



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Processo SEI nº 19957.001669/2016-13

Reg. Col. nº 0291/16

Interessados: XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.
BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A.

Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis do agronegócio da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.

Manifestação de Voto

1. Trata-se de recurso (“Recurso”) apresentado por Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Ofertante”) e XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. na qualidade de coordenador líder (em conjunto com a Ofertante, “Recorrentes”) contra decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE que indeferiu o pedido de registro de oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) da 79ª série da 1ª emissão da Ofertante.

2. Em linhas gerais, o recurso discute se o lastro da Oferta se enquadra na definição de direito creditório do agronegócio para fins de emissão de CRA, nos termos do parágrafo § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/2004 (“Lei 11.076”)¹.

3. De acordo com os documentos protocolados na CVM pelos Recorrentes, a Oferta apresenta as seguintes principais características:

(i) emissão de 150.000 CRA com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o montante de **R\$ 150.000.000,00**, para distribuição pública nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, com vencimento em quatro anos e pagamento de juros remuneratórios semestrais;

(ii) destinada a **investidores qualificados**, nos termos da Instrução CVM nº 539/2013;

(iii) lastro consistente em debêntures simples, não conversíveis em ações, quirografárias e

¹ “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”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

emitidas em série única pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (“Debêntures” e “Devedora”, respectivamente), as quais serão adquiridas de forma privada pela W2DMA Comércio de Alimentos Ltda. (“Cedente”), sociedade cuja totalidade das quotas são indiretamente detidas pela Devedora, e cedidas posteriormente à Ofertante²;

(iv) a Devedora opera restaurantes com a marca “Burger King” no Brasil, mediante contrato de “*Master Franchisee Development Agreement*” firmado com a Burger King Corporation;

(v) os recursos obtidos na Oferta serão utilizados pela Ofertante para a integralização das Debêntures e, por sua vez, os recursos líquidos captados pela Devedora serão destinados exclusivamente à **aquisição de carne *in natura*** produzida e comercializada pela JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda. (“Fornecedores”), nos termos do contrato de fornecimento firmado em 01.12.2015;

(vi) a Devedora enviará à Ofertante, trimestralmente, **declaração de que os recursos obtidos foram devidamente destinados, sob pena de vencimento antecipado dos títulos**, facultando o acesso a todos os documentos comprobatórios da referida comercialização, **incluindo notas fiscais**; e

(vii) regime fiduciário e consequente instituição de patrimônio separado, na Ofertante, constituído pelos direitos creditórios que comporão o lastro do CRA, na forma do art. 9º da Lei nº 9.514/1997, tendo sido contratada a SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda. (“Agente Fiduciário”) como representante dos titulares de CRA (“Regime Fiduciário”).

4. Durante a análise do pedido de registro da Oferta, a SRE questionou os Recorrentes em duas ocasiões³ a respeito do enquadramento, na definição do parágrafo § 1º do art. 23 da Lei 11.076, da atividade social da Devedora (na qualidade de destinatária dos recursos captados) e dos produtos cujos contratos de comercialização constituem o vínculo das Debêntures com a atividade do agronegócio.

5. Posteriormente, a SRE consultou a Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE-CVM”) “*quanto à possibilidade, à luz da legislação vigente, de emissão de CRA cuja finalidade seja o financiamento de uma cadeia de restaurantes que adquire produtos resultantes da industrialização de produtos agropecuários para revenda*”.

6. Por sua vez, PFE-CVM⁴ manifestou-se no seguinte sentido:

² A estrutura da operação previa, originalmente, a cessão das Debêntures diretamente pela Devedora, tendo sido adaptada ao formato atual após exigências da SRE para fins de cumprimento do item 2, Anexo III, da Instrução CVM nº 414/2004.

³ Ofício nº 111/2016-CVM/SRE/GER-1 e Ofício nº 07/2016-CVM/SRE/SEP.

⁴ Manifestado no Parecer nº 00067/2016/GJU-2/PFE/CVM/PGF/AGU.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (i) a definição de direito creditório do agronegócio deve ser analisada à luz do conceito de financiamento da cadeia agroindustrial;
- (ii) o CRA é título que goza de isenção fiscal, de modo que a Lei 11.076 deveria ser interpretada restritivamente, nos termos do art. 111 do Código Tributário Nacional;
- (iii) nesse sentido, a Devedora não poderia ser caracterizada como integrante da cadeia de agronegócios, por se tratar de uma rede de restaurantes que desenvolve atividade empresarial específica;
- (iv) com base na decisão do Colegiado no Processo Administrativo CVM nº RJ2012/12177 (“Processo RJ2012/12177”) e no Parecer emitido pela PFE-CVM na ocasião, que discutiu a definição de crédito imobiliário no âmbito da emissão de certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) lastreada em debêntures emitidas pela Rede D’or São Luiz S.A., o fluxo de pagamentos dos CRA, no caso concreto, deveria estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio, o que não ocorre no caso concreto; e
- (v) não obstante, na ausência de regramento específico, **outros elementos do caso concreto poderiam ensejar tratamento distinto pelo Colegiado**, como o público alvo da oferta, a instituição do Patrimônio Separado e o compromisso de envio de notas fiscais à Ofertante por parte da Devedora como forma de comprovar a destinação dos recursos das Debêntures.

7. Em resposta às solicitações da SRE e em atenção à manifestação da PFE-CVM, os Recorrentes alegam, em apertada síntese, que o objetivo da Lei 11.076, de acordo com a sua exposição de motivos (“Exposição de Motivos”), foi permitir a realização de operações envolvendo não só os produtores rurais, mas também todos os agentes integrantes da cadeia do agronegócio – o que inclui a Devedora, na qualidade de sociedade que compra produtos agropecuários *in natura* e os comercializa para exercer o seu objeto social.

8. Ainda, os Recorrentes consideraram inadequada a transposição da discussão envolvendo CRI para o caso concreto, por se tratarem de situações diversas (em relação ao CRI, a lei é silente quando à definição de crédito imobiliário), bem como a construção da PFE-CVM de que o conceito de crédito do agronegócio deve ser analisado restritivamente tendo em vista o benefício fiscal, uma vez que, em sua opinião, tal avaliação caberia à Receita Federal do Brasil.

9. Em 29.06.2016, a SRE emitiu sua opinião final⁵ na linha de que não seria possível a concessão do registro da Oferta da forma como foi apresentada, pois a operação não observa o que preceitua a Lei 11.076 pelo fato de não promover o financiamento ao produtor rural.

⁵ Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

10. Solicitou, ainda, que o Colegiado confirme o entendimento de que uma operação de CRA deve, necessariamente, **(i) estar vinculada a negócios realizados entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, os quais deverão ser 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; e **(ii) prover, em sua essência, financiamento ao produtor rural.**

11. A respeito, concordo com a SRE em relação ao item **(i)** acima, porém, discordo quanto à proposta do item **(ii)**.

12. A meu ver, o parágrafo primeiro do art. 23 fixa dois principais critérios para a definição de crédito hábil a lastrear o CRA, quais sejam, originar-se de **negócio realizado entre produtor rural (ou cooperativas) e terceiros e que esse negócio tenha relação com alguma das etapas do processo de produção rural.**

13. No caso concreto, entendo que esses critérios estão presentes por três principais razões. Primeiramente porque as partes da transação comercial em questão são, de um lado, **os Fornecedores, representando os produtores rurais, e, de outro, a Devedora, na qualidade de terceiro contratante.**

14. Adotada esta premissa, entendo restar prejudicada a discussão colocada pelos Recorrentes e pela PFE-CVM sobre o conceito de cadeia produtiva do agronegócio, uma vez que a Devedora está sendo considerada como “terceiro” que contrata com o produtor rural – e não como agente integrante da cadeia.

15. Ademais, concordo com a estratégia interpretativa da SRE que, na ausência de uma definição legal clara do que seja o “produtor rural”⁶, buscou inspiração na Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 971/2009 (“IN 971”), que dispõe sobre normas de tributação previdenciária e de arrecadação das contribuições sociais destinadas à Previdência Social.

16. Nesse sentido, adotei, na presente análise, a seguinte definição de “produtor rural” constante do art. 165, inciso I, alínea “b”, itens 1 e 2, da IN 971: empregador rural que possui como fim apenas a atividade de produção rural ou a agroindústria que desenvolve as atividades de produção rural e de industrialização da produção rural própria ou da produção rural própria e da adquirida de terceiros.

17. Do mesmo modo, utilizei-me das definições de produção rural (*“produtos de origem*

⁶ Não obstante a expressão seja citada em diversos normativos sobre o tema, tais como a Lei nº 5.889/1973, que estatui normas reguladoras do trabalho rural, e Lei nº 8.171/1991, que dispõe sobre a política agrícola.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

animal ou vegetal, em estado natural ou submetidos a processos de beneficiamento ou de industrialização rudimentar, bem como os subprodutos e os resíduos obtidos por esses processos”), industrialização rudimentar (“processo de transformação do produto rural, realizado pelo produtor rural pessoa física ou pessoa jurídica, alterando-lhe as características originais”) e industrialização (“considera-se industrialização, para fins de enquadramento do produtor rural pessoa jurídica como agroindústria, a atividade de beneficiamento, quando constituir parte da atividade econômica principal ou fase do processo produtivo, e concorrer, nessa condição, em regime de conexão funcional, para a consecução do objeto da sociedade”) constantes da IN 971⁷.

18. No caso concreto, os objetos sociais dos Fornecedores incluem as seguintes atividades:

- (i) JBS S.A.⁸: *“exploração por conta própria de abatedouro e frigorificação de bovinos, industrialização, distribuição e comercialização de produtos alimentícios in natura ou industrializados e de produtos e subprodutos de origem animal e vegetal e seus derivados”*; e
- (ii) Seara Alimentos Ltda.⁹: *“a industrialização e a comercialização de produtos alimentícios; a criação e o abate de aves e suínos (...) a comercialização, exportação e distribuição de produtos agrícolas em geral, próprios e/ou de terceiros em seus estados ‘in natura’, brutos, beneficiados ou industrializados”*.

19. Portanto, parece-me que os Fornecedores podem ser considerados como produtores rurais, pois, à luz do que dispõem os respectivos estatuto e contrato social, desenvolvem atividades relacionadas à produção rural e à industrialização da produção rural própria e da produção rural própria e da adquirida de terceiros.

20. A segunda razão pela qual o negócio ora em tela se enquadra nos critérios fixados pelo parágrafo 1º do art. 23 para a definição de lastro do agronegócio é o fato de que ele compreende a aquisição de carne *in natura*, ou, em outras palavras, comercialização de produção rural.

21. Em terceiro lugar, as Debêntures (direito creditório) têm origem em negócios **entre o produtor rural e terceiros**, uma vez que, nos termos da minuta de escritura e do termo de securitização anexos ao prospecto preliminar:

- (i) os recursos líquidos captados pela Devedora serão destinados **exclusivamente ao pagamento de obrigações contratuais oriundas da aquisição de carne *in natura* produzida e comercializada pelos Fornecedores¹⁰**;

⁷ Respectivamente, art. 165, inciso II, inciso IV e parágrafo 1º.

⁸ Estatuto social arquivado no site da CVM em 29.04.2016.

⁹ Contrato social arquivado na Junta Comercial do Estado de São Paulo – JUCESP em 28.11.2014.

¹⁰ Cláusula 3.5.1.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (ii) em razão do Regime Fiduciário, **todos e quaisquer recursos devidos à Ofertante em decorrência de sua qualidade de titular das Debêntures, estarão expressamente vinculados aos pagamentos a serem realizados aos investidores dos CRA**¹¹;
- (iii) a Devedora **deverá fornecer à Ofertante, trimestralmente, declaração de que os recursos obtidos com a emissão das Debêntures foram utilizados para pagamento das obrigações contratuais oriundas da aquisição de carne *in natura* em questão**¹²;
- (iv) a Devedora **estará obrigada a dar acesso a todos os documentos comprobatórios da referida comercialização em até cinco dias úteis** contados do recebimento de solicitação por escrito enviada pela Ofertante¹³; e
- (v) constitui **causa de vencimento antecipado automático** das Debêntures e dos CRAs a não utilização, pela Devedora, ao longo do prazo das Debêntures, dos recursos líquidos obtidos com a Oferta nos termos previstos na escritura¹⁴.

22. Como se pode observar, as disposições acima demonstram a **clara vinculação** dos recursos captados por meio da Oferta e emissão das Debêntures à transação envolvendo os Fornecedores.

23. Não obstante, noto que a regularidade e comprovação do pagamento devido pelas carnes *in natura* é algo que importa não apenas à Ofertante, como também à higidez de toda a operação, representando verdadeira garantia ao investidor e assegurando o repasse de recursos ao produtor rural.

24. Portanto, **como condição para o deferimento do registro da Oferta**, entendo que as **notas fiscais deverão acompanhar, necessariamente, a declaração trimestral da Devedora** como garantia de que os recursos captados estão sendo aplicados conforme a finalidade prevista, bem como que **o Agente Fiduciário deverá ser o responsável por verificar o cumprimento desta obrigação**.

25. Prosseguindo, discordo da SRE no que diz respeito ao segundo item (“prover, em sua essência, financiamento ao produtor rural”) que, na opinião da área, precisaria estar presente para que o direito creditório seja elegível a lastrear um CRA.

26. Isso porque este critério não consta do dispositivo legal que trata do assunto. Ou seja, o parágrafo 1º do art. 23 da Lei 11.076 não restringe o tipo de negócio que poderá suportar o direito

¹¹ Cláusula 3.6.1 e 3.6.2

¹² Cláusula 6.1.II.b.

¹³ Cláusula 6.1.II.c.

¹⁴ Cláusula 5.4.1.(xii) da escritura e 7.2.1.(xii) do termo de securitização.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

creditório ao financiamento do produtor rural, já que se refere a “**negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiro**” e não “negócios em que o produtor rural seja o devedor”.

27. Além disso, segue o dispositivo, tais negócios **incluem** financiamento ou empréstimos¹⁵ o que, a meu ver, reforça o fato de que a lei não desejou limitar ou condicionar a destinação dos recursos captados pela oferta de CRA exclusivamente ao financiamento do produtor rural, **possibilitando que outros eventos econômicos possam dar origem ao direito creditório.**

28. A redação do parágrafo 1º do art. 23 também **não exclui a possibilidade de emissão de um CRA em que os valores arrecadados sejam destinados ao pagamento de produtores rurais.** Embora não se trate de uma operação de financiamento em si, a emissão de títulos com esse perfil beneficia a produção rural na medida em que representa um aporte de recursos no setor, contribuindo para o fomento e desenvolvimento do agronegócio.

29. Esse entendimento está em linha com a Exposição de Motivos da Lei 11.076 que, a meu ver, teve por objetivo esclarecer o contexto de criação da regra e destacar as necessidades do setor do agronegócio.

30. Por fim, não me parece que o precedente do Processo RJ2012/12177 seja aplicável à presente situação. No caso de CRIs, não há sequer definição do que seja crédito imobiliário¹⁶, o que deu ensejo a diversas interpretações sobre quais deveriam ser as características do lastro.

31. Esse tipo de discussão não se coloca no caso concreto, uma vez que a Lei 11.076 traz elementos que permitem delimitar as características necessárias para que o direito creditório seja considerado como crédito vinculado ao agronegócio, hábil a lastrear a emissão de CRA. Assim, na presente discussão, pode-se concluir que o limite da definição já é dado pela própria lei.

32. Nesse sentido, noto que o texto do parágrafo 1º do art. 23 não inclui, dentre tais elementos, a necessidade de que o fluxo de pagamento da operação decorra da atividade do produtor rural.

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

(i) para que seja caracterizado como lastro de uma emissão de CRA, o direito creditório deve ter origem em negócios realizados, necessariamente, **entre o produtor rural (ou**

¹⁵ “Art. 23. (...)”

§ 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 (...). (grifo meu)

¹⁶ Tanto a Lei nº 9.514/1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, quanto a Instrução CVM nº 414/2004, que trata da oferta pública de CRI, são silentes sobre o tema.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

cooperativas) e terceiros;

- (ii) à luz da própria redação do parágrafo primeiro do art. 23, “negócios” não estão restritos ao financiamento do produtor rural, podendo compreender outros tipos de transações comerciais;
- (iii) tais transações devem estar relacionadas à produção, comercialização, ao beneficiamento ou à industrialização de produtos/insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade;
- (iv) o precedente do Processo RJ2012/12177 não é aplicável à presente discussão, pois em nenhum momento a definição que hoje existe na Lei 11.076 estabelece como característica do CRA que o seu fluxo de pagamentos seja oriundo da atividade do agronegócio;
- (v) a Oferta está em conformidade com a Lei 11.076 na medida em que (a) os Fornecedores cumprem com a definição de produtor rural fixada pela IN 971; (b) a aquisição de carne *in natura* é uma comercialização de produtos agropecuários; e (c) as Debêntures lastro da Oferta estão vinculadas à referida transação comercial.

34. Nesse sentido, voto pelo provimento do recurso em favor dos Recorrentes, condicionando o registro da Oferta à previsão, na escritura das Debêntures, de que a Devedora deverá anexar as notas fiscais relativas ao pagamento dos Fornecedores à prestação de contas trimestral à Ofertante, bem como que o Agente Fiduciário será o responsável por verificar o cumprimento dessa obrigação, nos termos dos parágrafos 23 e 24 desse voto.

35. Aproveito para ressaltar a importância de continuar como prioridade regulatória a edição de Instrução por essa Autarquia a respeito da emissão pública de certificados do agronegócio a fim de garantir maior previsibilidade e segurança jurídica às operações, em benefício do mercado de capitais e investidores, bem como do desenvolvimento do próprio setor do agronegócio.

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2016.

Original assinado por
Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente