver a disponibilização contínua de informações relacionadas às negociações (notadamente os preços e quantidades transacionadas), além de mecanismos para o controle de riscos e de ressarcimento de prejuízos.

O mercado de balcão, por sua vez, divide-se entre organizado e não organizado. No mercado de balcão organizado, as ordens são igualmente centralizadas em um mesmo canal de negociação, mas diferentemente das bolsas, pode haver a negociação direta entre os participantes, sem a participação direta da entidade administradora do mercado, desde que esta garanta a liquidação da transação. Ademais, não há no mercado de balcão a necessidade de disponibilização contínua de informações relacionadas às negociações.

Já o mercado de balcão não organizado é identificado a partir de uma análise excludente. Ele faz parte do mercado de capitais, também havendo negociação de valores mobiliários entre as instituições participantes, mas não se delimita nem como mercado de bolsa nem de balcão organizado. É, portanto, um mercado em que ocorrem as transações que, em certa medida, podem ser designadas como residuais.

---

29 Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007.

Outra tradicional classificação do mercado de capitais – classificação esta que engloba ambos os mercados de bolsa e de balcão – consiste nos mercados primário e secundário. O primeiro é aquele em que os valores mobiliários são criados (emitidos) e concomitantemente objeto de distribuição pública por seus emissores<sup>30</sup>, de modo que os recursos captados serão recebidos por estes últimos.

O mercado secundário, por sua vez, é onde os valores mobiliários já emitidos são negociados. Neste caso, os recursos já terão sido recebidos pelos emissores no momento da emissão dos valores mobiliários, de modo que o produto da sua venda no mercado secundário será angariado pelo vendedor.

Mesmo diante da possibilidade de negociação das CPRs nos mercados de bolsa e de balcão, ou ainda, primário ou secundário, é notório que no Brasil a esmagadora maioria produtores rurais financia suas atividades basicamente por meio do mercado de crédito. Contrariamente aos grandes produtores, não é usual que tais empreendedores obtenham crédito junto ao mercado de capitais.

---

30 De acordo com o artigo 3º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, “São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos: I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma; II – a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados; III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou IV – a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários”.

Diversos podem ser os fatores apontados para tanto, mas a realidade fática aponta principalmente para o subsídio estatal ao crédito rural e à maior facilidade de acesso ao crédito bancário comparativamente que aos recursos do mercado de capitais.

Contudo, o crédito bancário brasileiro é um dos mais caros do mundo, e, mesmo que subsidiado, pode muito bem ser mais dispendiosos que a captação no mercado de capitais. É importante lembrar que, em momentos como o atual, de enfraquecimento da situação econômico-financeira do país e de manutenção de uma elevada taxa básica de juros na tentativa de contenção da inflação, os subsídios estatais diminuem e o crédito bancário encarece.

Além disso, a evolução da cadeia do agronegócio viabiliza a participação de instituições intermediárias especializadas no ramo, que prestam serviços de apoio aos produtores rurais e cooperativas que desejem emitir CPRs no mercado de capitais, facilitando a resolução de exigências burocráticas, que neste caso podem, em verdade, ser menores que aquelas que lidaria para a obtenção de crédito bancário.

#### **4. Circulação e captação de recursos no mercado de capitais.**

As únicas entidades do Brasil administradoras do mercado de capitais são a Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBOVESPA), CETIP S.A. – Mercados Organizados (CETIP) e a Bolsa Valores do Rio de Janeiro (BVRJ). Como a BVRJ teve suas atividades paralisadas após ter ido à bancarrota em razão de fraude histórica ocorrida na década de 80, as únicas entidades administradoras de mercados organizados atualmente operantes são a BM&FBOVESPA e a CETIP, sendo que a primeira opera a única bolsa de valores local.

Ambos os mercados de balcão organizado da BM&FBOVESPA e CETIP admitem a negociação de CPRs, mas exclusivamente pelo meio eletrônico. Como a negociação eletrônica nos mercados organi-

zados já se amoldava como uma realidade quando a Lei nº 8.929/1997 foi editada, o legislador ocupou-se acertadamente de estabelecer que a circulação da CPR no mercado de capitais estaria condicionada à sua escrituração em sistema de registro e liquidação financeira, administrado por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil<sup>31</sup>.

É uníssono que, mesmo exigindo que a emissão da CPR ocorra por meio de suporte cartular, ao permitir a transferência do suporte físico para o eletrônico, a Lei nº 8.929/1997 deu um importante passo no sentido da sua utilização como instrumento de captação de recursos.

Ainda assim, muito discutiu-se se esta desmaterialização da CPR poderia descaracterizá-la como título de crédito, notadamente em vista do requisito da cartularidade. Em certa medida, isto se deu porque diferentemente de países, como a França, não há no ordenamento pátrio legislação específica relacionada a títulos de crédito imateriais.

Mas com a mestria de sempre, já no ano da entrada em vigor da Lei nº 8.929/1997, Wald defendia posicionamento amplamente aceito nos dias de hoje, em que as transações eletrônicas são uma realidade consolidada:

(...) [S]aliente-se que a eventual negociação de CPR em mercados de bolsas e de balcão, com seus registros em sistemas tipo CETIP, implica sua desmaterialização, tal como ocorreu, por exemplo, com os CDBs, CDIs, letras hipotecárias e outros títulos. O documento físico, o papel, é substituído por um registro em banco de dados computadorizado.<sup>32</sup>

Com efeito, a desmaterialização da CPR não tem o condão de retirar a sua natureza de título de crédito. Embora ainda haja vezes

---

31 Artigo 19, parágrafo primeiro, da Lei nº 8.929/1997.

32 WALD, Arnold, op. cit., p. 241.

discordantes, a tendência moderna é do reconhecimento da viabilidade da existência de títulos de crédito cujo documento-suporte do crédito seja um registro informático idôneo. Ou seja, do mundo jurídico alinhando-se à realidade dos já famigerados títulos de crédito eletrônicos ou imateriais.

Ensina Fábio Ulhoa Coelho que, no que se refere à validade, eficácia e executividade do título, inexistente qualquer distinção seja ele consubstanciado em suporte material ou eletrônico, de modo que terá as exatas mesmas funções desde que, é claro, observados todos os requisitos necessários à sua emissão<sup>33</sup>.

Lembre-se que como a CPR deve ser “*cartular* antes do seu registro e após a sua baixa e escritural ou eletrônica enquanto permanecer registrada em sistema de registro e de liquidação financeira”<sup>34</sup>, *não* poderá ser emitida diretamente em sistema eletrônico do mercado de balcão ou de bolsa.

Contudo, muito contrariamente ao que possa parecer, a emissão cartular não redundará na impossibilidade de sua colocação diretamente no mercado de capitais, ou seja, no mercado primário. A consequência é que, seja a CPR subscrita por meio de transação privada ou mediante ofertada pública no mercado, sua emissão seguirá, invariavelmente, o mesmo rito: de início, o beneficiário concede insumos ou disponibilidades financeiras ao emitente, que em contrapartida emite a CPR em suporte físico em seu favor.

A diferença constata-se no momento posterior à emissão e no resgate. Caso tenha sido subscrita no mercado de capitais (mercado primário) ou nele colocada em momento posterior (mercado secundário), será imperativa a contratação de uma instituição financeira autorizada, que promoverá a escrituração da CPR em sistema de registro de liquidação financeira e, ademais, assumirá o papel de depositária

---

33 COELHO, Fábio Ulhoa, op. cit., p. 328.

34 Inciso I do parágrafo terceiro do artigo 19 da Lei nº 8.929/1997.

do título de crédito e emitente do certificado de depósito a ser negociado no mercado.

No que se refere ao resgate, se a CPR tiver circulado exclusivamente da forma papelizada e privada, bastará a liquidação e entrega do título ao emitente. Já o resgate da CPR que circulou no mercado de capitais observará um procedimento mais complexo: após a liquidação da CPR e apresentação da documentação comprobatória à instituição que a escriturou e atuou como depositária da cártula, ocorre a devolução da cártula ao emitente e o pagamento das despesas devidas (inclusive à bolsa de valores ou mercado de balcão organizado) e, então, o registro eletrônico do título é encerrado.

A CPR sempre será emitida em sua cártula, de modo que sua colocação no mercado primário *não* pressupõe necessariamente uma emissão em suporte eletrônico, mas não cabe confundir o ambiente do mercado de capitais com o sistema eletrônico em que as transações ocorrem. Assim como qualquer valor mobiliário, a CPR tanto poderá ser emitida diretamente para os integrantes do mercado de capitais como poderá somente nele circular, caso emitida de maneira privada e posteriormente objeto de negócios jurídicos que viabilizem sua venda neste ambiente.

Releva salientar que apesar de a redação do artigo 19 da Lei nº 8.929/1997 denotar que a circulação da CPR no mercado de capitais demandaria basicamente o seu registro em sistema de liquidação financeira, as normas específicas do mercado de capitais fazem incidir uma série de obrigações que têm por propósito primordial proteger seus participantes, mas que acabam por dificultar o acesso ao mercado por parte do produtor rural.

Prevalece no mercado de capitais o princípio do *full disclosure*, segundo o qual cumpre aos emissores de valores mobiliários realizarem a ampla, precisa, clara, equânime e simultânea divulgação de informações relevantes relacionadas a estes títulos. Em atenção a este princípio, a Lei nº 6.385/1976 contempla um sistema duplo de registros concedidos pela CVM.

Trata-se do registro do próprio emissor e de cada oferta de valores mobiliários que ele venha a realizar. Tais registros constituem, nesta seara, meios instrumentais para que os investidores tenham amplo acesso às informações relativas às ofertas e também às entidades emissoras dos valores mobiliários. Assim, visam mitigar os riscos de assimetria informacional no mercado, contribuindo a formação de um mercado mais eficiente, no qual os ativos nele negociados são cotados pelo seu valor justo.

Andre Grunspun Pitta esclarece que a imposição de ambos os registros decorre da alternativa adotada pelo ordenamento brasileiro em que o Estado não exerce uma regulação meritória acerca da qualidade do empreendimento em razão dos quais os valores mobiliários estão sendo emitidos, e sim calcada em um regime informacional<sup>35</sup>.

Portanto, ressalvadas as hipóteses de dispensa, para que um produtor rural ou sua associação possam ofertar CPRs ao público em geral, deverá efetuar o registro desta oferta. E tendo ou não realizado uma oferta destes títulos, para que eles sejam admitidos à negociação no mercado de capitais o emissor terá de ser registrado ou dispensado de registro perante a CVM.

Em que pese a importância desses registros, há precedentes em que a CVM determinou a suspensão de ofertas de CPR por tê-las considerado públicas e, portanto, sujeita a registro nos termos do artigo 4º, parágrafo segundo, da Lei nº 6.385/1976<sup>36</sup>.

Note-se que não há uma definição do que seja uma oferta pública que, diferentemente da privada, estará sujeita a registro. O artigo 19 da Lei nº 6.385/1976, conforme regulamentado pelo artigo 3º da

---

35 PITTA, Andre Grunspun. Artigo 21. In: CODORNIZ, Gabriela; PATELLA, Laura (Coord.). *Comentários à lei do mercado de capitais: lei nº 6.385/76*. São Paulo: Quatier Latin, 2015, p. 428-429.

36 Por meio da Deliberação CVM nº 418, de 11 de dezembro de 2001, a autarquia determinou que a Bawman Agropecuária e Comercial S.A. se abstinhasse de ofertar CPRs e, por meio da Deliberação CVM nº 473, de 01 de dezembro de 2004, determinação similar foi imposta à Avestruz Master Agro-Comercial Importação e Exportação Ltda.

Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (Instrução CVM nº 400/2003), limita-se a estabelecer diversos eventos que poderiam caracterizar uma oferta pública.

De todo modo, a partir de uma interpretação teleológica da legislação, ou seja, aquela que interpreta o objetivo da lei levando em conta a coerência e integração dos dispositivos que formam o ordenamento jurídico<sup>37</sup>, a doutrina especializada estabelece uma série de critérios que hoje são amplamente aceitos.

Conforme lições de Norma Jonssen Parente, estes critérios classificam-se em objetivos e subjetivos:

Os critérios objetivos dizem respeito aos meios pelos quais a oferta é realizada, ou seja, levam em conta apenas o conjunto de atos realizados pelo ofertante no processo de lançamento da oferta. Os critérios subjetivos, por outro lado, tratam do alcance da oferta e da qualificação de seus destinatários, a fim de garantir que estes terão informações disponíveis suficientes para fundamentar sua decisão de aderir ou não à oferta.<sup>38</sup>

Prossegue a doutrinadora esclarecendo que os critérios do parágrafo terceiro do artigo 19 da lei nº 6.385/1976, bem como sua correspondente regulamentação pelo artigo 3º da Instrução CVM nº 400/2003, são de natureza objetiva. Senão vejamos:

§3º Caracterizam a emissão pública:

I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público;

II – a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores;

III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.

---

37 MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 121.

38 PARENTE, Norma Jonssen, op. cit., p. 415.

Parente ensina ainda que, de acordo com os critérios subjetivos, a oferta será considerada pública e, portanto, sujeita a registro perante a CVM, “quando destinada a investidores indeterminados. Serão indeterminados os destinatários sempre que a oferta for proposta a toda coletividade, permitindo que quaisquer investidores possam a ela aderir”<sup>39</sup>.

Para que a CPR seja ofertada publicamente, será indispensável também a atuação de instituições financeiras devidamente autorizadas, as quais assumem papel de enorme relevo, pois somente por meio da sua atuação poderá ocorrer a distribuição pública de quaisquer valores mobiliários.

Conforme estabelecido pelos artigos 15 c/c 19, parágrafo quarto, da Lei nº 6.385/1976 e no artigo 3º, parágrafo quarto, da Instrução CVM nº 400/2003, sem prejuízo às ressalvas concedidas na legislação aplicável, a distribuição pública de valores mobiliários somente pode ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Assim, no caso de distribuição pública de CPRs, além da instituição escrituradora que dará cumprimento ao disposto no artigo 19 da Lei nº 8.929/1994, será necessária ainda a atuação de uma instituição responsável pela sua distribuição. Tais atribuições (escrituração e distribuição) poderão ou não ser exercidas pela mesma instituição.

De acordo com a doutrina de Nelson Eizirik *et al.*, o negócio jurídico mediante o qual instituições financeiras intermediam a captação de recursos no mercado de capitais denomina-se *under writing*. Esta nomenclatura remonta à legislação securitária dos Estados Unidos e Inglaterra e designa o compromisso contratual de acordo com o qual a instituição intermediária suportará os eventuais riscos sofridos pelo emissor em razão do insucesso da distribuição pública<sup>40</sup>.

---

39 *Ibidem*, p. 416.

40 EIZIRIK, Nelson et al., *op. cit.*, p. 179-180.

Como esclarece Parente, a oferta pública poderá ser primária, quando o valor mobiliário disponibilizado no mercado estiver sendo emitido naquele momento, e secundária, quando não houver emissão de novos títulos mas sim a oferta daqueles preexistentes por parte de determinado investidor<sup>41</sup>.

As exigências relativas ao registro terão igualmente de ser observadas seja a oferta primária ou secundária.

Passando ao registro do emissor, aponte-se que, com as alterações trazidas pela Lei nº 10.303/2001, o artigo 4º, parágrafo terceiro, da Lei nº 6.404/1976 passou a outorgar à CVM competência para estabelecer diferentes categorias de registro.

Com base nessa atribuição, a Instrução CVM nº 480/2009 concede, em seu artigo 2º, a opção do emissor de valores mobiliários obter seu registro em duas categorias: (i) na categoria A, destinada aos emissores que pretendam emitir quaisquer títulos ou valores mobiliários; ou (ii) na categoria B, destinada aos emissores que não pretendam ofertar publicamente suas ações ou títulos nelas conversíveis.

O emissor de CPR necessitará somente do registro sob a categoria B, de que trata o artigo 2º, inciso II, da Instrução CVM nº 480/2009. Uma vez que os valores oferecidos ao público não representarão e não serão conversíveis em frações de seu capital social, as exigências serão menores que aqueles registrados sob a categoria A. No entanto, nada impede que, além da distribuição das CPRs, o emissor utilize o mercado de capitais também para a sua própria capitalização, hipótese na qual deverá obter o registro na categoria A.

Diferente do registro de emissão, realizado apenas no momento de oferta dos títulos ao público, o registro de emissor deve ser atualizado periodicamente ou sempre que ocorrer um evento de influência relevante para o emissor, através do preenchimento do Formulário de Referência, de que trata o artigo 21, inciso II, da Instrução CVM nº 480/2009.

---

41 PARENTE, Norma Jonssen, op. cit., p. 419-420.

É de suma relevância esclarecer que a CVM pode dispensar o registro tanto de distribuição pública quanto de determinados emissores com base no permissivo contido nos artigos 19, parágrafo quinto, inciso I, e 21, parágrafo sexto, inciso I, da Lei nº 6.385/1976. Esta possibilidade visa estimular determinados segmentos, atividades ou categorias de entes econômicos a captarem recursos no mercado de capitais.

A partir dessa prerrogativa, CVM criou a denominada de oferta com esforços restritos, disciplinada pela Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (Instrução CVM nº 476/2009), que diferentemente da oferta pública tradicional<sup>42</sup> confere a oportunidade de dispensa de registro tanto da distribuição pública de valores mobiliários como do próprio emissor.

Até o advento da Instrução CVM nº 551, de 25 de setembro de 2014, os emissores de CPRs não poderiam se beneficiar desta alternativa. Contudo, o referido diploma regulamentar alterou a Instrução CVM nº 476/2009, incluindo-a no rol de valores mobiliários que poderiam ser objeto de oferta com esforços restritos, juntamente com outros títulos<sup>43</sup>.

Para que o emissor de CPRs possa fazer jus a esta espécie de oferta pública, primeiramente ela deverá ser destinada a, no máximo, setenta e cinco investidores profissionais<sup>44</sup>, dos quais até cinquenta

---

42 Determinados emissores podem estar dispensados do registro da oferta pública tradicional, mas não os de CPRs: de acordo com a Instrução CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009, estão automaticamente dispensados do registro de valor mobiliário os emissores estrangeiros cujos valores mobiliários sejam lastro para programas de certificados de depósito de ações – BDR Nível I, patrocinados ou não, os emissores de certificados de potencial adicional de construção, os emissores de certificados de investimento relacionados à área audiovisual cinematográfica brasileira, as sociedades empresárias de pequeno porte, as microempresas e os emissores de letras financeiras distribuídas no âmbito de programa de Distribuição Contínua.

43 Artigo 1º, §1º, inciso VIII, da Instrução CVM nº 476/2009.

44 Nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, são considerados investidores profissionais que, portanto, poderão aderir as ofertas com esforços restritos, (i) instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; (ii)

poderão aderir à oferta e adquirir as CPRs<sup>45</sup>, observado que o emissor não poderá realizar outra oferta destes mesmos valores mobiliários nos quatro meses posteriores ao encerramento da anterior<sup>46</sup>.

Ademais, tal qual ocorre na oferta pública tradicional, será obrigatória a intermediação da oferta por instituição financeira devidamente autorizada. O emissor, a instituição intermediária e todos os demais participantes da oferta estarão vedados de buscar investidores através de lojas, escritórios ou estabelecimentos abertos ao público, ou por meio da utilização de serviços públicos de comunicação, como a imprensa, o rádio, a televisão e páginas abertas ao público na rede mundial de computadores<sup>47</sup>.

Uma vez ofertadas com esforços restritos, as CPRs somente poderão ser negociadas nos mercados de balcão – sendo vedada sua negociação em bolsa – depois de passados noventa dias da aquisição<sup>48</sup>, sendo que nesta hipótese sua circulação somente se dará entre investidores qualificados<sup>49</sup>. Para que as CPRs ofertadas com esforços

---

companhias seguradoras e sociedades de capitalização; (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; (iv) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais); (v) fundos de investimento; (vi) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; (vii) agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e (viii) investidores não residentes.

45 Artigo 2º, *caput*, c/c artigo 3º da Instrução CVM nº 476/2009.

46 Artigo 9º da Instrução CVM nº 476/2009.

47 Artigo 2º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 476/2009.

48 Artigo 13 da Instrução CVM nº 476/2009.

49 Nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, são considerados investidores qualificados: (i) investidores profissionais; (ii) pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais); (iii) as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e (iv) clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

restritos possam circular em bolsa, e/ou ainda, entre investidores não qualificados, o emissor terá de realizar o registro tradicional do qual foi dispensado<sup>50</sup>.

Cumpra frisar que mesmo dispensados de registro, os emissores estarão sujeitos a uma série de obrigações aplicáveis aos emissores registrados, sem observância das quais as CPRs não poderão circular nos mercados de balcão. Terão que preparar as demonstrações financeiras anuais observando os mesmos requisitos determinados pela Lei nº 6.404/1976 e regulamentação da CVM para as companhias abertas, que terão de ser auditadas. Além disso, estarão obrigados a um regime de prestação de informações periódicas similar ao dessas companhias<sup>51</sup>.

Desse modo, mesmo diante das vantagens trazidas pela oferta com esforços restritos, tal qual ocorre na oferta pública tradicional, as obrigações impostas para que as CPRs no mercado de capitais apresentem-se inviáveis para os produtores rurais de pequeno ou médio porte que possuam menos recursos técnicos e financeiros.

Por outro lado, diferentemente do que ocorre na oferta pública tradicional, em que somente sociedades anônimas poderão ser registradas como emissoras de CPRs, a Instrução CVM nº 476/2009 não restringe os tipos societários ou estruturas de associação que poderão promover a oferta pública com esforços restritos, o que abre caminho para que as cooperativas rurais angariem um número suficiente para que a colocação no mercado seja viável.

Até porque mesmo que o produtor exerça suas atividades na forma da empresa, na esmagadora maioria das vezes a produção do agente do agronegócio que pretende captar recursos é de tal monta que não haja justificativa econômico-financeira para que ele arque

---

50 Artigos 14 e 15 da Instrução CVM nº 476/2009.

51 Artigo 17 da Instrução CVM nº 476/2009.

sozinho com os custos relacionados à distribuição da CPR diretamente no mercado de capitais.

É claro que esta faculdade não somente aumenta sobremaneira a possibilidade de financiamento privado, como reafirma a importância dessas cooperativas rurais na realidade brasileira, mas este seu potencial não é ainda amplamente explorado. Verifica-se que atualmente a captação de recursos para o agronegócio no mercado de capitais vem sendo efetuada por sociedades empresárias emissoras de maior porte que atuam no segmento e se capitalizam não somente por meio de instrumentos de dívida, mas também mediante a emissão de ações.

Fato é que as exigências para a emissão das CPRs que circulam no mercado de capitais ainda inviabilizam a captação por parte do produtor rural médio, a quem tem restado a possibilidade de buscar outras alternativas para se beneficiar do mercado capitais, como a emissão privada de CPRs em face de entidades integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Com efeito, é plenamente possível que a emissão privada de uma CPR ocorra dentro de um arranjo pelo qual lastreará a emissão de outros títulos por parte de um agente já registrado como emissor. Este, sendo credor da CPR, se capitaliza mediante o lançamento de tais títulos no mercado.

Este é o caso em que a CPR não circula no mercado, mas permanece sendo importante ferramenta para o financiamento do agronegócio mediante sua securitização, que consiste, em breve síntese, na transferência de créditos consubstanciados em determinados títulos a partir da emissão de outros títulos que são lastreados naqueles. Assim, a dívida do emitente original pode ser negociada entre terceiros mediante a emissão de outros títulos padronizados que se lastreiam nos inicialmente emitidos.

Ressalte-se que o CRA, o CDCA e a LCA são títulos do agronegócio criados por meio da Lei nº 11.076/2004 justamente para este

propósito, diferenciando-se basicamente, como aclara Fabio Ulhoa Coelho<sup>52</sup>, em razão do emitente<sup>53</sup>.

Atualmente em vista da dificuldade de colocação das CPRs e da maior atuação de intermediários que atuam na securitização de recebíveis da atividade rural, o CRA destaca-se como principal valor mobiliário para a captação de recursos no mercado de capitais para o agronegócio<sup>54</sup>. Isto denota uma consistente adesão da securitização como alternativa ao acesso aos recursos desse mercado.

## **5. Conclusão.**

Restou claro que a CPR, juntamente com os demais títulos do agronegócio criados posteriormente a esta por meio da Lei nº 11.076/2004, constitui relevante instrumentário para adoção de uma política agrícola voltada ao estímulo da participação privada no financiamento do agronegócio.

A circulação da CPR no mercado de capitais possibilita que o produtor rural tenha acesso ao crédito privado, o que se apresenta ainda mais relevante no cenário em que o financiamento estatal das suas atividades seja reduzido. Desse modo, diante dos montantes que o agronegócio movimentava todos os anos, esta alternativa pode mostrar-se, sem exageros, como decisiva para o desenvolvimento a economia nacional.

Ocorre que a participação dos títulos do agronegócio no mercado de capitais ainda é tímida, notadamente se considerado seu potencial.

---

52 COELHO, Fabio Ulhoa, op. cit., p. 213.

53 O CRA será emitido por companhias securitizadoras do agronegócio, o CDCA será por cooperativas ou empresários que atuam na intermediação de negócios ou fornecimento de serviços ou insumos para o agronegócio e a LCA por instituições financeiras.

54 PARENTE, Norma Jonssen, op. cit., p. 213.

Apesar da tendência de a diversificação dos investimentos e a maior dificuldade de obtenção de recursos públicos poderem redundar em uma ambiência propícia ao incremento da sua circulação neste mercado, foi possível constatar que outro grande entrave à circulação das CPRs no mercado de capitais são as rigorosas exigências impostas pela CVM com vistas a permitir um ambiente de negociação mais transparente, hígido e seguro.

O artigo 19 da Lei nº 8.929/1997 estabelece basicamente sua escrituração eletrônica como requisito para a negociação das CPR no mercado de capitais, mas a regulamentação do mercado de capitais determina diversas outras obrigações que podem ser deveras onerosas a depender da capacidade técnica e financeira do emissor.

Aliás, quaisquer produtores rurais que pretendam ter CPRs de sua emissão negociadas no mercado de capitais terão de observar as mesmas imposições aplicáveis a experientes *players com enorme capacidade técnica e financeira*.

A possibilidade de emissão de CPRs por meio de ofertas com esforços restritos, com dispensa dos registros que seriam exigidos perante a CVM, foi importante para a circulação da CPR no mercado de capitais e, conseqüentemente, para o crescimento do financiamento privado do agronegócio, mas isto não foi suficiente para viabilizar a captação de recursos do mercado de capitais diretamente pelo produtor médio.

Por outro turno, como a disciplina da oferta com esforços restritos, diferentemente da oferta pública tradicional, permite que formas societárias diversas possam emitir valores mobiliários, é possível que as cooperativas rurais possam emitir CPRs com esforços restritos. Assim, é facultado aos produtores unir esforços em torno de uma estrutura que viabilize tal oferta mesmo diante das obrigações impostas aos emissores de valores mobiliários negociados no mercado de capitais.

Finalmente, o atual arcabouço legal e regulatório facilita que a CPR, mesmo não circulando no mercado de capitais, seja objeto de securitização, o que permite o acesso aos recursos deste mercado pelos produtores rurais de maneira indireta, sem que estejam obrigados aos registro de emissão e distribuição.