



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 29 de junho de 2016.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. - Processo CVM nº RJ-19957.001669/2016-13

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Emissora” ou “Ofertante”), o qual encontra-se atualmente em análise nesta área técnica, no âmbito do Processo em epígrafe.
2. Conforme se verificará na seção “I- Estrutura dos CRA e Características da Oferta”, a questão central a ser enfrentada por meio do presente Memorando diz respeito à observância, no âmbito da operação de securitização em questão, do que preceitua a Lei nº 11.076/04 (“Lei 11.076”), que instituiu os CRA, mais especificamente no que se refere à finalidade pretendida com a emissão dos referidos títulos.
3. Preliminarmente, vale ressaltar que a operação em tela tem como objetivo financiar as atividades da BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (“Devedora” ou “Burger King”), companhia que opera restaurantes com a marca “Burger King” no Brasil, mediante contrato de “*Master Franchisee Development Agreement*” firmado com a Burger King Corporation em 09/07/2011, com duração de 20 anos, podendo ser renovado por igual período.
4. Cabe ressaltar ainda que, com o intuito de subsidiar nossa análise quanto ao pedido de registro da Oferta, fizemos consulta à Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE-CVM”), solicitando a manifestação de entendimento daquela Procuradoria 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.
5. Em resposta à referida consulta, a PFE-CVM elaborou Parecer (“Parecer-PFE”), o qual se encontra transcrito na seção “III – Parecer da Procuradoria Federal Especializada da CVM”.
6. Por seu turno, ao longo do rito de análise da operação, nos termos da Instrução CVM nº 400/03

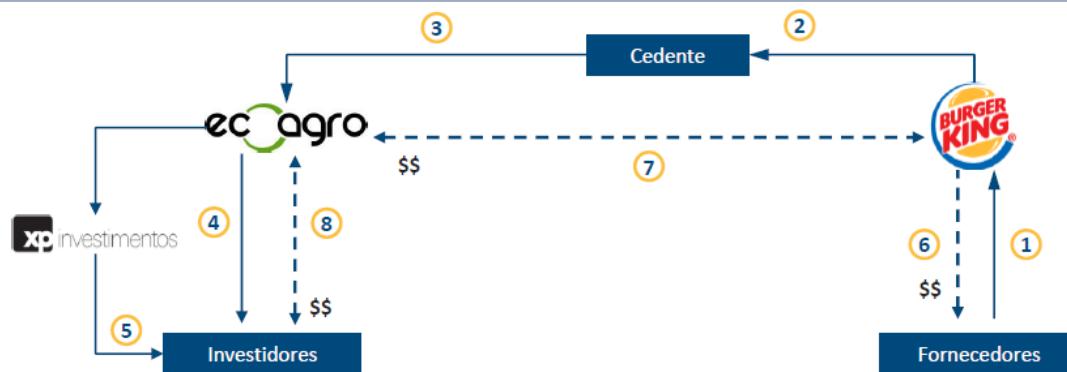
(“Instrução CVM 400”), a instituição intermediária da Oferta (“Instituição Intermediária”), juntamente com a Emissora (“Requerentes”), além de apresentarem alegações com o objetivo de defender o enquadramento da operação em questão dentro daquilo que preceitua a regulamentação aplicável, encaminharam, ainda, Parecer das lavras de Otávio Yazbek e Renato Buranello (“Parecer Emissora”).

7. Todas as alegações apresentadas pelas Requerentes, bem como o Parecer Emissora, encontram-se transcritos na seção “IV – Alegações das Requerentes”, abaixo.
8. Ademais, cabe ressaltar que as Requerentes solicitaram que, caso após a análise de todos os documentos protocolados no âmbito da Oferta, a SRE entenda pela impossibilidade de realização da operação pretendida nos termos propostos, o Processo em tela seja então remetido ao Colegiado da CVM, com efeito suspensivo do prazo para atendimento de exigências elaboradas por esta área técnica, até que se tenha uma posição definitiva da CVM sobre a matéria em questão.
9. Finalmente, o presente Memorando conta ainda com as seções “II – Histórico”, “V - Nossas Considerações” e “VI – Conclusão”.

I. Estrutura dos CRA e Características da Oferta

10. A presente Oferta prevê a emissão de, inicialmente, 150.000 CRA escriturais, para distribuição pública, nos termos da Instrução CVM 400, da 79ª série da 1ª emissão da Ofertante com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o valor total de, inicialmente, R\$ 150.000.000,00.
11. A Oferta, que foi aprovada em reunião de diretoria da Emissora realizada em 22/02/2016, será intermediada pela XP Investimentos CCTVM S.A. (Instituição Intermediária).
12. O vencimento dos CRA se dará 4 anos após a sua emissão, sendo que tais títulos farão jus a juros remuneratórios equivalentes a 100% da taxa DI acrescida de sobretaxa a ser definida em procedimento de *bookbuilding*, a qual deverá se situar dentro do intervalo de 0,80% ao ano a 1,50% ao ano.
13. A presente emissão de CRA contará ainda com regime fiduciário dos direitos creditórios do agronegócio que comporão o lastro dos referidos títulos, os quais serão destacados do patrimônio da Emissora, constituindo, dessa forma, patrimônio separado, destinando-se especificamente ao pagamento dos CRA e das demais obrigações relativas ao regime fiduciário.
14. A custódia eletrônica e a liquidação financeira dos eventos de pagamentos dos CRA, bem como a sua distribuição no mercado primário e negociação no mercado secundário se realizarão na Cetip.
15. Os CRA terão como lastro debêntures simples (“Debêntures”), não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em série única, emitidas pela Burger King (que é a Devedora), as quais serão adquiridas de forma privada pela W2DMA Comércio de Alimentos Ltda. (“Cedente”), subsidiária da Devedora, sendo cedidas posteriormente à Ofertante, que emitirá os CRA com lastro nas Debêntures.
16. O fluxograma com a descrição da estrutura pretendida para a operação de securitização de que trata a referida Oferta encontra-se abaixo, conforme consta da última versão de seu Prospecto apresentada na CVM:

Fluxograma



1. A Devedora possui contrato de comercialização de produtos agropecuários, celebrados com determinados fornecedores, pelo qual a Devedora se obrigou a comprar determinada quantidade de produto produzida por tal fornecedor.

2. Por meio da Escritura de Emissão das Debêntures, a Devedora emitirá Debêntures, sendo certo que os recursos decorrentes da captação pela colocação das Debêntures serão destinados para honrar o contrato de comercialização. A Cedente irá subscrever as Debêntures;

3. A Cedente cederá as Debêntures à Emissora;

4. A Emissora emitirá uma série de CRA, lastreado nas Debêntures;

5. O Coordenador Líder irá distribuir os CRA no mercado por meio de oferta pública e os recursos da captação serão destinados pela Emissora diretamente à integralização das Debêntures e pela Devedora para cumprimento de suas obrigações com os fornecedores;

6. A Devedora efetua o pagamento dos produtos agropecuários adquiridos do Fornecedor;

7. Os recebíveis (as Debêntures) são pagos pela Devedora para a Emissora; e

8. A Emissora repassa os recursos para os Investidores.

17. Do acima exposto, verifica-se que o lastro dos CRA será composto pelas Debêntures de emissão da Devedora, sendo que os recursos obtidos com tal emissão serão destinados à aquisição de produtos citados nos documentos da Oferta como agropecuários.
18. Tais produtos, de acordo com os referidos documentos, referem-se à carne moída bovina a ser fornecida pela JBS S.A e pela Seara Alimentos Ltda., entre outros (“Fornecedores”), e que será comercializada por meio de sanduíches nos restaurantes da Devedora.

II. Histórico

19. Em 07/03/2016, foi protocolado o pedido de registro da Oferta (documento 0085195), acompanhado de seus anexos (documento 0085196).
20. Em 18/03/2016, foi protocolado pedido de aprovação de materiais publicitários a serem utilizados no âmbito da Oferta (documentos 0089322 e 0089324).
21. Em 28/03/2016, encaminhamos às Requerentes o Ofício nº 111/2016-CVM/SRE/GER-1

(documento 0091198), comunicando o impedimento da utilização dos referidos materiais publicitários, por uma série de questões, incluindo aquela que é objeto do presente memorando, sobre a qual nos manifestamos preliminarmente por meio do referido Ofício, nos seguintes termos:

“A emissora deve comprovar que a atividade social da BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES S.A., bem como a operação de produção e comercialização de produtos que deve servir de lastro para a emissão das debêntures se enquadram na definição prevista no parágrafo único do art. 23 da Lei 11.076 para fins de emissão de CRA.

Mais especificamente, solicitamos também comprovar que os produtos objeto dos contratos de comercialização que serão lastro dos CRA podem ser considerados produtos ou insumos agropecuários, nos termos do referido dispositivo legal.”

22. Em 05/04/2016, encaminhamos às Requerentes o Ofício nº 07/2016-CVM/SRE/SEP (documento 0097842), Ofício-Conjunto por meio do qual a SRE e a SEP apresentaram, respectivamente, exigências a serem atendidas no âmbito do pedido de registro da Oferta e da atualização do registro de companhia aberta da Emissora.
23. Por meio daquele Ofício, elaboramos exigência com relação à questão objeto do presente Memorando, nos seguintes termos:

“Apresentar fundamentação que comprove a adequação da presente emissão ao que preceitua o art. 23 da Lei 11.076, no que tange (i) à atividade social da BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES S.A (na qualidade de devedora e destinatária dos recursos obtidos com a Oferta) e (ii) aos produtos cujos contratos de comercialização devem constituir o vínculo das Debêntures com a atividade do agronegócio, de modo a torná-las passíveis de serem lastro de CRA;”

24. Em 13/04/2016 e em 14/04/2016, as Requerentes protocolaram expedientes na CVM (documentos 0097574, 0097575, 0097581, 0097586, 0097989 e 0097990) em face dos Ofícios nº 111/2016-CVM/SRE/GER-1 e nº 07/2016-CVM/SRE/SEP supramencionados, por meio dos quais apresentaram alegações a respeito do tema em tela, defendendo o enquadramento da Emissão dentro do que preceitua a regulamentação aplicável aos CRA. Cabe lembrar que todas as alegações apresentadas pelas Requerentes encontram-se descritas na seção “IV – Alegações da Emissora” abaixo.
25. Em 20/04/2016, encaminhamos às Requerentes o Ofício nº 145/2016-CVM/SRE/GER-1 (documento 0099237), comunicando o impedimento de utilização das versões de materiais publicitários protocolados em 13/04/2016, nos seguintes termos:

“(…) comunicamos que as referidas versões de material publicitário e de e-mail de encaminhamento encontram-se impedidas de serem utilizadas, na forma em que foram submetidas, tendo em vista que, em relação à exigência 2.1.9 do Ofício [exigência que trata do tema em tela], estamos analisando se a atividade social da BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES S.A., bem como a operação de produção e comercialização de produtos que se vinculará à emissão das debêntures se enquadra no previsto pelo parágrafo único do art. 23 da Lei nº 11.076/04, para fins de emissão de CRA.

3. *Dessa forma, assim que tivermos um posicionamento sobre o tema supramencionado, comunicaremos sobre a aprovação das últimas versões de material publicitário e de e-mail de encaminhamento encaminhadas, com fundamento no que dispõe o caput do art. 50 da Instrução CVM 400.*”

26. Em 22/04/2016, encaminhamos à PFE-CVM o Memorando nº 51/2016-CVM/SRE/GER-1 (documento 0099585), por meio do qual solicitamos manifestação daquela área “quanto à possibilidade, à luz da legislação vigente, de emissão de CRA cuja destinação de recursos seja o financiamento de uma cadeia de restaurantes que adquire produtos resultantes da industrialização de produtos agropecuários para revenda.”
27. Por meio do referido documento, manifestamo-nos à PFE-CVM no sentido de não ser possível, a princípio, “a concessão do registro da Oferta em tela, dado que a finalidade da Lei 11.076 não é observada ao se autorizar uma emissão de CRA cujos recursos não serão diretamente destinados a agentes da cadeia produtiva do agronegócio.”
28. Em 28/04/2016, encaminhamos às Requerentes o Ofício nº 12/2016-CVM/SRE/SEP (documento 0101528), por meio do qual reiteramos as exigências que não foram atendidas em função dos expedientes de 13/04/2016 e 14/04/2016, bem como comunicamos que havíamos encaminhado consulta à PFE-CVM e que, com base no parecer jurídico emitido por aquela área, comunicaríamos posteriormente nosso entendimento quanto à possibilidade de se realizar a Oferta, nos termos propostos, à luz da regulamentação aplicável.
29. Em 13/05/2016, as Requerentes protocolaram expediente na CVM (documento 0108837), comunicando sobre a alteração no cronograma indicativo da Oferta, em função da discussão que ainda estava em curso.
30. Em 24/05/2016, as Requerentes protocolaram expediente (documentos 0113518 e 0113519), por meio do qual encaminharam os seguintes documentos: (i) cópia da exposição de motivos do Projeto de Lei de Conversão nº 65, de 2004 (Proveniente da MP nº 221, de 2004), com base na qual foi editada a Lei nº 11.076/04, que instituiu os CRA e outros títulos; (ii) cópia do Material de Grupo de Estudos da ANBIMA – Mercado de Títulos do Agronegócio: Desafios e Perspectivas; e (iii) cópia da dissertação de mestrado sobre “OS TÍTULOS DE CRÉDITO DO AGRONEGÓCIO: UM ESTUDO À LUZ DA TEORIA GERAL DOS TÍTULOS DE CRÉDITO E À LUZ DA REGULAMENTAÇÃO DO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS”.
31. Em 31/05/2016, a PFE-CVM encaminhou à SRE o Parecer nº 00067/2016/GJU-2/PFE-CVM /PGF/AGU (documento 0113701), aprovado pela Procuradora-Chefe, por meio do DESPACHO n. 00279/2016/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (documento 0113703), Parecer esse que será integralmente transcrito na seção “III – Parecer da Procuradoria Federal Especializada da CVM”.
32. Em 08/06/2016, as Requerentes protocolaram expediente (documento 0117587) por meio do qual solicitaram a prorrogação do prazo para cumprimento das exigências elencadas no Ofício nº 12/2016-CVM/SRE/SEP, tendo em vista as discussões existentes em torno da possibilidade da emissão em tela.
33. Naquela mesma data, as Requerentes protocolaram ainda expediente (documento 0117677) por meio do qual apresentaram alegações a respeito do teor da consulta elaborada pela SRE à PFE-CVM e do Parecer-PFE, bem como comunicando que pretendiam apresentar, em breve, Parecer elaborado por Renato Buranello e Otávio Yazbek a respeito do assunto.
34. Em 13/06/2016, as Requerentes encaminharam então o referido Parecer (documentos 0119043, 0119045 e 0119054) ou Parecer Emissora, conforme definimos inicialmente no presente Memorando.
35. Em 14/06/2016, comunicamos a prorrogação do prazo para atendimento ao Ofício nº 12/2016-

CVM/SRE/SEP (documento 0119320), conforme havia sido solicitado em 08/06/2016.

III. Parecer da Procuradoria da CVM

36. Conforme mencionamos, em 22/04/2016, encaminhamos o Memorando nº 51/2016/CVM/SRE/GER-1 à PFE-CVM, solicitando sua manifestação de entendimento quanto à possibilidade, à luz da legislação vigente, de emissão de CRA cuja destinação de recursos seja o financiamento de uma cadeia de restaurantes que adquire produtos resultantes da industrialização de produtos agropecuários para revenda.
37. A PFE-CVM, por sua vez, encaminhou, em 31/05/2016, o Parecer-PFE, cujo inteiro teor encontra-se transcrito abaixo, à exceção da primeira parte, que descreve o histórico do Processo até aquele momento:

“(…)

2. Considerações preliminares sobre o financiamento do Agronegócio no Brasil e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio.

A adequada compreensão do tema demanda uma breve abordagem sobre o papel dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, conforme regime instituído pela Lei nº 11.076/04, dentro do contexto mais amplo do financiamento do setor de agronegócio como um todo.

Como se sabe, a Lei nº 4.829/65 instituiu o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNRC), cuja política de crédito é formulada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), que abrange não só o fornecimento de crédito como programa voltados para o planejamento das safras (Plano Anual de Safra), garantia de preço mínimo (Programa de Garantia de Preços Mínimos PGPM), dentre outros[1].

Conforme previsto em lei, o SNCR é constituído de órgãos básicos, vinculados e articulados. São órgãos básicos o Banco Central do Brasil (Bacen), o Banco do Brasil (BB), o Banco da Amazônia (Basa) e o Banco do Nordeste (BNB). São órgãos vinculados o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), bancos privados e estaduais, caixas econômicas, cooperativas de crédito rural e sociedades de crédito. Finalmente, são órgãos articulados os "órgãos oficiais de valorização regional e entidades de prestação de assistência técnica, cujos serviços as instituições financeiras podem vir a utilizar em conjugação com o crédito", mediante convênio (art. 7º, caput, I a IV, e § 1º I a II, da Lei nº 4.829/65).

O financiamento rural concedido pelos órgãos integrantes do sistema nacional de crédito rural poderá efetivar-se por meio das células de crédito rural (CCR) previstas no Decreto-lei nº 167/67[2], que são títulos líquidos, certos, constitutivos de promessa de pagamento em dinheiro, exigíveis pela soma dela constante, além dos juros, da comissão de fiscalização (se houver), e demais despesas que o credor fizer para segurança, regularidade e realização de seu direito creditório (art. 10).

Vale ressaltar que o emitente da CCR fica obrigado a aplicar o financiamento nos fins ajustados, devendo comprovar essa aplicação no prazo e na forma exigidos pela instituição financiadora (art. 2º).

Além da CCR emitida no âmbito do SNCR, foi instituída pela Lei nº 8.929/94 a Cédula de Produto Rural (CPR), como título de crédito, líquido e certo, representativa de promessa de entrega de produtos rurais, com ou sem garantia cedularmente constituída (arts. 1º e 4º). Atualmente existem três tipos de CPR: a física, a financeira e a de exportação.

Na CPR física o emitente assume a obrigação de entregar o produto objeto do título no vencimento, no local, quantidade e qualidade nele expressas e na qual não há qualquer menção a valores pecuniários. A CPR financeira foi criada pela Medida Provisória nº 2.042/2000, convertida em Lei nº 10.210/01, que incluiu o art. 4ª à Lei n. 8.929/94. Na CPR financeira não há obrigação de entrega física do produto, apenas a liquidação com o pagamento, no vencimento, do valor correspondente à multiplicação da quantidade especificada pelo preço fixado ou índice de preços adotado no título. A CPR de exportação tem sua liquidação física com a exportação dos produtos agropecuários[3].

Há divergência quanto à possibilidade de emissão de CPR representativa de produtos agrícolas beneficiados ou industrializados, tais como açúcar, álcool, óleo de soja, farelo de soja e compensados. Contudo, a doutrina especializada entende que esses produtos podem ser objeto da cédula, pois são o resultado direto do aproveitamento ou transformação direta do produto agropecuário[4].

A cédula pode ser emitida por produtores rurais, associações e cooperativas, nos termos do art. 2º da Lei 8.929/94, podendo ser negociadas nos mercados de bolsa e balcão, com a condição de que o registro da CPR seja feito em sistema de registro e liquidação financeira administrado por entidade autorizada pelo Bacen (art. 19, caput e § 1º).

Recentemente, a Lei nº 11.076/04 instituiu mais cinco títulos de crédito para o financiamento do agronegócio: 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).

O CDA é título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, depositados em conformidade com a Lei nº 9.973/00, estando relacionado, portanto, à fase de comercialização da produção agrícola (art. 1º, § 1º). O WA é título de crédito representativo de promessa de pagamento em dinheiro que confere direito de penhor sobre o CDA correspondente, assim como sobre o produto nele descrito (art. 1º, § 2º). O CDA e o WA são títulos unidos, emitidos simultaneamente pelo depositário, a pedido do depositante, podendo ser transmitidos unidos ou separadamente, mediante endosso (art. 1º, § 3º).

O CDCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial (art. 24). O CDCA é de emissão exclusiva de cooperativas de produtores rurais e de outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária (art. 24, § 1º).

A LCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial, de emissão exclusiva de instituições financeiras públicas ou privadas (art. 26,

caput e parágrafo único).

Por fim, foi criado o CRA, título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro que constitui título executivo extrajudicial, de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio (art. 36, caput e parágrafo único).

Percebe-se a partir dessa breve narrativa que o CRA é apenas mais um de uma série de instrumentos instituídos por lei para o financiamento do setor de agronegócio. Conforme lição de BURANELLO, "podemos dizer que os novos títulos do agronegócio vieram para fomentar o financiamento, de fato, de toda a cadeia agroindustrial, e que cada um deles tem sua função específica dentro desse segmento econômico, ou seja: a CPR ligada diretamente à produção; o CDA/WA diretamente ligado ao armazenamento e comercialização dos produtos agropecuários; e os demais títulos por excelência financeiros, CDCA, LCA e CRA, ligados ao financiamento de todas as atividades sobrepostas e interrelacionadas de uma cadeia agroindustrial, com circulação orientada para o mercado financeiro e de capitais"[\[5\]](#).

Como se sabe, a securitização de ativos é a operação pela qual direitos de crédito heterogêneos e sem liquidez são combinados para formar um conjunto relativamente homogêneo, transformados em títulos ou valores mobiliários negociáveis; o fluxo de pagamento desses títulos depende da capacidade financeira dos devedores dos contratos originais.

No caso do CRA, a securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora (art. 40).

Uma operação de securitização de direitos creditórios do agronegócio apresenta, comumente, a seguinte cadeia de eventos:

(i) a securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão de 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 (Cf. art. 23, § 1º, da Lei nº 10.076/04);

(ii) esses créditos são cedidos à companhia securitizadora, que terá a função de converter os recebíveis em lastro para a emissão posterior de CRA, a serem ofertados aos investidores;

(iii) uma vez adquiridos os CRA, os recursos dos investidores são disponibilizados à companhia securitizadora, que os repassa aos cedentes, com o intuito de liquidar a operação de cessão ocorrida na etapa anterior;

(iv) liquidada a cessão dos recebíveis acima descrita, a companhia securitizadora (cessionária) passa a ser a credora dos valores devidos pelos devedores, que pagarão, diretamente à securitizadora, os valores devidos pelas operações originalmente contratadas;

(v) os montantes recebidos pela companhia securitizadora são então transferidos aos investidores, conforme especificado nos CRA, sendo que essas companhias geram seus resultados através do ganho decorrente do deságio obtido na operação de cessão dos recebíveis e da cobrança de taxa de administração.

A emissão pública de CRA está submetida ao regime jurídico da Lei nº 6.385/76, e, conseqüentemente, ao poder regulatório da CVM (art. 43, caput e parágrafo único, da Lei nº 11.076/04). Assim, a emissão pública de CRA deverá ser registrada, nos termos da Instrução CVM nº 400/03, ou Instrução CVM nº 476/09, caso realizada com esforços restritos.

Na ausência de regulamentação específica, o pedido de registro de ofertas públicas de CRA deve ser analisado à luz da Instrução CVM nº 414/04, principal norma da Autarquia relativa aos CRI e seus emissores. Nesse sentido vale conferir o comunicado específico da CVM sobre o assunto, de 21.11.08:

A CVM entende que os comandos da Instrução CVM nº 414, de 2004, são adequados ao CRA e às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio. Por isso, enquanto não tratar da matéria em norma específica, aplicará tais comandos, adaptando-os, no que couber, para acomodar as possíveis incompatibilidades entre a regulamentação de CRI e as características dos CRA e seus emissores. O Colegiado analisará a necessidade e conveniência de editar regulamentação específica para CRA no futuro.

A questão que se coloca é a definição precisa do que vem a ser direito creditório do agronegócio para fins da constituição de lastro para a emissão de CRA. Com efeito, o art. 23, § 1º, da Lei nº 10.076/04 possui redação ampla, dificultando o estabelecimento de fronteiras seguras para sua adequada delimitação. Essa dificuldade é reconhecida a partir de comentários da doutrina especializada, que apesar de defender que a intenção do legislador foi a de permitir o financiamento de toda a cadeia agroindustrial, acaba por não indicar limites claros para sua devida caracterização:

Para a compreensão do conceito de direitos creditórios do agronegócio, necessitamos melhor identificar alguns elementos nas definições legislativas. Para tanto, faz-se necessário o destaque do parágrafo único do art. 23 da Lei n. 11.076/2004 [atual § 1º], que assim dispõe: “Parágrafo único. Os títulos 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, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária” [grifo nosso].

Em princípio, analisando os conceitos citados, poderíamos chegar à equivocada conclusão de que somente os negócios realizados por pessoas físicas ou jurídicas que desenvolvam atividade de produção agropecuária primária, pesqueira ou silvicultural gerariam direitos creditórios do agronegócio. Ocorre que tal interpretação diminuiria a abrangência dos negócios eficazes à formação dos referidos direitos creditórios, fugindo claramente a vontade do legislador, que, conforme motivação da própria lei, é

a do financiamento de toda a cadeia agroindustrial, como se pode ver no destaque da necessária interrelação das atividades econômicas referidas no próprio parágrafo único do artigo citado.

Uma cadeia agroindustrial pode ser entendida como uma sucessão de operações de transformação capazes de ser separadas, mas ligadas entre si por um encadeamento operacional. A cadeia de produção é também um conjunto de relações comerciais e financeiras que estabelecem, entre todos os estados de transformação, um fluxo de troca, situado antes e após a porteira, entre fornecedores e clientes. Em muitos casos práticos, os limites dessa divisão não são facilmente identificáveis. Além disso, essa divisão pode variar muito conforme o tipo de produto e segundo o objetivo da análise; assim, podemos destacar três macrosssegmentos geralmente propostos:

a) produção de matérias primas ou insumos: reúne as empresas que fornecem as matérias primas iniciais para que outras empresas avancem no processo de produção do produto final (agricultura, pecuária, pesca, piscicultura, silvicultura etc.);

b) beneficiamento e industrialização: representa as firmas com objeto no beneficiamento ou na transformação das matérias primas em produtos finais destinados ao consumo. O consumidor pode ser uma unidade familiar ou outra agroindústria que toma este produto ou subproduto como um novo insumo; as agroindústrias são as unidades empresariais em que ocorrem as etapas de beneficiamento, processamento e transformação de produtos agropecuários in natura até a embalagem, prontos para comercialização;

c) comercialização e distribuição: representam as empresas que estão em contato com o cliente final da cadeia de produção e que viabilizam o consumo e o comércio dos produtos finais (concentradores, intermediários, empresas de logística, distribuidores, exportadores etc.). Podem ser incluídas nesse macrosssegmento as empresas responsáveis somente pela logística de distribuição.

Ao estender a diretriz do art. 23 ora em estudo ao conceito de cadeia produtiva, temos de contrapor não mais uma solução contratual referente a uma única transação em uma mesma e única etapa, a da produção agrícola, mas combinações de diferentes arranjos contratuais que se estabelecem nesse sistema como resposta às características das transações que ocorrem entre seus agentes. A organização de elementos materiais e de sua produção dá lugar a um conjunto de coisas que, por estar organizado, pode adquirir um valor diferenciado e que compõe objeto de negócios jurídicos diversos. (grifos nossos)

Entretanto, entendemos que se faz necessário o estabelecimento de limites à extensão da cadeia de agronegócio, ao menos para fins de análise do presente caso. Não se pode perder de vista que se está diante de título cuja remuneração goza de isenção de Imposto de Renda[6], fato que exige do aplicador do direito a realização de criteriosa interpretação da norma jurídica, com vista a evitar que setores diversos do agronegócio possam ser indevidamente beneficiados.

Nesse aspecto, não se pode olvidar que a lei que concede isenção sobre tributos

deve ser interpretada restritivamente, conforme dispõe o art. 111 do Código Tributário Nacional e reconhece a melhor doutrina: As isenções e as simples atenuações de impostos e taxas, decretadas em proveito de determinados indivíduos ou corporações, sofrem exegese estrita; e não se presumem, precisam ser plenamente provadas[7].

No mesmo sentido é a jurisprudência pátria, com inúmeras decisões sobre o tema:

*PROCESSO CIVIL. TRIBUTÁRIO. COFINS E PIS. ISENÇÃO SOBRE RECEITAS DECORRENTES DE TRANSPORTE INTERNACIONAL DE CARGAS E PASSAGEIROS. ALCANCE. REGRAS DE ISENÇÃO E DE IMUNIDADE. INTERPRETAÇÃO RESTRITIVA. 1. O transporte interno de mercadorias entre o estabelecimento produtor e o porto ou aeroporto alfandegado, ainda que posteriormente exportadas, não configura transporte internacional de cargas, de molde a afastar a regra de isenção do PIS e da COFINS prevista no art. 14 da MP 2.15835/2001, à semelhança da interpretação ao art. 4º da Lei 9.715/95. Precedentes: REsp 1251162/MG, Rel. Ministro Castro Meira, Segunda Turma, julgado em 8.5.2012, DJe 5.11.2012; REsp 1114909/RS, Rel. Min. Herman Benjamin, Segunda Turma, julgado em 23.3.2010, DJe 6.4.2010. 2. **A interpretação extensiva de benefício fiscal encontra óbice no art. 111, inciso II do CTN, segundo o qual: "Interpreta-se literalmente a legislação tributária que disponha sobre (...) outorga de isenção"**. Agravo*

regimental improvido. (AGRESP 201100210261, HUMBERTO MARTINS, STJ SEGUNDA TURMA, DJE DATA:18/09/2013 ..DTPB:.)

*TRIBUTÁRIO E PROCESSUAL CIVIL. IRPJ. CSLL. ART. 15, § 1º, III, A, DA LEI 9.249/95. CONCEITO DE SERVIÇOS HOSPITALARES. INTERPRETAÇÃO RESTRITIVA. 1. No entender da 1ª Seção, reputam-se serviços hospitalares, para os fins do art. 15, § 1º, III, a, da Lei 9.249/95, "o complexo de atividades exercidas pela pessoa jurídica que proporcione internamento do paciente para tratamento de saúde, com a oferta de todos os processos exigidos para a prestação de tais serviços ou do especializado" (REsp 832.906, 1ª Seção, Min. José Delgado, DJ de 27.11.06). **Ademais, por traduzir norma instituidora de isenção parcial, o dispositivo não comporta interpretação ampliativa.** 2. No caso, segundo a própria inicial, o atendimento prestado pela impetrante é de natureza ambulatorial, sendo que as receitas auferidas decorrem, fundamentalmente, de procedimentos de consultas, não havendo, portanto, direito líquido e certo ao benefício fiscal de redução de alíquota sobre a totalidade de sua receita bruta. 3. Recurso especial a que se dá provimento.*

(RESP 200700690480, TEORI ALBINO ZAVASCKI, STJ PRIMEIRA TURMA, DJ DATA:18/10/2007 PG:00316 ..DTPB:.)MANDADO DE SEGURANÇA. JUROS SOBRE CAPITAL PRÓPRIO DISTRIBUÍDOS AOS SÓCIOS/ACIONISTAS. INCIDÊNCIA DE PIS E COFINS. NATUREZA DE DIVIDENDOS.

IMPOSSIBILIDADE. ISENÇÃO. INTERPRETAÇÃO RESTRITIVA. ART. 111 DO CTN. OMISSÃO QUANTO A DISPOSITIVO CONSTITUCIONAL. IMPOSSIBILIDADE DE APRECIÇÃO. I Incabível a análise de omissão quanto à análise de dispositivo constitucional, em razão da falta de interesse da parte, eis que suficiente a oposição de embargos declaratórios para ensejar o questionamento na via do recurso extraordinário. Precedente: AgRg no Ag nº 799.362/RS, Rel. Min. FELIX FISCHER, DJ de 05/03/07. II Discute-se, nos presentes autos, a incidência na base de cálculo do PIS e da COFINS dos juros sobre capital próprio (JCP), com base no Decreto nº 5.164/2004, o qual reduziu a zero a alíquota das referidas contribuições, excluindo as receitas decorrentes dos JCP e de operações de hedge. III Os juros sobre capital próprio não possuem natureza de lucro ou dividendo, mas de receita financeira. IV De acordo com a Lei nº 9.249/95, apresentam-se os juros sobre capital próprio como uma faculdade à pessoa jurídica, que pode fazer valer de seu creditamento sem que ocorra o efetivo pagamento de maneira imediata, aproveitando-se da capitalização durante esse tempo. Além do mais, ao contrário dos dividendos, os JCP dizem respeito ao patrimônio líquido da empresa, o que permite que sejam creditados de acordo com os lucros e reservas acumulados. V As normas instituidoras de isenção (art. 111 do CTN), por preverem exceções ao exercício de competência tributária, estão sujeitas à regra de hermenêutica que determina a interpretação restritiva, dada à sua natureza. Não prevista, expressamente, a hipótese de exclusão dos juros de capital próprio da base de cálculo do PIS e da COFINS, pelas Leis nºs 10.637/2002 e 10.833/2003, incabível fazê-lo por analogia. VI Recurso especial improvido. (RESP 200700196184, FRANCISCO FALCÃO, STJ PRIMEIRA TURMA, DJ DATA:14/06/2007 PG:00272 ..DTPB:.) (grifos nossos)

Diante disso, cabe à CVM na ausência de norma específica que estabeleça limites claros ao conceito de direito creditório do agronegócio – buscar a melhor definição de acordo com os elementos do caso concreto, sempre levando em consideração as finalidades que norteiam sua atuação, previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/76 e sintetizadas nas bases de regulação do mercado de valores mobiliários, divulgadas pela Autarquia em 1979:

"A CVM, obedecendo aos postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam."

Feitas essas considerações preliminares sobre o financiamento do agronegócio e o CRA, passamos à análise do caso submetido à PFECVM.

3. Análise do caso

Conforme relatado, os CRA terão como lastro direitos creditórios do agronegócio representados por debêntures não conversíveis em ações, da espécie quirografária, em série única, emitidas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (Devedora), as quais serão adquiridas de forma

privada pela W2DMA Comércio de Alimentos Ltda. (Cedente), subsidiária da Devedora, sendo cedidas posteriormente à Ofertante, que emitirá os CRA com lastro em tais títulos.

A Ofertante e o Coordenador Líder sustentam que os CRA objeto da emissão pública estão lastreados em direitos creditórios do agronegócio, uma vez que o objetivo da lei “foi o de permitir a realização de operações utilizando como base não só os produtores rurais mas sim todos os agentes da sua cadeia”. Sustentam ainda que “a Devedora é um importante participante da cadeia produtiva do agronegócio em função de ser um comprador recorrente de tais produtos, e que carne e eventuais outros produtos de origem pecuária mencionados acima podem ser utilizados como lastro da operação objeto do Ofício. Além disso, ressalta-se que quase a totalidade da receita da Devedora decorre da posterior comercialização desses produtos, seja de forma isolada (como é o caso de batata por exemplo) ou misturada (como é o caso de sanduíches)”.

Sobre o tema específico, convém transcrever o item do pedido de registro intitulado “DO ENQUADRAMENTO DAS DEBÊNTURES COMO DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO”:

A devedora é uma empresa comercializadora de produtos agrícolas que, para exercer seu objeto social, necessita adquirir produtos rurais constantemente de produtores rurais.

Para viabilizar a aquisição de tais produtos rurais a Devedora emitirá as debêntures cuja destinação dos recursos será exclusivamente a aquisição de produtos rurais, conforme transcrito a seguir: “Os recursos líquidos da integralização das Debêntures serão destinadas para o pagamento de obrigações contratuais oriundas da aquisição, pela Devedora e/ou por quaisquer empresas ligadas à Devedora por vínculo societário ou contratual, de produtos de origem pecuária produzidos exclusivamente para a comercialização nos restaurantes Burger King no Brasil, conforme especificações pré-determinadas pela Devedora. A aquisição dos produtos mencionados acima poderá ser contratada, a exclusivo critério da Devedora, junto a quaisquer dos seguintes fornecedores: JBS S.A. (...), Seara Alimentos Ltda. (...), Marfrig Global foods S.A. (...), Minerva S.A. (...) e/ou BRF S.A. (...), bem como qualquer sociedade produtora de produtos de origem pecuária, que: (i) seja do grupo econômico de quaisquer um dos fornecedores mencionados acima; e/ou (ii) venha a sucedê-los, por qualquer motivo. Nos termos da respectiva escritura de emissão a Devedora enviará notas fiscais para a Emissora de forma a comprovar a destinação dos recursos das debêntures, sob pena de vencimento antecipado dos títulos.

Percebe-se, conforme relatado no início do presente parecer, que os requerentes também fazem referência à exposição de motivos da Lei nº 11.076/04 para conferir interpretação ampla ao conceito de direitos creditórios do agronegócio previsto no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/04.

A SRE, por sua vez, entende “não ser possível a concessão do registro da Oferta em tela, dado que a finalidade da Lei 11.076 não é observada ao se

autorizar uma emissão de CRA cujos recursos não serão diretamente destinados a agentes da cadeia produtiva do agronegócio”. Concluiu a área consulente que a Devedora “não se enquadraria entre os agentes que seriam objeto do financiamento previsto pela Lei 11.076, quando da criação dos títulos CDCA, LCA e CRA”.

Verifica-se que a SRE adotou interpretação mais restritiva, valendo-se também da exposição de motivos da Lei nº 11.076/04, na qual se menciona que os agentes da cadeia de agronegócio seriam “as agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos” ou até “bancos que operam o SNCR”.

Entendo que assiste razão à SRE nesse ponto específico. Com efeito, não me parece que o objetivo da lei, ao instituir o CRA e conceder isenção fiscal aos seus rendimentos, tenha sido o de possibilitar a estruturação de operações como a ora examinada.

Data venia, a Devedora não pode ser caracterizada como integrante da cadeia de agronegócios nem mesmo se utilizada a ampla definição encontrada na doutrina citada no tópico anterior. Ora, uma rede de restaurantes (ou fast food) desenvolve atividade empresarial específica que não pode ser incluída na cadeia agronegócio, embora se relacione com a mesma (como diversos outros setores da economia). A Devedora adquire produto final originado dessa cadeia como insumo para a produção de refeições, que evidentemente não podem ser consideradas produtos do agronegócio.

Procede a preocupação manifestada pela área técnica, uma vez que se prevalecer o entendimento dos requerentes, nada impediria que empresas dos mais diversos setores estruturassem operações similares, “tais como supermercados, lojas de roupas e demais gêneros de varejo, transporte e distribuição de alimentos, bebidas e outros produtos de origem agrícola (...), situações em que não haveria um direcionamento de recursos diretamente à cadeia produtiva do agronegócio”.

Além dos argumentos apresentados pela SRE, entendo que são aplicáveis ao presente caso as considerações constantes do MEMO/Nº116/2013/GJU2/PFECVM/PGF/AGU, que subsidiou a manifestação proferida pelo Colegiado no Processo RJ 2012/12177, que tiveram por objeto pedido de registro de emissão pública de CRI.

Embora o conceito de direitos creditórios imobiliários não esteja previsto em lei, entendo que os fundamentos daquela manifestação jurídica são válidos se adaptados ao caso examinado, uma vez que o conceito de direito creditório do agronegócio, embora previsto em lei (art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/04), não possui limites precisos e pode ser objeto de interpretação demasiadamente ampla, como o presente caso demonstra.

Ademais, entendo que o posicionamento da PFECVM e do Colegiado da CVM manifestado no âmbito de pedido de registro de emissão pública de CRI pode ser perfeitamente adaptado aos casos envolvendo emissão de CRA. Como visto, o próprio balizamento normativo utilizado pela CVM nos casos envolvendo CRA é o mesmo que foi especificamente editado para disciplinar as emissões de CRI (Instrução CVM nº 414/04).

Feitas essas observações, impõe-se reconhecer que o Processo RJ 2012/12177

teve como objeto operação muito similar à presente, conforme consta do relatório apresentado pela SRE naquele caso:

1.1. Os CRI serão estruturados a partir da emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia flutuante, da 5ª emissão (“Debêntures”) de Rede D’or São Luiz S.A. (“Devedora”), nos termos da Escritura das Debêntures.

1.2. Ainda nos termos da Escritura das Debêntures, todo o recurso captado será destinado exclusivamente para aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, todos individualmente identificados na referida Escritura das Debêntures, não havendo qualquer destinação para aquisição de máquinas, equipamentos ou demais bens relacionados à atividade comercial desenvolvida pela Devedora.

1.3. Tais Debêntures serão totalmente subscritas e integralizadas pelo Banco BTG Pactual S.A., que vem a ser, ainda, o líder da distribuição dos CRI (“BTG Pactual” ou “Coordenador Líder”), e deverão ser honradas pela Devedora sem que estejam vinculadas ou dependentes de qualquer fluxo de caixa gerado pela mesma. O agente fiduciário das Debêntures será a Pentágono S.A. DTVM (“Pentágono”).

1.4. O BTG Pactual emitirá uma CCI com lastro nas Debêntures adquiridas, a qual será transferida por instrumento de cessão para a Securitizadora, e servirá de lastro para a emissão dos CRI objeto da oferta em tela, mediante Termo de Securitização de Créditos, que identifica individualmente todos os terrenos a serem adquiridos e os projetos de edificação e de expansão dos imóveis pretendidos pela Devedora, em linha com a relação já constante da Escritura das Debêntures, conforme mencionamos no item 1.2 acima.

...

1.12. A estrutura dessa emissão de CRI conta com regime de patrimônio apartado, tendo a Pentágono como agente fiduciário, o mesmo das Debêntures.

Naquele caso, a SRE manifestou-se favoravelmente ao pedido de registro por entender que “a Devedora, apesar de não ter como objeto social a exploração (com venda ou aluguel, por exemplo) dos imóveis que pretende adquirir, edificar ou expandir, utiliza-se de fato de financiamento imobiliário, ao emitir as Debêntures que serão subscritas pelo Coordenador Líder (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures”.

Ressaltou ainda a SRE que “as Debêntures deverão ser honradas em dinheiro pela Devedora, independentemente do fluxo de caixa gerado por sua atividade econômica”.

O Colegiado, em reunião realizada em 26.03.13, discordou da manifestação da área técnica de forma unânime, “por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo

de natureza imobiliária”.

Os requerentes formularam então pedido de reconsideração com pedido de atribuição de efeito suspensivo, o qual restou indeferido. Foi então solicitada manifestação da PFECVM pelo Diretor Relator Roberto Tadeu, consubstanciada no MEMO/Nº116/2013/GJU2/PFECVM/PGF/AGU, cujos principais trechos são reproduzidos a seguir:

No caso vertente, embora as debêntures emitidas pela Rede D’or sejam destinadas, de acordo com a respectiva escritura, à aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, entendeu o Colegiado que não se estaria diante de crédito imobiliário, uma vez que “o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária”.

De plano, fica afastada qualquer comparação com os fluxos de pagamentos dos recebíveis de financiamentos de unidades habitacionais (moradia) e submetidos aos riscos que afetam indistintamente a população como um todo, já compreendidos, pelo público investidor, como riscos inerentes aos financiamentos imobiliários residenciais.

A estruturação de securitização em análise tem como devedor (único) uma empresa do setor de serviços de saúde, estando o fluxo de pagamentos da operação submetida ao fluxo de caixa da Rede D’or, ou, em outras palavras, aos riscos específicos desse setor, o que pode não estar em sintonia com os objetivos do SFI.

Nessa linha, pode-se argumentar que, em diversas passagens, a exposição de motivos da Lei nº 9.514/97 se utiliza da expressão “setor” referindo-se nitidamente ao setor imobiliário. Ao que parece, o Colegiado buscou limitar o financiamento imobiliário (comercial) no âmbito do SFI às empresas que exerçam atividades típicas do setor imobiliário, excluindo, assim, empresas de outros setores, cujas atividades estão sujeitas a riscos estranhos aos que são esperados dos empreendimentos imobiliários em geral.

As requerentes argumentam que tal interpretação acaba por restringir indevidamente o alcance da Lei no 9.514/97, mas não se pode perder de vista que a securitização de recebíveis imobiliários destina-se à captação de recursos da poupança pública, obrigatoriamente submetida ao Poder Regulatório da CVM que, como já visto, é exercido de acordo com as finalidades previstas na Lei nº 6.385/76.

Mais do que se ater aos aspectos meramente formais da operação, a CVM pode identificar potenciais riscos ao regular funcionamento do mercado e adotar as medidas preventivas necessárias. A análise de um pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários segue necessariamente essa lógica.

Apesar de não ser esse o presente caso, não se pode ignorar que a recente crise econômica que assolou o mundo e que continua a produzir efeitos até os dias de hoje teve sua origem justamente na

securitização de créditos no âmbito do sistema de financiamento imobiliário norte-americano, o que evidencia a relevância da adequada regulação desse setor.

É inegável que a operação ora analisada possui potencial considerável de multiplicação, uma vez que são inúmeras as atividades empresariais que podem se interessar em estruturas de securitizações similares, sobretudo por conta dos benefícios fiscais previstos na Lei nº 12.941/11.

Uma vez deferido o pedido de registro em análise, haveria um precedente que poderia ser legitimamente suscitado por empresas de diversos setores, pois é evidente que toda atividade empresarial de porte razoável dedica-se, em boa parte, a negócios de natureza imobiliária, sendo certo que a criatividade dos agentes de mercado encontraria um meio de estruturar operações similares.

Dessa forma, concluímos que o Colegiado da CVM, ao indeferir o pedido de registro com base no argumento de que “o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária”, exerceu sua competência decisória de acordo com as finalidades previstas na Lei nº 6.385/76.

Ao restringir a estruturação de securitizações ao setor imobiliário estritamente considerado, zela o Colegiado pela adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que transacionam no mercado de valores mobiliários.

Os requerentes, após tomarem conhecimento da manifestação da PFECVM, formalizaram a desistência da realização da oferta, o que acabou motivando a perda de objeto do pedido de reconsideração, conforme reconhecido no voto proferido pelo Diretor Relator.

Assim, apesar de as razões da PFE-CVM terem sido mencionadas ao longo da decisão proferida pelo Colegiado, o fato é que não houve análise do mérito do pedido de reconsideração. Portanto, a decisão que indeferiu o pedido de registro “por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora” permaneceu inalterada quanto a esse fundamento.

De volta à hipótese em análise, entendemos ser de grande relevância buscar uma limitação ao conceito de direitos creditórios do agronegócio no caso das emissões públicas de CRA. Isto porque é da natureza da securitização que se opere a transferência de risco de determinado negócio jurídico para o investidor que adquire os valores mobiliários emitidos, pois o fluxo de pagamento desses títulos e respectiva remuneração depende da capacidade financeira dos devedores.

Nesse particular, vale transcrever trechos do prospecto que contém a exposição dos fatores de risco relacionados à Devedora e ao setor de sua atuação (adicionados após exigência realizada pela SRE), onde fica evidenciado que não se está diante de riscos relacionados ao setor de agronegócio:

15.4. RISCOS RELACIONADOS À DEVEDORA

15.4.1. A Devedora pode não conseguir inaugurar e operar novas lojas próprias ou ampliar sua rede de lojas franqueadas com sucesso **Um dos pilares da estratégia de crescimento da Devedora é o crescimento por meio: (i) da inauguração e operação de novas lojas próprias diretamente administradas por ela; e (ii) da ampliação de nossa rede de lojas franqueadas administradas por terceiros dentro de padrões e diretrizes estabelecidos por ela.** A Devedora pode não conseguir implementar essa estratégia de crescimento com sucesso em razão de inúmeros fatores, tais como:

- A expansão de seus competidores, o aumento da concorrência por pontos estratégicos de vendas e o surgimento de novos concorrentes nos mercados em que atua;
- Dificuldade para encontrar locais adequados para a abertura de novas lojas próprias;
- A abertura de novas lojas próprias ou franqueadas poderá não ser concluída ao custo e no momento em que considera apropriado;
- Dificuldades em contratar, treinar e transmitir a sua cultura a franqueados qualificados para atender apropriadamente os seus clientes; e dificuldades em obter financiamento para dar suporte às suas despesas de capital e ao seu capital de giro.
- A ocorrência de fatores que estão fora do controle da Devedora, tais como os mencionados acima, alterações nas condições macroeconômicas do País e das regiões em que opera, incluindo problemas políticos e econômico-financeiros, elevação das taxas de juros e inflação, além **de alterações na demanda e na preferência dos seus clientes ou indisponibilidade de locais para a abertura de novas lojas, dentre outros, pode impactar negativamente seus resultados futuros e sua condição financeira.**

Adicionalmente, o plano de expansão da Devedora pode ser atrasado ou abandonado, pode custar mais caro do que planeja e pode consumir recursos financeiros além do projetado, e seu volume e margem médios de vendas nas novas lojas próprias e lojas franqueadas poderão diferir significativamente de suas médias atuais.

Consequentemente, poderá experimentar significativa queda de volume e das margens de suas vendas a partir da abertura de novas lojas, quando comparados à média de volume e de suas margens atuais, o que poderia significar diminuição da taxa de retorno de investimentos e de seus resultados financeiros.

Se a Devedora não tiver sucesso na abertura de novas lojas próprias e na expansão de sua rede de lojas franqueadas, seus negócios, seu crescimento e presença geográfica poderão ser adversamente impactados.

...

15.4.3. Efeitos adversos nos pagamentos das Debêntures

Uma vez que os pagamentos de Juros Remuneratórios e de amortização dos CRA dependem do pagamento integral e tempestivo, pela Devedora, dos valores devidos no âmbito das Debêntures, a capacidade de adimplemento da Devedora poderá ser afetada em função de sua situação econômico financeira, em decorrência de fatores internos e/ou externos, o que poderá afetar o fluxo de pagamentos dos CRA.

15.4.4. Capacidade creditícia e operacional da Devedora

O pagamento dos CRA está sujeito ao desempenho da capacidade creditícia e operacional da Devedora, sujeitos aos riscos normalmente associados à concessão de empréstimos e ao aumento de custos de outros recursos que venham a ser captados pela Devedora e que possam afetar o seu respectivo fluxo de caixa, bem como riscos decorrentes da ausência de garantia quanto ao pagamento pontual ou total do principal e juros pela Devedora. Portanto, a inadimplência da Devedora pode ter um efeito material adverso no pagamento dos CRA.

15.4.5. Risco de Pagamento das Despesas pela Devedora

Caso a Devedora não realize o pagamento das Despesas do Patrimônio Separado, estas serão suportadas pelo Patrimônio Separado e, caso não seja suficiente, pelos Titulares dos CRA, o que poderá afetar negativamente os Titulares dos CRA.

15.4.6. Risco de Vencimento Antecipado das Debêntures

Nos termos do item 5.4. da Escritura de Emissão de Debêntures, será considerado uma hipótese de Vencimento Antecipado, dentre outras, caso (i) ocorra o vencimento antecipado de quaisquer dívidas (incluindo quaisquer emissões de debêntures) da Devedora envolvendo valor, individualmente ou em conjunto, igual ou superior a R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões de reais) ou o seu valor equivalente em outras moedas; (ii) a Devedora não observe os índices financeiros descritos na alínea (xxiii) do item 5.4. da Escritura de Emissão de Debêntures.

Portanto, caso sejam verificados estes itens, bem como outra hipótese de Vencimento Antecipado, Devedora pode não ser capaz de realizar a amortização das Debêntures na ocorrência do Vencimento Antecipado, o que pode causar um efeito material adverso no pagamento dos CRA.

15.5. RISCOS RELACIONADOS AO SETOR EM QUE A DEVEDORA ATUA

15.5.1. A Devedora poderá gerar receitas mais baixas em razão da desaceleração do mercado.

Todas as receitas da Devedora são em reais e exclusivamente provenientes de suas operações no Brasil, que está atualmente enfrentando uma recessão potencialmente prolongada.

Historicamente, o setor de varejo tem estado suscetível a desacelerações econômicas que levam a uma diminuição nos gastos do consumidor. Por conseguinte, uma desaceleração econômica no Brasil, tal como a que está atualmente em curso, ou em regiões específicas onde suas lojas estão localizadas, pode resultar em um declínio no volume de vendas e em impactos negativos sobre a sua rentabilidade, o que poderia afetar adversamente e de maneira relevante os seus negócios, resultados operacionais e condição financeira.

No passado, o crescimento do setor varejista brasileiro foi impulsionado pelo aumento do poder aquisitivo dos grupos de média e baixa renda e não há como garantir que o poder de compra desses grupos voltará a aumentar ou que não diminuirá. Uma desaceleração econômica e o crescimento negativo do PIB podem impactar negativamente os grupos de média e baixa renda de forma desproporcional em relação a outros grupos, afetando negativamente a renda disponível e o poder de compra, com possibilidade de redução significativa nas receitas da Devedora. **A continuação ou aprofundamento da recessão atual no Brasil intensificarão ainda mais o potencial efeito adverso nos negócios, resultados operacionais e situação financeira da Devedora.**

15.5.2. Quaisquer problemas nas relações da Devedora com seus franqueados podem afetar adversamente os resultados de suas operações.

Quaisquer problemas que possam surgir com relação à rede de franqueados da Devedora, tais como dificuldades nas suas relações com franqueados ou na expansão de sua rede de franqueados, podem danificar a marca Burger King, impactando negativamente seus franqueados e seus resultados. Estes problemas podem levar a uma diminuição do número de franquias ou nas vendas da Devedora. Caso isso ocorra, as suas economias de escala podem ser reduzidas, afetando também a sua presença geográfica.

Outrossim, os franqueados estão sujeitos aos mesmos riscos gerais associados com o ambiente macroeconômico no Brasil que as lojas próprias. Assim, a atual recessão econômica no Brasil poderia resultar em um declínio no volume de vendas e outros efeitos negativos para as franquias da Devedora, reduzindo as receitas das franquias e potencialmente provocando os franqueados a fecharem lojas, resultando em uma redução das taxas do negócio de franquias, o que pode afetar adversamente as receitas da Devedora e a sua presença geográfica.

...

15.5.5. Financiamentos em condições aceitáveis podem não estar disponíveis para atender as necessidades futuras de capital da Devedora.

As condições econômicas e financeiras globais continuam voláteis.

Se linhas de crédito não estiverem disponíveis quando necessário, ou se estiverem disponíveis apenas em condições desfavoráveis, a Devedora poderá enfrentar dificuldades para atender suas necessidades de capital, aproveitar oportunidades de negócio ou reagir a pressões competitivas, o que pode afetar de forma adversa seus negócios, condição financeira e rentabilidade.

A Devedora também poderá precisar de recursos adicionais para crescer e expandir suas operações, que espera financiar através de seu fluxo de caixa operacional. A Devedora poderá ainda procurar novas formas de liquidez adicional por meio de empréstimos bancários convencionais ou de dívida ou emissão de valores mobiliários em mercados privados ou públicos.

A Devedora não pode fornecer qualquer garantia de que fluxos de caixa provenientes de suas operações serão suficientes para financiar seus investimentos ou que será capaz de obter fundos adicionais dos mercados financeiros. Se a Devedora não for capaz de gerar fluxos de caixa ou levantar fundos adicionais suficientes para cobrir seus investimentos, poderá não alcançar as eficiências operacionais desejadas ou não executar totalmente os seus planos de expansão, o que poderá impactar em sua competitividade e, portanto, os resultados de suas operações.

15.5.6. O sucesso do negócio da Devedora depende da eficácia da sua estratégia de marketing.

Conhecimento do mercado é essencial para o crescimento contínuo e sucesso financeiro da Devedora. No âmbito de sua estratégia de marketing, a Devedora cria, desenvolve e coordena planos de marketing e atividades promocionais.

Se sua estratégia de marketing não for eficaz, esta pode não ser capaz de atrair novos clientes ou clientes existentes não podem voltar com a frequência desejada para os seus restaurantes e com isso seus resultados operacionais podem ser afetados negativamente.

(sem grifos nos original)

*Como visto, os CRA estão submetidos a uma série de riscos típicos do setor de varejo em que atua a Devedora, que não podem ser considerados como relacionados ao setor de agronegócio. Assim, valendo-me dos fundamentos da decisão proferida no Processo CVM RJ 2012/12177 e do MEMO/Nº116/2013/GJU2/PFECVM/PGF/AGU, entendo que **o fluxo de pagamento dos CRA deve estar relacionado ao risco específico do setor de agronegócio**, o que não ocorre no caso da Devedora, que tem atuação em setor distinto, assim como as redes de supermercados, ou lojas de roupas, dentre tantas outras atividades empresariais que poderiam ensejar uma operação similar à pretendida.*

Nada obstante e conforme ressaltado no MEMO/Nº116/2013/GJU2/PFECVM/PGF/AGU, entendo que, na ausência de regramento específico para as emissões públicas de CRA, outros elementos presentes no caso concreto podem ensejar, do Colegiado, tratamento distinto na hipótese examinada. Para maior reflexão, pinçamos as seguintes:

(i) O valor dos CRA (150 unidades de R\$ 1.000.000,00) restringe o público alvo da oferta;

(ii) A Oferta contará com regime fiduciário e consequente instituição de patrimônio separado, tendo sido contratada a SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda., instituição financeira autorizada pelo Bacen, para figurar como representante dos titulares dos CRA;

(iii) A Devedora deverá enviar notas fiscais para a Emissora de forma a comprovar a destinação dos recursos das debêntures, sob pena de vencimento antecipado dos títulos.

Por todo o exposto, muito embora a análise dos precedentes indique o indeferimento do pedido de registro, entendemos que o Colegiado da CVM poderá, analisadas as circunstâncias específicas, adotar entendimento distinto que leve em consideração, inclusive, aspectos que poderão ser incorporados à futura regulamentação específica do tema.

38. Em 31/05/2016, a Procuradora-Chefe, por meio do DESPACHO n. 00279/2016/PFE-CVM /PFE-CVM/PGF/AGU, aprovou o Parecer supra.

IV. Alegações das Requerentes:

39. Conforme mencionamos no parágrafo 22 acima, encaminhamos, em 05/04/2016, à Instituição Intermediária e à Ofertante, o Ofício nº 07/2016-CVM/SRE/SEP, em que constou a seguinte exigência:

“2.6.1 Apresentar fundamentação que comprove a adequação da presente emissão ao que preceitua o art. 23 da Lei 11.076, no que tange (i) à atividade social da BK BRASIL OPERAÇÃO E ASSESSORIA A RESTAURANTES S.A (na qualidade de devedora e destinatária dos recursos obtidos com a Oferta) e (ii) aos produtos cujos contratos de comercialização devem constituir o vínculo das Debêntures com a atividade do agronegócio, de modo a torná-las passíveis de serem lastro de CRA;”

40. Em 13/04/2016, em resposta ao Ofício supra, as Requerentes apresentaram as seguintes alegações referentes à exigência em questão:

“Acerca dessa exigência inicialmente salientamos que o objetivo da Lei nº 11.076/04 foi o de permitir a realização de operações utilizando como base não só os produtores rurais mas sim todos os agentes da sua cadeia.

A seguir alguns trechos da Exposição de Motivos apresentada durante a tramitação da Lei nº 11.076/04.

“O setor agropecuário tem sido um dos grandes pilares de nossa economia. Sucessivos recordes na produção e na exploração de grãos e de carnes são exemplos da expressiva contribuição desse segmento para o crescimento econômico do País bem como para a busca de estabilidade e melhoria das contas públicas. Entretanto, paralelamente ao dinamismo econômico experimentado pelas

atividades rurais nos últimos anos, avolumaram-se, no período, sinais de esgotamento de seu modelo de financiamento. Os instrumentos legais vigentes até a edição da Medida Provisória de 2004 – especialmente aqueles relacionados aos mecanismos de comercialização da produção agropecuária e ao uso desses produtos como lastro para a obtenção de crédito junto a outros setores da sociedade – não tem sido capazes de direcionar para o segmento no volume e com a agilidade adequados, os recursos necessários ao financiamento de suas atividades. A evolução dos custos de produção, a utilização de tecnologias avançadas e a incorporação de novas áreas ao processo produtivo, agravadas pela estagnação das principais fontes de recursos que irrigam o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), têm contribuído para que o momento de crédito disponibilizado por aquele Sistema, em cada ano-safra, não acompanhe a evolução da demanda por crédito vinda dos produtores rurais e de suas cooperativas. Atualmente, o SNCR atende somente cerca de 30% das necessidades de crédito do setor agropecuário, o que tem obrigado os produtores rurais a buscarem mecanismos alternativos de financiamento de sua produção fora do sistema financeiro, via de regra às empresas de insumos, de comercialização (“traders”), de processamento ou de máquinas e implementos agrícolas. Esses financiamentos têm sido operacionalizados, basicamente, por meio da Cédula de Produto Rural (CPR), instituída pela Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, que se constitui no instrumento pelo qual os produtores rurais podem levantar os recursos complementares ao desenvolvimento de suas atividades, de duas formas: (a) vendendo a sua produção, para entrega futura, a compradores que tenham interesse no recebimento do produto adquirido, fazendo uso da modalidade de CPR denominada física; (b) adquirindo insumos, máquinas e implementos de fornecedores mediante a emissão de uma outra modalidade de CPR, esta com cláusula de liquidação financeira. Esta CPR financeira também é utilizada pelos produtores rurais para levantarem empréstimos junto a outros agentes do mercado que não tenham interesse em receber produto. Com isso, **quer seja por meio das agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos, quer seja por intermédio dos bancos que operam o SNCR, foi criada uma ponte entre os produtos rurais e suas cooperativas e esses agentes do mercado, estabelecendo um elo comercial integrado e eficiente na cadeia produtiva do agronegócio.** Por outro lado, esses agentes que operam diretamente com o setor rural são obrigados a manter em carteira os ativos oriundos dessa relação, bancando uma operação de financiamento quase sempre desvinculada de seus objetivos estatutários, enquanto que o mercado de capitais continua afastado do agronegócio, principal âncora da balança comercial brasileira. Faz-se necessário, por conseguinte, viabilizar o acesso ao mercado de capitais **a esses agentes que, por meio de financiamentos formais ou informais, complementam as necessidades de recursos do**

***setor rural**, possibilitando-lhes monetizar os seus ativos em recebíveis e ampliar a oferta de recursos para os produtores rurais. Assim, as inovações que ora propomos têm por objetivo instituir três novos títulos de crédito para o segmento do agronegócio brasileiro, com a finalidade de viabilizar o aporte de recursos do mercado de capitais, em especial dos fundos de investimento, observando que: (I) o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio será emitido pelas cooperativas de produtores rurais e outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária; II – A Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), será emitida pelas instituições financeiras públicas e privadas; III – o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que será de emissão exclusiva das companhias securitizadora de direitos creditórios do agronegócio. Tratam-se de títulos de crédito nominativos de livre negociação representativos de promessa de pagamento em dinheiro e **que terão como lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais e suas cooperativas e agentes da cadeia produtiva do agronegócio**, podendo ser negociados em Bolsa de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários.” (grifos nossos)*

Conforme exposto acima o objeto do legislador ao editar a Lei nº 11.076/04 foi o de prover recursos a agentes da cadeia produtiva do agronegócio de forma que esses recursos fossem posteriormente transferidos para o setor rural.

Após essa breve introdução cabe ressaltar que, conforme disposto em seu objeto social, a Devedora é uma empresa que compra e comercializa produtos agropecuários para exercer suas atividades. Adicionalmente, no âmbito do “PEDIDO DE CONFIDENCIALIDADE DE DOCUMENTO REFERENTE À 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. (PROCESSO CVM Nº 19957.001669/2016-13)”, protocolado nessa data aos cuidados do Presidente desta CVM (“Pedido”), são apresentadas também diversas informações acerca dos valores e volumes de produtos agropecuários que são comprados pela Devedora, inclusive carne que é, inequivocamente, um produto agropecuário e, juntamente com eventuais outros produtos de origem pecuária, serão o lastro da operação objeto do Ofício, bem como em relação ao percentual que isso representa do total de compras da Devedora.

Assim, com base nas informações constantes do Pedido e sem mencionar qualquer outra, cabe concluir que a Devedora é um importante participante da cadeia produtiva do agronegócio em função de ser um comprador recorrente de tais produtos, e que carne e eventuais outros produtos de origem pecuária mencionados acima podem ser utilizados como lastro da operação objeto do Ofício. Além disso, ressalta-se que quase a totalidade da receita da Devedora decorre da posterior comercialização desses produtos, seja de forma isolada (como é o caso de batata por exemplo) ou misturada (como é o caso de

sandwiches).”

41. Em 08/06/2016, após ter conhecimento do Parecer PFE, as Requerentes enviaram nova manifestação, conforme mencionamos no parágrafo 32 acima, com o seguinte teor:

“A fim de subsidiar as discussões sobre o assunto junto às áreas técnicas e ao Colegiado da CVM, se for o caso, o Coordenador Líder e a Emissora pretendem apresentar, em breve, um parecer jurídico, elaborado por Renato Buranello e Otavio Yazbek, que explore de modo mais detalhado a estrutura da emissão e suas consequências à luz desse dispositivo e outras normas aplicáveis. Entendemos que se trata de uma forma de colaborar com uma discussão que é extremamente importante não apenas para a presente operação, mas também para o desenvolvimento do mercado como um todo.

Não obstante, o Coordenador Líder e a Emissora gostariam de antecipar na presente correspondência, ainda que brevemente, alguns motivos pelos quais discordam das interpretações ali esposadas, dividido este documento entre as seguintes seções: (i) abrangência da Lei nº 11.076/04; (ii) inadequação do precedente da Rede D’Or São Luiz S.A. (Processo CVM nº RJ2012/12177) (“Precedente Rede D’Or”) para o caso em tela; (iii) reflexos tributários sobre a atividade desta d. CVM; e (iv) conclusão e pedido de remessa do Processo ao Colegiado desta D. CVM.

1. ABRANGÊNCIA DA LEI Nº 11.076/04

É importante notar, inicialmente, que a exposição de motivos da Lei nº 11.076/04 é apenas uma das várias fontes de interpretação do disposto no seu art. 23, § 1º. A exposição pode servir como um recurso hermenêutico adicional em casos menos evidentes de caracterização de um direito creditório como do agronegócio, mas ela certamente não se presta a contradizer o que a leitura daquele dispositivo permite concluir.

O Memorando, baseando-se na exposição de motivos, se equivoca ao pretender restringir a definição que consta da Lei nº 11.076/04 a direitos creditórios que envolvam “agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos” ou “bancos que operam o SNCR” com base naquela exposição. Trata-se de uma interpretação que decididamente não encontra fundamento na redação do art. 23, § 1º, que é muito mais ampla e permite que relações creditícias estabelecidas entre produtores rurais e muitos outros agentes típicos da cadeia de agronegócio sirvam de lastro a uma operação de securitização nos moldes previstos na Lei nº 11.076/04.

*O entendimento da CVM e da própria área técnica em casos passados, aliás, nunca foi o de que os direitos creditórios são apenas aqueles que envolvam os agentes nominalmente citados pelo Memorando. A referência **meramente exemplificativa** a esses agentes na exposição de motivos da Lei nº 11.076/04 não deveria subverter a definição consagrada pelo legislador no art. 23, § 1º.^[8]*

Além disso, o Memorando ignora as demais referências constantes da mesma exposição de motivos, que menciona, por exemplo, a atividade de comercialização de produtos agrícolas (referência aos “traders”) e o seu histórico de participação como financiador do agronegócio. Excluir os agentes que fazem a comercialização de produtos agropecuários seria limitar determinados agentes da cadeia produtiva do agronegócio que, historicamente,

sempre financiaram o setor (em alguns momentos até em montantes superiores ao sistema bancário tradicional).

Sem prejuízo dos pareceres acima referidos, em que a matéria será analisada com mais vagar, vale antecipar nesta correspondência alguns pontos que entendemos ser relevantes acerca das atividades de processamento e distribuição de alimentos como integrantes das cadeias agroindustriais.

O processo de transformação da agricultura acompanhou a evolução do setor agrícola norte-americano. Nesse contexto, devido aos estudos dos professores da Universidade de Harvard, John Davis e Ray Goldberg, surgiu em 1957 o termo agribusiness, que reconhece, na nova realidade da agricultura, a utilização de diversos processos produtivos e de serviços. Segundo esses autores, agribusiness é "a soma das operações de produção e distribuição de suprimentos, das operações de produção nas unidades agrícolas, do armazenamento, processamento e distribuição dos produtos agrícolas e itens produzidos a partir deles." Assim, tal processo engloba os fornecedores de bens e serviços à agricultura, os produtores agrícolas, os processadores, transformadores e distribuidores envolvidos na geração e no fluxo dos produtos agrícolas até o consumidor final.

Uma cadeia de produção é definida a partir da identificação de determinado produto final, que decorre da utilização de processos técnicos, comerciais e logísticos necessários. Procurando sistematizar as características da cadeia industrial, podemos destacar: a) sucessões de operações de transformação encadeadas, passíveis de serem separadas ou ligadas entre si por um procedimento técnico; b) conjunto de relações comerciais e financeiras que estabelecem, entre todos os estágios de transformação, um fluxo de troca entre fornecedores; e c) conjunto de ações econômicas que permitam a valorização dos meios de produção e assegurem a articulação de operações de comercialização final dos produtos e subprodutos.

O conceito de agribusiness visa, assim, a dar amplitude ao termo agricultura, estendendo-o após a porteira em todas suas relações e desdobramentos de mesmo sentido econômico. Em síntese, o agribusiness é composto por inúmeros sistemas ou cadeias agroindustriais (CAIs). Nas cadeias agroindustriais participam todos os envolvidos na produção, processamento e marketing e distribuição de produto específico. Em especial, aqui, segmento "depois da porteira": composto por etapas de processamento, logística e distribuição de produtos até o consumo final. Envolvem diferentes tipos de agentes econômicos, processos de logística, consumidores e empresas exportadoras.

O conceito de direto creditório do agronegócio deve, assim, relacionar os negócios jurídicos às atividades econômicas organizadas de fabricação e fornecimento de insumos, produção, processamento, beneficiamento e transformação, comercialização, armazenamento, logística e distribuição de produtos, subprodutos e resíduos de valor econômico agrícolas, pecuários, de reflorestamento e pesca, bem como seus subprodutos e resíduos de valor econômico. Este complexo agroindustrial compreende o conjunto de atividades relacionadas à produção agropecuária, em sentido amplo. Tais processos de produção envolvem um conjunto de atividades que se inter-relacionam, representadas pela produção agrícola, pecuária, pesca e silvicultura, com a agroindústria, logística e distribuição de alimentos, comercialização interna e internacional.

Parece-nos evidente que o § 1º do artigo 23 da Lei nº 11.076/04 buscou fazer clara analogia a tal arcabouço conceitual, ainda que, com alguma imprecisão técnica na forma exemplificativa, ele tenha acabado também por permitir uma interpretação gramatical taxativa. Esse tipo de interpretação, porém, não mantém qualquer coerência com a necessidade de uma interpretação sistemática do conceito de cadeia agroindustrial e com a sua relação com a integração de atividades econômicas relacionadas – trata-se de uma visão reducionista.

Vale mencionar, inclusive, que a própria lei que dispõe sobre a Política Agrícola Brasileira, ao se referir à atividade agrária, o faz utilizando um conceito bastante amplo, que inclui a produção, o processamento e a comercialização dos produtos agrícolas, subprodutos e derivados, serviços agrícolas, pecuários, pesqueiros e florestais. O legislador brasileiro nesta ocasião (ao nosso ver, acertadamente), abriu a possibilidade da inclusão do paradigma da multifuncionalidade.

A esse respeito, data vênua, entendemos que o Parecer faz conclusão que afronta diretamente o texto do já referido § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04.

*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, **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. (grifos nossos)*

*Como se pode ver, o legislador utilizou termos como “negócios realizados”, “terceiros” e “relacionados”, permitindo um alargamento que o Parecer não reconhece. Ou seja, em nenhum momento a Lei nº 11.076/04 restringe a utilização de tais títulos do agronegócio a **empresas** que atuam apenas no ciclo de produção. Além disso, a referida legislação admite que seriam vinculados a uma emissão de CRA operações decorrentes de negócios celebrados com terceiros e que tenham relação com as atividades do agronegócio.*

O mercado é uma forma de governar as transações econômicas e local onde se relacionam compradores e vendedores, através do conjunto de institutos jurídicos que garantem as trocas. Assim, no complexo agroindustrial, é possível, atualmente, destacar o mercado agroalimentar como conjunto das atividades que concorrem à formação e a distribuição dos produtos alimentares e, em consequência, o cumprimento da função de alimentação e o mercado agroindustrial, que é formado através das atividades que concorrem à obtenção de produtos oriundos do agronegócio não destinados à alimentação, mas aos sistemas energético, madeireiro, couro e calçados, papelão e têxtil.

Face à centralidade da alimentação em todo o processo, pode-se destacar o que se denominaria “setor de atividades agroalimentares”. Esse setor é constituído pelas empresas cuja atividade principal concerne aos “produtos de origem agrícola destinados à alimentação”. Esse setor pode ser dividido em subsetores de acordo com as funções desempenhadas: o de produção (agricultura); o de transformação (indústrias agrícolas e alimentares); o de distribuição; e o de restauração. Nesse sentido, estabelecimentos que

processam e comercializam alimentação formam categoria que integram uma das pontas das cadeias agroindustriais existentes.

Além disso, mostrou-se evidente a aproximação e a possibilidade de que se confundam determinados limites que originalmente circunscreviam a agricultura e a pecuária, tais como atividades produtivas primárias, em relação àqueles que, a princípio, seriam próprios às chamadas atividades secundárias e terciárias, quais sejam, a indústria e o comércio e, em especial, outras como a prestação de serviço.

Não é por outra razão que, de modo proporcional ao aumento de atividades que possam ser consideradas como tipicamente agroindustriais, afloram também espécies de contratos específicos que têm por objeto regular os interesses daí surgidos. As atividades podem também ser diferentes, mas ainda assim coordenadas no interesse comum de diferentes empresários e vinculadas a um ciclo de produção, distribuição e consumo. É disso que se está, na operação objeto do processo em referência, tratando.

2. INADEQUAÇÃO DO PRECEDENTE REDE D'OR PARA O CASO EM TELA

O Parecer fundamenta suas conclusões, em parte, no Precedente Rede D'Or. Entendemos que as considerações trazidas no âmbito daquele precedente (e, em especial, na manifestação proferida pela Procuradoria naquela ocasião) não se aplicam ao presente caso.

Em primeiro lugar, porque a decisão então proferida pelo Colegiado não pôde, afinal, ser rediscutida. Os próprios termos da manifestação da Procuradoria à época, invocados pelo Parecer, não foram referendados pelo Colegiado.

Em segundo lugar, porque a transposição dessa discussão para o universo dos títulos do agronegócio é inadequada. Há, na Lei nº 11.076/04, uma definição de direitos creditórios do agronegócio que é incompatível com as muitas interpretações que surgiram em razão da redação lacônica da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.

Tais argumentos serão melhor explorados oportunamente, nos pareceres que serão juntados a este processo.

3. INCOMPATIBILIDADE DE FUNÇÃO DESTA D. CVM QUANTO À ANÁLISE DO BENEFÍCIO FISCAL

Outro argumento invocado pelo Parecer em favor da interpretação restritiva mencionada acima é a existência de benefícios fiscais para determinados adquirentes de CRA.

O Coordenador Líder e a Emissora entendem que a classificação de um direito creditório como sendo do agronegócio, sobretudo naquilo que compete à CVM, não guarda qualquer relação com as alíquotas de imposto eventualmente vigentes à época de uma ou outra oferta. Essa interpretação deve ser feita, se for o caso, pela Receita Federal do Brasil, que já dispõe de uma série de mecanismos legais e regulamentares, além de um corpo técnico preparado e de um mandato legal expresso nesse sentido.

A incompatibilidade das funções institucionais desempenhadas por cada um desses órgãos é evidente. Não faz sentido entender, na linha do que esse argumento em última análise implica, que as decisões técnicas da CVM a

respeito da legislação que lhe incumbe interpretar, fiscalizar e cumprir subordinam-se às considerações de órgãos com preocupações e vieses absolutamente distintos.

4. CONCLUSÃO E PEDIDO DE REMESSA DO PROCESSO AO COLEGIADO DESTA D. CVM, EM CASO DE DISCORDÂNCIA AOS ARGUMENTOS APRESENTADOS

Sendo o que cumpria para o momento, o Coordenador Líder e a Emissora reforçam sua disposição de contribuir para as discussões suscitadas pelo Parecer e pelo Memorando e entendem que esta é uma oportunidade adequada para aclarar temas que vêm suscitando incerteza e preocupações no mercado.

Por isso mesmo, reiteram que apresentarão, em breve, um parecer jurídico para balizar as questões envolvidas na Oferta.

Caso, após análise do exposto na presente correspondência e no parecer jurídico mencionado acima, esta D. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários entenda pela improcedência do pedido de registro da Oferta e/ou inadmissibilidade da concessão do respectivo registro, solicitamos a remessa do Processo ao Colegiado desta D. CVM, com efeito suspensivo, de forma a não correr o prazo disposto na Instrução CVM 400/03."

42. Em 13/06/2016, as Requerentes encaminharam Parecer das lavras de Renato Buranello e Otávio Yazbek com suas opiniões sobre a emissão em tela, o qual se encontra transcrito abaixo:

"PARECER

I. INTRODUÇÃO

1.1. Fomos consultados sobre determinados aspectos relacionados a certificados de recebíveis do agronegócio ("CRA") e aos direitos creditórios que lhes podem servir de lastro, no contexto de uma oferta de CRA que serão emitidos pela ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A. ("Emissora" ou "Ofertante") e coordenada pela XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A. ("Coordenador Líder" ou "XP").

1.2. Em 07/03/2016, a Emissora e o Coordenador Líder protocolaram, na Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"), pedido de registro de oferta pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio da 79ª série da 1ª emissão da Emissora ("Oferta"). A Oferta, que tem como destinatários investidores qualificados, prevê a emissão de inicialmente 150.000 CRA com valor nominal unitário de R\$1.000,00, perfazendo o valor total de R\$150.000.000,00.

1.3. Os CRA terão como lastro direitos creditórios do agronegócio representados por debêntures simples, não conversíveis em ações, quirografárias e emitidas em série única pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (as "Debêntures"; e "Devedora" ou "Burger King").

1.4. Os recursos obtidos com a Oferta serão utilizados pela Devedora para o pagamento de prestações devidas em contratos de fornecimento de produtos agropecuários celebrados entre a Devedora e fornecedores de produtos à base de carne bovina in natura ("Contratos" e "Fornecedores"), a exemplo de contrato celebrado com a JBS S.A em 01/12/2014. Mais especificamente, os Contratos têm como objeto a aquisição de carne moída bovina a ser utilizada como insumo para os sanduíches comercializados nos restaurantes do Burger

King.

1.5. A operação será realizada de acordo com os seguintes passos:

- (i) O Burger King emitirá as Debêntures nos termos da Escritura de Emissão das Debêntures;
- (ii) As Debêntures serão subscritas, de forma privada, pela W2DMA Comércio de Alimentos Ltda. (“Cedente”), subsidiária do Burger King;
- (iii) A Cedente cederá as Debêntures à Emissora, que emitirá os CRA, nelas lastreados;
- (iv) O Coordenador Líder distribuirá os CRA por meio de oferta pública;
- (v) Os recursos obtidos com a oferta pública serão destinados à Cedente para que esta integralize as Debêntures já subscritas;
- (vi) A Devedora utilizará os recursos assim obtidos para o pagamento de prestações devidas no âmbito dos Contratos; e
- (vii) A Devedora pagará os recebíveis oriundos das Debêntures à Emissora que, por sua vez, os repassará aos investidores.

1.6. O pedido de registro da Oferta, contudo, foi objeto de exigências por parte da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) da CVM, que, após algumas correspondências trocadas com a Emissora e o Coordenador Líder, considerou que, a princípio, as Debêntures não poderiam servir de lastro aos CRA.

1.7. As conclusões da SRE nesse sentido são apresentadas nos ofícios endereçados à Emissora e ao Coordenador Líder, bem como no Memorando nº 51/2016-CVM/SRE/GER-1, por meio do qual a SRE solicita a manifestação da Procuradoria Federal Especializada junto à Comissão de Valores Mobiliários (“PFE” ou “Procuradoria”) sobre a estrutura da Oferta (“Memorando”).

1.8. A Procuradoria, em seu Parecer nº 00067/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (“Parecer”), apresentou conclusões no mesmo sentido da SRE, entendendo, em síntese, que as Debêntures não caracterizariam direitos creditórios do agronegócio, de acordo com o art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004 (“Lei nº 11.076/04”), e, portanto, não poderiam servir de lastro aos CRA.

1.9. De forma geral, a SRE e a PFE embasam sua conclusão em dois principais argumentos:

- (i) O Burger King não integra a cadeia do agronegócio; e
- (ii) Os direitos creditórios que servem de lastro aos CRA, representados pelas Debêntures, dependem essencialmente do fluxo de caixa do Burger King e, portanto, não estão diretamente relacionados ao setor do agronegócio.

1.10. A Emissora e o Coordenador Líder consultaram-nos, então, sobre os argumentos invocados pela SRE e pela PFE, bem como sobre a regularidade da estrutura descrita acima, para fins de caracterização dos direitos creditórios oriundos das Debêntures como do agronegócio.

1.11. Este parecer se encontra dividido em seis seções. Além desta introdução, a segunda seção explora a evolução do setor agropecuário e a formação dos sistemas agroindustriais. A terceira seção discute a definição de direitos creditórios na Lei 11.076/04, com destaque para seus aspectos objetivo e subjetivo e para a posição concreta do Burger King na cadeia do agronegócio. A quarta seção explora a referência da Procuradoria ao Processo CVM nº RJ2012/12177, como um suposto paradigma para a Oferta. A quinta seção explora os reflexos que normas de natureza tributária podem ter sobre a interpretação de dispositivos da Lei nº 11.076/2004 pela CVM e a sexta seção conclui.

II. A EVOLUÇÃO DO SETOR AGROPECUÁRIO E A FORMAÇÃO DOS SISTEMAS AGROINDUSTRIAIS

2.1. Antes de aprofundar os temas que envolvem maior reflexão e esforço interpretativo, é imperioso abordar a evolução histórica e, principalmente, tecnológica pela qual a atividade agropecuária vem passando nas últimas décadas.

2.2. Para tanto, cumpre definir inicialmente o que se entende por "atividade agropecuária". No senso comum, o vocábulo "agropecuária" relaciona-se à "teoria e prática da agricultura e pecuária", sendo estas últimas, por sua vez, a "arte de cultivar a terra" e a "criação de gado", respectivamente.

2.3. O fato é que essa definição do termo "agropecuária" (e, conseqüentemente, da expressão "atividade agropecuária") designa, na prática, muito "menos" do que atualmente se exerce no contexto agroindustrial. Como bem coloca o professor da Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP) e membro do Centro de Conhecimento em Agronegócio (Pensa) Marcos Fava Neves:

"Hoje uma fazenda apresenta uma arquitetura diferente. É um conjunto de contratos e agentes articulados, com insumos, revendas, prestadores de serviços, técnicos, comercializadores e outros. A fazenda fica cada vez mais enxuta, eficiente e empresarial. Mudam o perfil e a imagem do fazendeiro, para muito melhor e para um moderno empresário" (grifamos).

2.4. Com efeito, a atividade agropecuária em sentido lato está hoje inegavelmente inserida no âmbito do chamado "Sistema Agroindustrial", melhor descrito e apresentado adiante. Ela vem sofrendo profundas transformações desde o último século e não já deve ser encarada como uma atividade rústica e de subsistência, mas como o resultado de um amplo, desenvolvido e muitas vezes complexo entrelaçamento de negócios jurídicos com finalidade de lucro, que compreende toda e qualquer atividade econômica ligada ao cultivo, desenvolvimento, exploração e melhoramento da terra, plantações, lavouras, culturas, bem como à cria e recria de animais.

2.5. De fato, diante do enorme avanço tecnológico e da integração de diversos segmentos ligados ao campo, é certo que, hoje, as atividades econômicas ali desenvolvidas devem ser compreendidas à luz de um contexto maior. Isso é verdade seja pela evolução das técnicas de cultivo e desenvolvimento de lavouras e rebanhos, seja em virtude das novas e sofisticadas formas de transporte, armazenagem, processamento e comercialização da produção, seja ainda em razão do largo espectro que pode envolver a industrialização e

consumo desses bens.

2.6. *Nesse sentido, dada a atual dinâmica dos negócios realizados entre os agentes integrantes das atividades relacionadas à produção, comercialização e industrialização de produtos agropecuários, impõe também considerar a sua relação com agentes que atuam em outros setores, como será destacado a seguir.*

Cadeias ou Sistemas Agroindustriais

2.7. *O conceito de "Cadeias Agroindustriais" ou "Sistemas Agroindustriais" tem em seu cerne a noção de inter-relação entre atividades econômicas. Ele representa a unicidade de todos os agentes relacionados às atividades agropecuárias e subsequentes processos de transformação, beneficiamento, industrialização e comercialização.*

2.8. *Em outras palavras, esse conceito evidencia o caráter sistêmico que resulta da influência de cada agente sobre os demais, manifestada concretamente pela criação e o fortalecimento de uma relação de interdependência que afasta a antiga e tradicional divisão econômica dos setores agrícola, industrial e de serviços – setores esses que já não podem ser encarados, estudados, entendidos e analisados de forma isolada .*

2.9. *Os precursores daquele conceito no mundo, Ray A. Goldberg e John Davis, atribuíram ao "Sistema Agroindustrial" a função fundamental de provisionar as necessidades nutricionais dos consumidores finais. Assim, ele deve compreender todos os participantes relacionados à produção, processamento e comercialização de produtos agropecuários, desde os insumos utilizados na produção até o consumidor.*

2.10. *Sobre o conceito acima aludido, o pioneiro e ilustre fomentador do tema no Brasil, o Doutor em Economia e também membro do Centro de Conhecimento em Agronegócio (Pensa) Décio Zylbersztajn destaca:*

"No início dos anos 1990, o conceito de cadeias de agronegócios difundiu-se no Brasil. Passou-se a discutir não mais o setor agrícola isoladamente, mas também o suprimento e a distribuição, seja para a definição de políticas agroindustriais, seja para a definição de estratégias privadas. Universidades em todo o mundo revisaram os seus departamentos de Economia Agrícola, que saíram do tradicional enfoque das políticas públicas e passaram a focalizar os agronegócios, dando um caráter mais aplicado aos programas de ensino e pesquisa" (grifamos).

2.11. *A análise econômica do professor Zylbersztajn não deixa dúvida quanto à evolução da atividade agropecuária no mundo: ela não deve mais ser analisada de forma segregada e separada das demais atividades econômicas não ligadas diretamente à exploração da terra. Como toda análise econômica, a deste ilustre professor reconhece um fato, vale dizer, a notória evolução tecnológica e das relações que permeiam a atividade agropecuária.*

2.12. *Essa interdependência e o estreitamento entre os agentes desse sistema é claramente identificável e ganham destaque nas palavras de Massilon J. Araújo:*

"A concepção de sistemas agroindustriais ou de cadeias produtivas, ou de cadeias de valor, visualiza o agronegócio de

forma integrada e inter-relacionada entre os diversos agentes que o compõem, bem como as atividades efetuadas entre si."

2.13. *Mario Otávio Batalha complementa a questão da seguinte forma:*

"Vale destacar que, embora conceitualmente apta a empreender análises setoriais como as comumente efetuadas pelas ferramentas analíticas clássicas da organização industrial, a análise em termos de cadeia de produção é especialmente adaptada à problemática do sistema agroindustrial. Ela permite, através de cortes verticais, uma segmentação fina do sistema agroindustrial, de tal forma que o espaço de análise observado possa efetivamente corresponder ao campo privilegiado da ação estratégica da empresa, da qual fazem parte as ações estratégicas ligadas à tecnologia."

2.14. *Uma vez claramente colocadas as mais recentes e desenvolvidas abordagens econômicas sobre o tema em debate, vale lembrar que cabe ao Direito, reconhecidos e analisados os fatos, especialmente quando trabalhados pela ciência econômica, estabelecer as regras para o seu melhor desenvolvimento, bem como fiscalizar a sua efetividade e real abrangência, sob pena de não alcançar os fins sociais que lhe são impostos. Nessa linha, em complemento ao enfoque econômico do tema e seguindo a mesma linha de pensamento na esfera jurídica, Renato Buranello descreve que o "Sistema Agroindustrial" consiste em um "conjunto de relações contratuais e institucionais de caráter dinâmico dos integrantes da atividade econômica agroindustrial."*

2.15. *Assim, temos conosco que é exatamente esse conceito de "Sistema Agroindustrial" que permeou a criação da Lei nº 11.076/04 e, conseqüentemente, a própria expressão "direito creditório" ali trazida, a qual está inserida nesse contexto de atividades econômicas realizadas entre os agentes econômicos que integram tal sistema. Vale esclarecer que, apesar da interdependência entre os agentes existe, para fins didáticos, o entendimento sedimentado de que o "Sistema Agroindustrial" pode ser analisado mediante três segmentos específicos que se complementam:*

- a) Segmento antes da porteira: engloba os insumos para a atividade agropecuária, as relações de produtores de insumos com agropecuaristas e os serviços agropecuários;*
- b) Segmento dentro da porteira: é constituído pela produção propriamente dita, desde o preparo para a produção até a obtenção do produto para a comercialização; e*
- c) Segmento depois da porteira: segmento composto por etapas de processamento e distribuição de produtos até o seu consumo final. Envolve diferentes tipos de agentes econômicos, processos de logística, prestadores de serviço, consumidores (mercado interno) e empresas exportadoras (mercado externo).*

2.16. *Nesse sentido, o "Sistema Agroindustrial" envolve, de forma genérica, as seguintes funções:*

- "- suprimentos à produção agropecuária;*
- produção agropecuária propriamente dita;*

- transformação;
- acondicionamento;
- armazenamento;
- distribuição;
- consumo;
- serviços complementares (publicidade, bolsas de mercadorias, políticas públicas etc.)" .

2.17. Feitas essas breves considerações sobre o atual estágio de desenvolvimento econômico da atividade agroindustrial e das relações negociais que integram o setor, passaremos a analisar a expressão "direito creditório", tal como prevista na Lei 11.076/04.

III. O CONCEITO DE "DIREITO CREDITÓRIO DO AGRONEGÓCIO": ASPECTOS OBJETIVOS E SUBJETIVOS

3.1. A definição (e a própria abrangência) da expressão "direitos creditórios" trazida na Lei nº 11.076/04 tem gerado discussões e entendimentos distintos sobre o tema, o que, por si só, acaba limitando o alcance da norma e impedindo-a de atingir sua finalidade.

3.2. Embora se refira em inúmeras passagens à expressão "direitos creditórios", a Lei nº 11.076/04 não chega a defini-la de forma direta; ela, contudo, contextualiza tal expressão no §1º de seu artigo 23, que, referindo-se aos títulos do agronegócio criados por essa lei, assim dispõe:

“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, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária” (grifamos).

3.3. A compreensão e a melhor interpretação desse conceito têm se mostrado de fundamental importância para o desenvolvimento das operações de securitização, notadamente em relação aos títulos de crédito criados pela mesma Lei nº 11.076/04, que incluiu no sistema jurídico brasileiro os comumente denominados "novos títulos do agronegócio", tal como o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Letra de Crédito de Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), todos eles vinculados, como se viu, a "direitos creditórios" originados na cadeia do agronegócio.

3.4. Fica claro que o melhor entendimento e definição da questão é de fundamental importância para o desenvolvimento do setor agroindustrial, especialmente para o financiamento dessa atividade pela iniciativa privada, dada a incapacidade do crédito público de gerar os recursos necessários e suficientes ao desenvolvimento desse setor tão importante da economia. Torna-se primordial, portanto, a criação de instrumentos seguros aos interesses dos investidores e que possibilitem aos tomadores de recursos do setor agroindustrial amplo acesso a linhas de crédito mais atrativas e, ao longo do tempo, mais baratas, com o consequente desenvolvimento de todas as cadeias

agroindustriais nacionais.

3.5. Uma primeira leitura daquele dispositivo poderia nos levar à equivocada conclusão de que somente os negócios realizados por pessoas físicas ou jurídicas que desenvolvam atividade de produção agropecuária primária, pesqueira ou silvicultural estariam aptos a originar "direitos creditórios do agronegócio".

3.6. Tal interpretação, contudo, diminui a abrangência dos negócios eficazes à formação dos referidos direitos creditórios e foge claramente à vontade do legislador, que, conforme a motivação da própria lei, é a do financiamento de toda a cadeia agroindustrial, como se pode ver no destaque da necessária inter-relação das atividades econômicas referidas no próprio §1º do artigo 23.

3.7. Nesse aspecto, parece-nos que a melhor interpretação das normas, princípios e conceitos que permeiam as relações jurídicas havidas no âmbito do sistema agroindustrial remete a um conjunto sistemático de atividades e agentes que englobam os segmentos "antes, dentro e depois da porteira", criando-se assim uma dinâmica moderna, eficaz e desenvolvimentista do setor. De fato, a inteligência do §1º do artigo 23 da Lei nº 11.076/04 parece ter buscado exemplificar, ainda que com certa imprecisão técnica, todo esse conjunto sistemático de atividades.

3.8. Ao nosso ver, portanto, e conforme a própria normatização hoje existente, o caráter objetivo da Lei nº 11.076/04 percorre todas as atividades que compõem determinada Cadeia Agroindustrial. Por sua vez, o caráter subjetivo da Lei nº 11.076/04 alcança todos aqueles sujeitos que desenvolvam suas atividades no âmbito de determinada Cadeia Agroindustrial. Daí porque esta lei traz à tona a questão dos negócios realizados por "terceiros", não se limitando, de forma equivocada, a geração de "direitos creditórios" para os fins a que a norma se propõe.

3.9. Vale ressaltar que, já no início dos anos 90, a própria Lei nº 8.171, de 17 de janeiro de 1991, que dispõe sobre a Política Agrícola Brasileira, referiu-se à atividade agrária de forma bastante ampla, incluindo a produção, o processamento e a comercialização dos produtos agrícolas, subprodutos e derivados, serviços agrícolas, pecuários, pesqueiros e florestais. Nota-se que já não é de hoje, portanto, que o legislador brasileiro abriu a possibilidade da inclusão do paradigma da multifuncionalidade, reconhecendo claramente o caráter sistêmico da atividade agroindustrial, através de suas diversas cadeias.

3.10. A evolução da agroindústria evidenciou a confusão dos limites que originalmente circunscreviam a agricultura e a pecuária, tais como atividades produtivas primárias, com os limites que em princípio caracterizariam as chamadas atividades secundárias e terciárias. Do ponto de vista prático, essa confusão se manifesta em uma sobreposição com a indústria, o comércio e, em especial, com a prestação de serviços.

3.11. Não é por outra razão que, de modo proporcional ao aumento de atividades que possam ser consideradas como tipicamente agroindustriais, afloram também espécies de contratos específicos que têm por objeto regular os interesses daí surgidos. As atividades podem ser diferentes, mas ainda assim coordenadas no interesse comum de diferentes agroempresários e vinculadas a um ciclo de produção, distribuição e consumo .

Aspectos subjetivos

3.12. *Feitos esses comentários iniciais sobre a abrangência do conceito de "direitos creditórios do agronegócio" e dos "Sistemas Agroindustriais", examinaremos mais profundamente o caso concreto em seu aspecto subjetivo, ou, em outras palavras, considerando o agente originador dos "direitos creditórios do agronegócio".*

3.13. *A descrição da estrutura do CRA indica a participação de diversos agentes inter-relacionados na Oferta, cada qual com funções específicas. Na qualidade de agente originador dos créditos que serão utilizados como lastro na emissão do CRA, o Burger King apresenta-se como o personagem principal da operação.*

3.14. *Dado esse cenário, temos como bastante claro o enquadramento do Burger King no "Sistema Agroindustrial" e, portanto, sua caracterização como um originador de "direitos creditórios do agronegócio", pelos motivos abaixo dispostos.*

3.15. *Tal como referido acima, é importante lembrar que há, dentro do "Sistema Agroindustrial", várias cadeias agroindustriais direcionadas a diversos e distintos mercados, dentre os quais se destaca o mercado agroalimentar, entendido como um conjunto de atividades que concorrem para a formação e a distribuição dos produtos alimentares e, em consequência, para o cumprimento da função de alimentação. Face à centralidade da alimentação em todo o processo, pode-se mesmo destacar um "setor de atividades agroalimentares".*

3.16. *Esse setor é constituído, portanto, por empresas cuja atividade principal tem relação com produtos de origem agrícola destinados à alimentação, podendo ainda, tal setor, ser subdividido conforme as várias funções desempenhadas: produção, transformação, distribuição e restauração .*

3.17. *Com efeito, uma cadeia de produção representa um conjunto de relações comerciais e financeiras que estabelecem, em todos os seus segmentos, um fluxo de troca contínuo. Esse conceito utiliza a noção de sucessão de etapas produtivas, desde a produção de insumos até o produto final. Nesse sistema, é importante destacar a importância dada ao consumidor final como agente dinamizador da cadeia de produção e, aqui, como elo final da cadeia agroindustrial .*

3.18. *Mais especificamente, a cadeia de produção da carne bovina brasileira pode ser representada de forma simplificada por três grandes segmentos: a produção de matéria-prima, o setor de abate e processamento e o mercado consumidor. Cada um dos segmentos, que constituem parte de um macroambiente, possui interesses próprios e estão intra e interligados por fluxos físicos de produtos e monetário, bem como por um fluxo de informações.*

3.19. *O mercado consumidor acima tratado, no sentido de último figurante da cadeia agroindustrial, está intimamente relacionado aos serviços de alimentação, comumente chamados de foodservice, um dos setores responsáveis pela distribuição e processamento dos alimentos dentro de um "Sistema Agroindustrial".*

3.20. *O foodservice atende alta demanda de alimentos processados, principalmente em virtude do maior comprometimento com a padronização, quantidade e qualidade. Nesse contexto, a demanda por carne processada deve ser considerada como parte final da cadeia agroindustrial, como o momento*

em que o produto de origem agropecuária será destinado para consumo da população em geral.

3.21. Os serviços prestados por um foodservice compõem de modo fundamental uma cadeia produtiva de alimentos ou mercado agroalimentar e não devem ser confundidos com os setores que atuam no mercado de varejo. Esta distinção entre o foodservice e os demais setores está evidenciada principalmente pelo tratamento distinto em termos de planejamento, desenvolvimento de novos produtos e ações de marketing que o foodservice deve realizar para manter seus serviços.

3.22. Adicionalmente, como destinatário da produção situado na ponta das cadeias agroindustriais, o setor de foodservice tem ajudado a alavancar diversos setores agroindustriais no mundo, visto que, em países com maior nível de desenvolvimento econômico, pesquisas indicam que grande parte do consumo de alimentos é realizado fora de casa. As indústrias de alimentos e produtores têm percebido, cada vez mais, que o setor de foodservice é um importante e crescente canal de distribuição de seus produtos.

3.23. Inobstante figurar no elo final da cadeia, ou seja, atuando na comercialização de produtos agroindustriais junto ao consumidor final, as atividades realizadas pelo Burger King inserem-se na cadeia do agronegócio porque se caracterizam como beneficiamento de insumos agropecuários.

3.24. Mais até: tais atividades podem, ainda, ser consideradas típicas de um processo de industrialização, visto que, conforme o parágrafo único do artigo 46 do Código Tributário Nacional, considera-se industrialização, para fins tributários, qualquer operação que, relativamente a um bem, "lhe modifique a natureza ou a finalidade, ou o aperfeiçoe para o consumo". Este entendimento é reforçado pelo Regulamento do Imposto sobre Produtos Industrializados (RIPI), que em seu artigo 4º dispõe:

"Art. 4º. Caracteriza industrialização qualquer operação que modifique a natureza, o funcionamento, o acabamento, a apresentação ou a finalidade do produto, ou o aperfeiçoe para o consumo, tal como:

I – a que, exercida sobre matérias-primas ou produtos intermediários, importe na obtenção de espécie nova (transformação);

II – (...)

III – a que consista na reunião de produtos, peças ou partes e de que resulte um novo produto ou unidade autônoma, ainda que sob a mesma classificação fiscal (montagem);

(...)"

3.25. Não é apenas a legislação tributária que trata os serviços prestados pelo Burger King como industrialização. Os autores especializados em direito tributário vão pelo mesmo caminho. Citando Marçal Justen Filho, José Eduardo Soares de Melo assim define industrialização:

"Compreendem-se por industrialização as atividades materiais de produção ou beneficiamento de bens, realizadas em massa, em série, estandardizadamente; os bens industrializados surgem como

espécimes idênticos dentro de uma classe ou de uma 'série intensivamente produzida' (ou produtível, 'denotando homogeneidade não personificada nem personificável de produtos'); sendo certo que industrializar, em suma, é conceito que reúne dois requisitos (aspectos) básicos e necessários, quais sejam: a) alteração da configuração de um bem material; b) padronização e massificação."

3.26. Ato industrial é, nesses termos, o conjunto de operações tendente a modificar a essência de um bem corpóreo, transformando-o na de outro; ou tendente a modificar essa essência com o propósito de completá-la por se encontrar em condições inadequadas, imperfeitas ou defeituosas para uso.

3.27. Nesse sentido, considerando a atual legislação tributária, as atividades desenvolvidas pelo Burger King, na qualidade de originador dos "direitos creditórios do agronegócio", abrangendo todos os procedimentos necessários para a destinação dos produtos comercializados de origem agropecuária ao consumidor final, correspondem a um processo de industrialização integrante de um "Sistema Agroindustrial".

3.28. Ao realizar todo o processo para oferecer o produto ao consumidor (no caso, um sanduíche com carne processada), encontra-se um típico processo de industrialização, tendo em vista que há alteração na natureza de alguns itens específicos, em especial na carne processada, além de haver um processo de montagem para formação do sanduíche e, mais ainda, o seu condicionamento em embalagens para sustentar a estrutura do produto e armazená-lo em uma temperatura adequada para consumo por maior tempo possível.

3.29. Configura-se, desta forma, um processo de industrialização de alimentos, com a transformação e a montagem dos produtos pelo Burger King, processo esse suficiente, portanto, para caracterizá-lo como industrial. Mais ainda, o Burger King o acondiciona em embalagens evidentemente necessárias não apenas para apresentação ao consumidor final, mas também para a conservação do produto.

Ainda aspectos subjetivos e alguns precedentes de CRA

3.30. No âmbito de toda essa discussão, é importante notar que a estrutura da Oferta e dos CRA aqui considerados em nada difere de algumas estruturas aprovadas pela CVM em ocasiões anteriores.

3.31. Tome-se como exemplo a Oferta CVM/SRE/CRA/2014/002 (1ª Série da 3ª Emissão de CRA da Gaia Agro Securitizadora S.A.), que teve como objeto CRA lastreados em debêntures de emissão da Coteminas S.A. ("Coteminas" e CRA Coteminas"). A Coteminas pretendia, com os recursos obtidos por meio das debêntures-lastro, adquirir de produtores rurais um insumo agropecuário básico para o seu processo produtivo: algodão.

3.32. Embora a Coteminas não seja, ela própria, um produtor

rural, o fato é que ela se insere na cadeia agroindustrial do algodão, na medida em que se vale, assim como o Burger King, de um insumo de natureza agropecuária para exercer sua atividade fim de comercialização e industrialização. Embora captados pela Coteminas, os recursos beneficiaram diretamente os produtores rurais que lhe forneciam aquele insumo, exatamente como ocorre na Oferta. Nada na estrutura do CRA Coteminas – nem mesmo o fato de a Coteminas não ser, ela própria, uma produtora rural – foi impeditivo para a concessão do seu respectivo registro.

3.33. Outro caso interessante para fins daquelas discussões é o da Oferta CVM/SRE/CRA/2015/007 (72ª Série da 1ª Emissão de CRA da Ofertante), que teve como objeto CRA lastreado em CDCA emitido por companhia do setor de logística, a JSL S.A (“JSL” e “CRA JSL”).

3.34. Embora os direitos creditórios que servissem de lastro àquela emissão estivessem relacionados ao transporte e à entrega de produtos agropecuários (celulose derivada da extração de madeira em toras de eucalipto), a JSL, na qualidade de devedora, era uma empresa do ramo logístico e não propriamente uma produtora rural ou alguém que exercesse apenas atividades relacionadas ao agronegócio. Mais até: os recursos obtidos pela JSL seriam, nos termos do respectivo prospecto, “utilizados na gestão ordinária de seus negócios na forma prevista em seu objeto social”. Isso, no entanto, de modo algum obstou o registro da respectiva oferta.

3.35. Em ambos os casos – CRA Coteminas e CRA JSL –, as sociedades devedoras dos direitos creditórios não integravam de forma visível, direta e exclusiva o setor do agronegócio, mas sem dúvida participavam das cadeias agroindustriais relacionadas às relações negociais de que se originaram tais direitos creditórios.

Aspectos objetivos

3.36. Superado o esclarecimento sobre o Burger King se enquadrar no elo final ou ainda na etapa de industrialização de produtos dentro do “Sistema Agroindustrial”, devemos explorar o caráter objetivo da Oferta, qual seja, a natureza do direito creditório que será utilizado como lastro na emissão do CRA.

3.37. O conceito de debênture largamente difundido considera-a um valor mobiliário emitido por sociedades por ações que representa uma dívida e assegura a seus detentores o direito de crédito contra a companhia emissora. Contudo, uma vez que a Debênture é emitida para uma destinação específica (os recursos obtidos pelo Burger King serão direcionados para o “Sistema Agroindustrial”), parece-nos estar claramente caracterizada uma modalidade de financiamento setorial, tal como ocorreria numa estrutura típica de financiamento por meio de outros títulos de crédito.

3.38. A proposta da emissão da Debênture, conforme se observa da estrutura apresentada pelo próprio Parecer, foi o financiamento de um elo específico do “Sistema Agroindustrial” que o Burger King

integrada. Portanto, todos os recursos oriundos desta Debênture serão diretamente utilizados para o pagamento dos contratos de fornecimento de carne, monetizando-se claramente o elo produtivo da cadeia agroindustrial da carne.

3.39. Nesse contexto, parece claro que, em virtude da destinação específica da Debênture para um setor do agronegócio, ela deve ser encarada como um meio de fomentar a atividade agropecuária e todos os demais segmentos que subsistem conjuntamente, tais como o processamento, distribuição, logística e comercialização.

3.40. Nesse sentido, a Debênture pouco se distancia das demais formas de financiamento do setor. Entendemos que, independentemente do instrumento a ser utilizado para o financiamento, seja a emissão de títulos específicos do agronegócio, seja por meio da formalização de contratos, seja por meio de títulos de dívida, o que nos importa para incluir o instrumento no âmbito do agronegócio é a sua destinação. Resta claro, portanto, que a Debênture utilizada como lastro no âmbito da Oferta caracteriza-se como um "direito creditório do agronegócio" para fins do §1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04.

3.41. A Oferta não é, aliás, o primeiro caso em que a CVM se depara com um CRA cujos direitos creditórios subjacentes eram representados por debêntures. O já referido CRA Coteminas era lastreado em debêntures de emissão da Coteminas S.A., mas a natureza desses títulos não foi, à época, de modo algum impeditiva para o deferimento do respectivo registro.

IV. A REFERÊNCIA AO PROCESSO CVM Nº RJ 2012/12177

4.1. A fim de corroborar as conclusões do Memorando, o Parecer compara o caso da Oferta ao Processo CVM nº RJ2012/12177, julgado pelo Colegiado em 26/03/2013 e em 13/06/2013 (“Caso Rede D’Or”). Menciona o Parecer, mais especificamente, a posição da Procuradoria naquela ocasião, consubstanciada no MEMO/Nº 116/2013/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (“Memorando CRI”).

4.2. O Caso Rede D’Or levou ao conhecimento do Colegiado uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) com lastro em debêntures emitidas por companhia do setor hospitalar, que pretendia destinar os recursos assim obtidos à expansão e construção de prédios hospitalares.

4.3. Embora a SRE tenha, à época, se manifestado favoravelmente à concessão do registro da oferta no Caso Rede D’Or, entendendo que a operação representava um financiamento imobiliário a despeito de o objeto social da devedora não ter relação direta com o setor, o Colegiado da CVM discordou da área técnica e indeferiu o registro, “por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis [que seriam construídos], mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária”.

4.4. A instituição intermediária e a emissora dos CRI protocolaram, então, um pedido de reconsideração, que foi analisado primeiramente pela PFE. Ante as conclusões desfavoráveis a que Procuradoria chegou no Memorando CRI, contudo, a emissora desistiu do pedido e o Colegiado não chegou a se pronunciar sobre seu mérito.

A indefinição legal de “crédito imobiliário” e seus reflexos na jurisprudência da CVM

4.5. *O Caso Rede D’Or é bastante controvertido e exemplifica a dificuldade que o mercado e o próprio regulador têm de, ante o silêncio da Lei n° 9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei n° 9.514/1997”), definir o que é um crédito imobiliário e o que, portanto, pode servir de lastro a um CRI.*

4.6. *A inexistência de uma definição legal de crédito imobiliário levou à consagração, com o passar do tempo, de pelo menos dois entendimentos distintos sobre o assunto: (i) o de que os créditos são (ou devem ser) imobiliários pela destinação dos recursos (isto é, caso os recursos obtidos com uma emissão sejam destinados à construção, reforma ou aquisição de um imóvel), e (ii) o de que os créditos são (ou devem ser) imobiliários pela sua origem (isto é, caso provenham de uma relação locatícia ou da exploração comercial de algum imóvel). A interpretação de que os créditos são imobiliários pela sua origem tem prevalecido na CVM .*

A definição legal de direitos creditórios do agronegócio: caráter subjetivo inconfundível

4.7. *Diferentemente da Lei n° 9.514/97, relativamente aos créditos imobiliários, a Lei n° 11.076/04 contextualizou de forma mais direta o conteúdo dos tais direitos creditórios do agronegócio, em um dispositivo que vale transcrever novamente (art. 23, § 1°):*

“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”.

4.8. *Essa delimitação legal afastou da securitização de créditos do agronegócio parte considerável da insegurança que ainda aflige sua congênere imobiliária. A generalidade que à primeira vista caracteriza tal definição logo cede espaço para o fato de que esse dispositivo se apoia em um critério de identificação relativamente simples: os negócios realizados no âmbito do Sistema Agroindustrial por seus agentes, notadamente o produtor rural, suas cooperativas e terceiros.*

4.9. *A presença do produtor rural, cooperativa ou terceiro não basta, contudo. Ela é qualificada e especificada pela natureza dos negócios de que aqueles direitos creditórios se originam: eles, como se viu, têm relação “com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária”.*

4.10. *O próprio uso da expressão “inclusive”, aliás, permite supor um alargamento desse rol de relações contratuais – pode-se assumir que, além das relações que têm por objeto aqueles fins, outras ainda seriam passíveis de enquadramento.*

4.11. *Sem prejuízo do emprego da expressão “inclusive” e não obstante as (várias) interpretações que podem surgir sobre o alcance de cada uma das*

expressões ao final do dispositivo, o fato é que a Lei nº 11.076/04 deu um passo além de sua equivalente imobiliária e descartou, de pronto, muitas daquelas discussões circulares em torno da definição de crédito imobiliário.

4.12. Daí porque, como se verá, a discussão sobre a natureza corporativa do devedor de determinado crédito (e os riscos que dela decorreriam), que a bem da verdade já não se justifica no mundo imobiliário, tem ainda menos razão de ser no mundo do agronegócio. Na realidade, a transposição dessa discussão imobiliária para o setor do agronegócio torna ainda mais evidente a incorreção de suas premissas.

Risco como elemento estranho à definição legal

4.13. O argumento do Parecer vai, em síntese, nesta linha: ao adquirir os CRA com lastro em debêntures de emissão do Burger King, o investidor se expõe ao risco de crédito deste (já que o adimplemento dos direitos creditórios depende, em última instância, da sua capacidade de pagamento) e, portanto, aos riscos inerentes às atividades por ele desempenhadas.

4.14. Ainda de acordo com a linha de raciocínio adotada pela PFE, essas atividades, balizadas pelo objeto social do devedor e pelas informações divulgadas na seção de fatores de risco do prospecto, são qualitativamente distintas daquelas que se encontram no setor do agronegócio. Elas envolvem, nas palavras da Procuradoria, “riscos típicos do setor de varejo em que atua a Devedora”.

4.15. A PFE afirma, dessa forma, que as debêntures não poderiam servir de lastro aos CRA porque os riscos inerentes às atividades do Burger King não se identificariam exatamente aos riscos inerentes ao setor do agronegócio, e porque, como ocorreu no caso Caso Rede D’Or, “o fluxo de pagamento dos CRA deve estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio”.

4.16. Como já se disse, a transposição desse argumento para o universo do agronegócio evidencia, em realidade, o que ele tem de equivocado, mesmo no mundo imobiliário.

4.17. Ao invocar, por mais de uma vez, as prerrogativas legais da CVM (notadamente no que diz respeito à proteção de investidores), a Procuradoria acaba por deixar de lado o fato de que a delimitação absoluta do tipo de “risco para o investidor” é, tanto na Lei nº 11.076/04 quanto na Lei nº 9.514/97, um fator estranho à definição formal dos créditos ou direitos creditórios.

4.18. A finalidade dessas leis é, antes de mais nada, construir um arcabouço sólido que direcione recursos a determinados setores econômicos – a determinados tipos de empreendimento. Justamente por isso, elas se preocupam em conceber mecanismos e estruturas jurídicas bastante flexíveis, que possam ser empregados pelos agentes de mercado como melhor lhes convier. As distintas possibilidades correspondem a riscos bastantes diversos; em todos os casos, porém, os créditos têm (ou devem ter) a mesma natureza.

4.19. A preocupação com os riscos para o investidor é sem dúvida legítima, e a CVM deve refleti-la na regulamentação que vier a editar sobre os CRA – impedindo, por exemplo, que investidores não qualificados adquiram títulos que tenham como lastro direitos creditórios “não performados” ou determinando a instituição do regime fiduciário a que se refere o art. 39 da Lei nº 11.076/04. Ela não tem qualquer relação, contudo, com a definição legal de

um direito creditório como sendo do agronegócio.

4.20. E nem poderia ter, na verdade. Já se viu que, de acordo com a Lei nº 11.076/04, são direitos creditórios aqueles que se originam de negócios realizados entre produtores rurais e terceiros (desde que, em todo caso, relacionados às atividades descritas na segunda parte do art. 23, § 1º). E o devedor de tais direitos creditórios pode, a rigor, estar em qualquer das partes dessa relação creditícia: ele pode ser tanto o produtor rural propriamente dito quanto o terceiro integrante do Sistema Agroindustrial que com ele contrata. A lei, embora pudesse ter determinado que direitos creditórios do agronegócio são apenas aqueles que têm o produtor rural como devedor, não faz qualquer distinção nesse sentido. Ao contrário, conforme anteriormente demonstrado, a lei buscou abranger todo o Sistema Agroindustrial.

4.21. Ora, os terceiros são, por definição, quaisquer pessoas, físicas ou jurídicas, que, não sendo produtores rurais, celebram com estes um negócio relacionado às atividades previstas no art. 23, § 1º, da lei. A lei não exige que esse terceiro tenha como objeto social qualquer das atividades ali previstas. Também não exige que o terceiro desempenhe exclusivamente uma ou mais daquelas atividades. O que a lei exige é que os direitos creditórios se originem de negócios relacionados às atividades ali descritas, entre produtores rurais e terceiros. Qualquer coisa além disso incorpora à discussão elementos estranhos à definição legal.

4.22. Sendo o produtor rural a parte mais necessitada de financiamento da cadeia, é comum que o credor da relação seja o terceiro: assim é que, por exemplo, grandes fornecedores de insumos e máquinas agrícolas costumam vendê-los a crédito ao produtor rural, financiando-o até que o produtor monetize a colheita futura.

4.23. Isso é verdade sobretudo porque tais terceiros costumam ser, na maior parte dos casos, o elo comum entre aqueles produtores, a parte com maior envergadura que pode, por isso mesmo, funcionar como intermediário na cadeia de securitização, franqueando aos produtores o acesso a um mercado de financiamento que eles, sem escala, jamais conseguiriam individualmente.

4.24. Mas isso de modo algum autoriza a conclusão de que a lei proíbe arranjos diversos. Como se viu, a lei não faz qualquer distinção nesse sentido. A cadeia do agronegócio é bastante extensa e há elos seus (assim como ocorre em qualquer outra cadeia produtiva) que podem, de forma tão ou mais legítima, necessitar de financiamento; elos que podem, eventualmente, apresentar-se como os devedores de determinados direitos creditórios do agronegócio sem ser, necessariamente, produtores rurais ou pessoas que se dedicam apenas a atividades típicas desse setor. Uma cadeia é formada por elementos que se complementam: a variedade de negócios (e mesmo dos riscos envolvidos) é um pressuposto lógico de qualquer estrutura produtiva como aquela visada pela lei.

4.25. O acesso a recursos para financiar a compra de seus produtos, aliás, naturalmente interessa aos produtores rurais: ele permite o estabelecimento de relações negociais mais estáveis, duradouras e possivelmente mais vultosas (no caso da Oferta, com efeito, os recursos são efetiva e diretamente destinados aos Fornecedores). Esse é, a propósito, um elemento muito mais adequado do que o tipo de “risco” a se levar em conta na interpretação da Lei nº 11.076/04. São

precisamente essas relações produtivas de caráter profissional, refletidas no fornecimento contínuo de insumos e produtos, na maioria dos casos em grande escala, bem documentadas, que a lei pretende financiar. É ao redor delas que se constrói a noção legal de cadeia produtiva do agronegócio e é com base nela que se constrói a definição legal.

4.26. É preciso reconhecer, aliás, que se a preocupação da CVM é com tipos de risco, a estrutura jurídica da Oferta é até mais protetiva para o investidor que certas alternativas em que os direitos creditórios subjacentes provenham de contratos atípicos de fornecimento, com cláusulas que embutem peculiaridades das relações negociais do agronegócio. Os direitos creditórios oriundos da Oferta, embora vinculados aos Contratos, têm seus termos definidos na escritura de emissão das Debêntures, um instrumento de assimilação muito mais fácil, que tem um regime jurídico claro e previsto em lei.

4.27. O que é importante destacar aqui, portanto, é que grande parte dessa discussão sobre a classificação de um crédito como imobiliário ou do agronegócio tem se travestido, equivocada e desnecessariamente, de uma discussão sobre risco. Olvida-se, com isso, que as finalidades da lei (ou a definição que ela adota) não têm absolutamente nenhuma relação direta com o tipo de risco que será suportado pelo investidor. Ao contrário: esses diplomas permitem aos agentes de mercado estruturar uma emissão das formas mais variadas possíveis.

4.28. As discussões sobre o ramo imobiliário, volta e meia referidas por aqui, apenas reforçam o que se disse até agora. Ora, parece óbvio que todo crédito tem um devedor. O devedor de um direito creditório não é, nunca, um imóvel. Ele pode ser, quando muito, alguém que usa e explora comercialmente determinado imóvel, mas não será jamais o próprio imóvel. O risco a que o investidor se expõe é, invariavelmente, o risco de crédito do devedor daquele direito creditório, independente da atividade a que o devedor se dedique.

4.29. E isso é verdade mesmo na relação locatícia, que a CVM entende, pacificamente, representar um direito creditório: o risco a que o investidor se expõe é o risco de crédito dos inquilinos, o risco embutido e inerente às suas atividades empresariais – que, ainda que o empreendimento em si seja imobiliário, nada têm, na grande maioria dos casos, de imobiliário.

4.30. Em suma, falar em “risco imobiliário” ou em “risco de agronegócio” como riscos “puros” desses setores, e afirmar que apenas tais riscos setoriais puros devem suportar os CRI e os CRA, respectivamente, talvez seja uma leitura equivocada da realidade – em última instância, é com risco de crédito puro que se está lidando. Trata-se também de uma leitura que inova em relação aos dispositivos que regem a matéria.

Risco e regulação da CVM: suitability, CRI e CRA

4.31. Como já se disse, se a preocupação da CVM com risco reside, portanto, na existência um único devedor por trás dos direitos creditórios que servem de lastro a um CRI ou a um CRA, cabe a ela, no plano regulamentar, definir limites de concentração sobre um mesmo devedor ou sobre um mesmo tipo de negócio originário. Mas essa discussão, que é bastante legítima, de forma alguma condiciona ou subverte aquilo que a lei pretendeu e expressamente consignou ao direcionar recursos para um determinado setor, atividade ou cadeia produtiva.

4.32. A Instrução CVM nº 414/04 (aplicável aos CRA no que couber e enquanto não se editar uma regulamentação específica para tais títulos) já contém várias proteções a investidores. As ofertas de CRI destinadas a investidores não qualificados devem observar o disposto no art. 6º dessa Instrução, que tem como finalidade assegurar segregações efetivas e impedir emissões com lastro em direitos creditórios “não performados”. Ainda sob a ótica de proteção a investidores, os CRI destinados a investidores não qualificados devem contar com a contratação e atualização de ao menos um relatório de agência classificadora de risco sobre o CRI (art. 7º, § 6º).

4.33. Mais do que isso, a regulamentação da CVM vem avançando para reforçar as proteções aos investidores de forma sistemática, e não apenas em normas específicas. São exemplos de medidas regulatórias com esse caráter mais abrangente as normas de verificação da adequação de um produto ao perfil de risco do cliente, comumente referidas como normas de suitability. Essas normas, vale lembrar, aplicam-se a todas as instituições integrantes do sistema distribuição de valores mobiliários, aí incluída a XP, e mesmo para o caso de pessoas físicas que são investidores qualificados (art. 9º, inciso I, da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013).

4.34. Toda essa preocupação com risco e percepção do investidor, contudo, tem ainda menos fundamento no caso concreto, tendo em vista que se está lidando com uma oferta destinada a investidores qualificados.

Compatibilidade da Oferta com precedentes mais adequados

4.35. Mais até: essa preocupação com risco não se justifica à luz de CRA registros pela CVM com lastro em direitos creditórios do agronegócio devidos por um único devedor (CRA Coteminas e CRA JSL), em alguns casos representados até mesmo por debêntures (CRA Coteminas). O registro dessas ofertas foi concedido pela SRE sem qualquer discussão sobre a natureza “corporativa” daqueles direitos creditórios ou sobre o risco que poderia decorrer da sua concentração em um único devedor.

V. NORMA TRIBUTÁRIA E INTERPRETAÇÃO RESTRITIVA

5.1. Há outro argumento invocado pelo Parecer, em favor de suas conclusões, que merece destaque: a suposta necessidade de interpretar o art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/04 restritivamente, já “que se está diante de título cuja remuneração goza de isenção de Imposto de Renda, fato que exige do aplicar do direito a realização de criteriosa interpretação da norma jurídica, com vista a evitar que setores diversos do agronegócio possam ser indevidamente beneficiados”.

5.2. Ao exercer as competências que a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.385/76”), e a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.404/76”), lhe atribuem, a CVM deve ser bastante cautelosa para não incorporar princípios estranhos a seus objetivos institucionais. O motivo disso é óbvio: a depender da sua natureza e do seu conteúdo, esses princípios podem mesmo subverter a lógica das regras pelas quais a CVM deve zelar.

5.3. As finalidades que devem nortear as atividades da CVM estão relacionadas nos incisos do art. 4º da Lei nº 6.385/76, todas elas ligadas às funções clássicas da regulação do mercado financeiro e de capitais. É lógico que a atuação da CVM não pode ser contraditória em relação à atuação de outros entes estatais, que a administração pública deve buscar algum tipo de

uniformização entre os critérios adotados pelos diversos agentes. Da mesma maneira, não raro o arcabouço conceitual definido em determinada instância servirá para o preenchimento de conceitos utilizados na outra. No entanto, não há como negar que cada órgão adota diferentes “lentes” para enxergar a realidade, valorizando diferentes fins, prioritariamente na sua atuação.

5.4. Cabe à Receita Federal do Brasil lidar com a extensão da incidência de normas de conteúdo tributário e optar por determinados conceitos, em detrimento de outros, para basear a sua aplicação. Não é por outro motivo que as normas tributárias não raro adotam definições estipulativas, que delimitam de forma própria conceitos que, em outros setores, são tratados de maneira distinta.

5.5. Em síntese, a CVM deve zelar pela integridade dos mercados, assegurando o seu funcionamento “eficiente e regular” (para usar a dicção do inciso III do já referido art. 4º da Lei nº 6.385/76). E vale, neste ponto, uma provocação: se a CVM entender que deve adotar uma determinada restrição da forma mais restritiva possível em razão daquelas razões externas ao seu universo, como ela fará quando aquelas razões deixarem de existir? Periodicamente são discutidas propostas de retirada dos benefícios fiscais existentes para CRI e CRA. Propostas estas que, nos últimos anos, ante a situação fiscal periclitante, vêm ganhando cada vez maiores chances de aprovação.

5.6. Uma vez extintas as isenções, mudaria a forma pela qual a CVM interpreta os dispositivos que delimitam os conceitos de direito creditório imobiliários ou do agronegócio? Passaria ela a adotar maior flexibilidade e a reconhecer a forma pela qual os respectivos mercados têm, cada vez mais, buscado suas soluções de financiamento? Os dispositivos legais continuarão os mesmos, mas o intérprete das normas, aparentemente, estaria liberado de uma constrição para as suas atividades interpretativas. É correto nortear a atividade da CVM por aquelas finalidades externas?

5.7. Por isso mesmo, concordamos com as considerações da XP e da Emissora em sua correspondência endereçada à SRE de 08/06/2016, para quem a interpretação da CVM não deve levar em conta quaisquer considerações de natureza tributária e para quem a Receita Federal do Brasil é, do ponto de vista institucional, quem deve realmente preocupar-se com questões dessa natureza.

5.8. A Administração Pública é, de fato, uma só, e há princípios de direito público que se aplicam indistintamente a todos os órgãos e entidades que a integram; naturalmente, esse não é o caso de que se cuida aqui. O que temos é a produção de um resultado distorcido, porque fundado em considerações incompatíveis com o mandato legal atribuído à CVM.

VI. CONCLUSÃO

6.1. A SRE e a Procuradoria acreditam que as Debêntures não poderiam servir de lastro aos CRA da Oferta, seja porque entendem que o Burger King não integra a cadeia do agronegócio, seja porque entendem que o fluxo financeiro de tais títulos depende essencialmente do Burger King e assim, não expõe o investidor a um risco específico do agronegócio.

6.2. Procuramos demonstrar, neste parecer, como a concepção legal de direito creditório do agronegócio está relacionada a uma percepção mais ampla e

moderna da extensão das cadeias produtivas do agronegócio, as quais invariavelmente compreendem atividades tradicionalmente tidas como secundárias e terciárias.

6.3. Essa intenção pode ser notada pela redação bastante abrangente do art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/04 e pelas referências ali contidas às atividades típicas que compõem uma cadeia ou sistema agroindustrial, sem prejuízo de outras que possam surgir em um caso concreto.

6.4. Procurou-se demonstrar, ainda, como as atividades desempenhadas pelo Burger King, na qualidade de emissor (e, portanto, devedor) das Debêntures, estão relacionadas ao setor de atividades agroalimentares e, mais especificamente, à cadeia agroindustrial da carne bovina.

6.5. A adequação da estrutura da Oferta à Lei nº 11.076/04 e à regulamentação vigente pode ser comprovada, ainda, quando se compara a estrutura da Oferta (notadamente no que diz respeito à natureza dos direitos creditórios e da Devedora) à estrutura de outras ofertas públicas de distribuição de CRA já aprovadas pela CVM, notadamente o CRA Coteminas e o CRA JSL.

6.6. Em cada um desses casos, os direitos creditórios subjacentes tinham como devedor uma única pessoa jurídica não diretamente relacionada ao setor do agronegócio, mas que representava, ainda que esporadicamente, um elo de uma dada cadeia agroindustrial. Em um deles (CRA JSL), e diferentemente do que ocorre na Oferta, os recursos sequer foram destinados a um produtor rural, senão que foram utilizados pelo devedor no curso de seus negócios ordinários. Nada disso foi impeditivo para o registro das respectivas ofertas.

6.7. Procuramos demonstrar, ainda, que o precedente invocado pela Procuradoria a favor de suas conclusões é inadequado: (i) à luz desses casos e de muitos outros; (ii) à luz da diferença existente entre a Lei nº 11.076/04 e a Lei nº 9.514/97 em matéria de definição dos direitos creditórios securitizáveis; e (iii) mesmo na sua origem, quando pretende discutir a caracterização de um crédito como imobiliário. Procuramos, ainda, distinguir bem a discussão sobre a caracterização de um direito creditório como imobiliário ou do agronegócio das discussões relacionadas a risco de uma ou outra estrutura de oferta, que devem, em nossa opinião, ser enfrentadas não no momento de interpretação legal, mas no nível da regulamentação da CVM.

6.8. Finalmente, procuramos demonstrar como a consideração de princípios estranhos aos objetivos institucionais da CVM pode, em verdade, subverter o exercício das suas competências legais e como a existência de benefícios tributários não deveria condicionar a interpretação da CVM sobre a da regularidade da Oferta e de quaisquer outras emissões – há que se diferenciar a necessária harmonização de interpretações internas ao setor público com a submissão de um regulador aos princípios inerentes ao regime de outro.

6.9. Em virtude de todo o exposto, a estrutura da Oferta parece-nos perfeitamente coerente com a regulamentação atualmente vigente e com que já foi aceito em casos anteriores, motivo pelo qual opinamos que as Debêntures emitidas pelo Burger King são direitos creditórios do agronegócio, para fins do art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/04.

Foi como nos pareceu."

V. Nossas Considerações:

43. Conforme adiantamos no início deste Memorando, entendemos que o ponto a ser enfrentado no presente caso diz respeito à observância, no âmbito da operação de securitização em questão, do que preceitua a Lei 11.076, que instituiu os CRA, mais especificamente no que se refere à finalidade pretendida com a emissão dos referidos títulos.
44. Cabe verificarmos, primeiramente, o que prevê o art. 23 da Lei 11.076, que instituiu, além dos CRA, os CDCA e as LCA, nos seguintes termos:

“Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito:

I - Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA;

II - Letra de Crédito do Agronegócio - LCA;

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.” (grifo nosso)

45. Da leitura do § 1º do dispositivo supra, verifica-se que a emissão de CDCA, LCA e CRA deve ser vinculada a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros.
46. Ademais, tais negócios devem estar relacionados com uma das seguintes atividades: produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.
47. Tais negócios podem, inclusive, se dar por meio de financiamentos ou empréstimos, desde que realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros e relacionados às atividades acima mencionadas.
48. Como se vê, uma primeira leitura do dispositivo legal em questão sugere que qualquer negócio realizado entre produtor rural, suas cooperativas, e terceiros, estando relacionado às atividades acima elencadas, poderia gerar direitos creditórios passíveis de constituir lastro de CRA.
49. Não obstante, entendemos que a aplicação prática do referido dispositivo deve ser realizada à luz do objetivo para o qual foi criado, sob pena de se permitir direcionamento diverso, daquele almejado pelo legislador, dos recursos a serem captados por meio dos títulos em questão.
50. A própria PFE-CVM indicou em seu Parecer que o dispositivo legal em comento “*possui redação ampla, dificultando o estabelecimento de fronteiras seguras para sua adequada delimitação*”.
51. Nesse sentido, nos parece ser necessária a análise da Exposição de Motivos proferida no plenário da Câmara dos Deputados e que foi utilizada para converter a Medida Provisória nº 221/04 na Lei 11.076, bem como para inclusão em tal Lei de artigos que criaram e regulamentaram os CRA, CDCA e LCA (“Exposição de Motivos”).
52. Os principais trechos da referida Exposição de Motivos (constante do documento 0113519) encontram-se transcritos abaixo:

“O setor agropecuário tem sido um dos grandes pilares de nossa economia. Sucessivos recordes na produção e na exploração de grãos e de carnes são exemplos da expressiva contribuição desse segmento para o crescimento econômico do País bem como para a busca de estabilidade e melhoria das contas públicas. Entretanto, paralelamente ao dinamismo econômico experimentado pelas atividades rurais nos últimos anos, avolumaram-se, no período, sinais de esgotamento de seu modelo de financiamento. Os instrumentos legais vigentes até a edição da Medida Provisória de 2004 – especialmente aqueles relacionados aos mecanismos de comercialização da produção agropecuária e ao uso desses produtos como lastro para a obtenção de crédito junto a outros setores da sociedade – não tem sido capazes de direcionar para o segmento no volume e com a agilidade adequados, os recursos necessários ao financiamento de suas atividades. A evolução dos custos de produção, a utilização de tecnologias avançadas e a incorporação de novas áreas ao processo produtivo, agravadas pela estagnação das principais fontes de recursos que irrigam o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), têm contribuído para que o momento de crédito disponibilizado por aquele Sistema, em cada ano-safra, não acompanhe a evolução da demanda por crédito vinda dos produtores rurais e de suas cooperativas. Atualmente, o SNCR atende somente cerca de 30% das necessidades de crédito do setor agropecuário, o que tem obrigado os produtores rurais a buscarem mecanismos alternativos de financiamento de sua produção fora do sistema financeiro, via de regra às empresas de insumos, de comercialização (“traders”), de processamento ou de máquinas e implementos agrícolas. Esses financiamentos têm sido operacionalizados, basicamente, por meio da Cédula de Produto Rural (CPR), instituída pela Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, que se constitui no instrumento pelo qual os produtores rurais podem levantar os recursos complementares ao desenvolvimento de suas atividades, de duas formas: (a) vendendo a sua produção, para entrega futura, a compradores que tenham interesse no recebimento do produto adquirido, fazendo uso da modalidade de CPR denominada física; (b) adquirindo insumos, máquinas e implementos de fornecedores mediante a emissão de uma outra modalidade de CPR, esta com cláusula de liquidação financeira. Esta CPR financeira também é utilizada pelos produtores rurais para levantarem empréstimos junto a outros agentes do mercado que não tenham interesse em receber produto. Com isso, quer seja por meio das agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos, quer seja por intermédio dos bancos que operam o SNCR, foi criada uma ponte entre os produtos rurais e suas cooperativas e esses agentes do mercado, estabelecendo um elo comercial integrado e eficiente na cadeia produtiva do agronegócio. Por outro lado, esses agentes que operam diretamente com o setor rural são obrigados a manter em carteira os ativos oriundos dessa relação, bancando uma operação de financiamento quase sempre desvinculada de seus objetivos estatutários, enquanto que o mercado de capitais continua afastado do agronegócio, principal âncora da balança comercial brasileira. Faz-se necessário, por conseguinte, viabilizar o acesso ao mercado de capitais a esses agentes que, por meio de financiamentos formais ou informais, complementam as necessidades de recursos do setor rural, possibilitando-lhes monetizar os seus ativos em recebíveis e ampliar a oferta de recursos para os produtores rurais. Assim, as inovações que ora

propomos têm por objetivo instituir três novos títulos de crédito para o segmento do agronegócio brasileiro, com a finalidade de viabilizar o aporte de recursos do mercado de capitais, em especial dos fundos de investimento, observando que: (I) o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio será emitido pelas cooperativas de produtores rurais e outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária; II – A Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), será emitida pelas instituições financeiras públicas e privadas; III – o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que será de emissão exclusiva das companhias securitizadora de direitos creditórios do agronegócio. Tratam-se de títulos de crédito nominativos de livre negociação representativos de promessa de pagamento em dinheiro e que terão como lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais e suas cooperativas e agentes da cadeia produtiva do agronegócio, podendo ser negociados em Bolsa de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários.” (grifos nossos)

53. Vê-se que o trecho exposto acima, constante da Exposição de Motivos, deixa claro que o objetivo da criação do CDCA, LCA e CRA foi o de prover recursos oriundos do mercado de capitais ao **financiamento do produtor rural**.
54. Isso porque o modelo de financiamento existente até então não dava conta da necessidade de recursos do produtor rural, uma vez que os agentes que o financiavam (como as agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos, *tradings* e bancos que operam o SNCR), por meio da aquisição de CPR, por exemplo, eram obrigados a manter tais títulos em carteira, bancando uma operação quase sempre desvinculada de seus objetivos estatutários, enquanto que o mercado de capitais continuava afastado do agronegócio.
55. Dessa forma, o legislador justificou a criação do CDCA, LCA e CRA ressaltando que tais títulos teriam o condão de permitir aos agentes acima mencionados a monetização dos recebíveis mantidos em carteira, o que resultaria na ampliação da oferta de recursos ao produtor rural.
56. Há que se destacar, no que tange às LCA, o que consta no Manual de Crédito Rural (“MCR”), elaborado pelo Banco Central do Brasil (“Bacen”), o qual consolida a regulamentação vigente sobre crédito rural.
57. No item 2 da seção 7 (Letra de Crédito do Agronegócio – LCA) do capítulo 6 (Recursos) do referido Manual, consta que “*os recursos captados por meio da emissão de LCA devem ser objeto de direcionamento para a aplicação em operações de crédito rural*”.
58. Por sua vez, no item 1 da seção 4 (Beneficiários) do capítulo 1 (Disposições Preliminares) do mesmo documento, consta que “*é beneficiário do crédito rural: a) produtor rural (pessoa física ou jurídica); b) cooperativa de produtores rurais.*”
59. Verifica-se então que o Bacen, ao regulamentar a destinação dos recursos obtidos por meio da emissão de LCA, delimitou que tais recursos só poderiam ser direcionados aos produtores rurais ou suas cooperativas, por meio das operações de crédito rural, o que parece estar em linha com a finalidade da Lei 11.076 ao criar os títulos CRA, CDCA e LCA, conforme comentamos acima.
60. Com base no exposto, em nosso entendimento, para que uma operação de emissão de CRA, bem como CDCA e LCA, observe o que preceitua a Lei 11.076, cumprindo com o objetivo para o qual tais títulos foram criados, tal operação deverá:

- (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, nos termos do § 1º do art. 23 da Lei 11.076; e
- (ii) prover, em sua essência, financiamento ao produtor rural.

61. Sob esse prisma, entendemos ser de suma importância estabelecer as definições de “produtor rural” e de “financiamento”, de forma a observar o alcance da Lei 11.076 nas emissões de CRA, CDCA e LCA.
62. No âmbito da definição de “produtor rural”, cabe verificar o que prevê a Instrução Normativa RFB nº 971, de 13 de novembro de 2009 (“IN 971/2009”), a qual dispõe sobre normas gerais de tributação previdenciária e de arrecadação das contribuições sociais destinadas à Previdência Social e a outras entidades ou fundos, administradas pela Secretaria da Receita Federal do Brasil (não identificamos outro normativo que trouxesse tal definição, apesar de o termo “produtor rural” estar presente em diversas leis e normativos sobre o tema):

IN 971/2009:

“Art. 165. Considera-se:

I - produtor rural, a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos, sendo:

a) produtor rural pessoa física:

(...)

b) produtor rural pessoa jurídica:

1. o empregador rural que, constituído sob a forma de firma individual ou de empresário individual, assim considerado pelo art. 931 da Lei nº 10.406, de 2002 (Código Civil), ou sociedade empresária, tem como fim apenas a atividade de produção rural, observado o disposto no inciso III do § 2º do art. 175;

2. 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, observado o disposto no inciso IV do § 2º do art. 175 e no § 3º deste artigo;

II - produção rural, os produtos de origem 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;

III - beneficiamento, a primeira modificação ou o preparo dos produtos de origem animal ou vegetal, realizado diretamente pelo próprio produtor rural pessoa física e desde que não esteja sujeito à incidência do Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI), por processos simples ou sofisticados, para posterior venda ou industrialização, sem lhes retirar a característica original, assim compreendidos, dentre outros, os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e

lenhamento;

IV - industrialização rudimentar, o processo de transformação do produto rural, realizado pelo produtor rural pessoa física ou pessoa jurídica, alterando-lhe as características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização, a fundição, dentre outros similares;

(...)

XXI - cooperativa de produtores rurais, a sociedade organizada por produtores rurais pessoas físicas ou por produtores rurais pessoas físicas e pessoas jurídicas, com o objetivo de comercializar; ou de industrializar; ou de industrializar e comercializar a produção rural dos cooperados;

(...)

§ 1º 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.

§ 2º Considera-se agroindustrial o produtor rural pessoa jurídica que mantenha abatedouro de animais da produção própria ou da produção própria e da adquirida de terceiros.”

63. Da leitura do dispositivo supra, percebe-se que o inciso I do art. 165 da IN 971/2009 dá uma definição mais ampla de “produtor rural”.
64. Tal definição se desdobra então em outras duas mais específicas, a de “produtor rural pessoa física” e a de “produtor rural pessoa jurídica”, conforme se verifica das alíneas a) e b) do referido inciso.
65. Para a análise do presente caso, nos ateremos à definição de “produtor rural pessoa jurídica”, dado não haver pessoa física envolvida na operação em tela.
66. Nesse sentido, o “produtor rural pessoa jurídica” seria:
 - (i) o empregador rural que tenha como fim apenas a atividade de produção rural; ou
 - (ii) 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.
67. Por seu turno, nos termos do inciso II do art. 165 da IN 971/2009, “produção rural” seria “os produtos de origem 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”.
68. As definições de “beneficiamento” e de “industrialização rudimentar” constam, por sua vez, dos incisos III e IV do supracitado artigo.
69. No que tange à definição de “financiamento”, o próprio dicionário Aurélio descreve que “financiamento” seria o ato de “financiar”. Já “financiar” significa, segundo o referido dicionário, “prover despesas de, custear, bancar”.

70. Verifica-se então que o “financiamento” é o ato por meio do qual o “financiado” é custeado, bancado ou suas despesas são providas.
71. Em nosso entendimento, no âmbito de um financiamento, o financiado deve receber algo no presente, comumente recursos financeiros, pelo qual pagará no futuro.
72. Diante de tais definições, há que se verificar então, no caso concreto, se a operação em tela atende ao que preceitua a Lei 11.076, conforme elencamos no parágrafo 44 acima, ou seja:
 - (i) está 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, nos termos do § 1º do art. 23 da Lei 11.076; e
 - (ii) provê, em sua essência, financiamento ao produtor rural.
73. Sobre o item (i) acima, verifica-se que a presente emissão é lastrada pelas Debêntures, cujos recursos obtidos serão destinados à compra, pelo Burger King (Devedora), de carne moída bovina a ser fornecida pela JBS S.A e pela Seara Alimentos Ltda., entre outros (Fornecedores), e que será comercializada por meio de sanduíches nos restaurantes da Devedora.
74. Há que se verificar, primeiramente, se os Fornecedores ou o Burger King se encaixariam na definição de “produtor rural”.
75. Em nosso entendimento, os Fornecedores, a princípio, se encaixariam na definição de “produtor rural”, uma vez que podem ser enquadrados como 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.
76. Já o Burger King figuraria como terceiro nessa operação, dado que não se encaixa em nenhuma das hipóteses elencadas no parágrafo 44 acima.
77. Vale ressaltar que as Requerentes, em momento algum, afirmaram que o Burger King poderia ser considerado como produtor rural.
78. Dessa forma, a operação em tela parece estar vinculada a negócios realizados entre produtores rurais (Fornecedores) e terceiros (Burger King), restando verificar se a mesma está relacionada com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários.
79. Partindo-se da premissa de que o produto a ser adquirido pelo Burger King (carne moída bovina) pode ser considerado como produto agropecuário, poderíamos dizer que a aquisição do mesmo estaria relacionada com a atividade de comercialização de produtos agropecuários.
80. Preferimos partir dessa premissa, dado que, conforme veremos adiante, a possibilidade de realização da operação em tela à luz do que preceitua a Lei 11.076 não se sustenta por motivos mais óbvios.
81. Nesse sentido, resta verificar ainda se a operação ora em análise provê, na essência, financiamento ao produtor rural, de modo a observar a finalidade da Lei 11.076, com base na sua Exposição de Motivos.
82. Conforme mencionamos acima, os negócios a serem realizados entre os Fornecedores e o Burger King, aos quais a presente emissão de CRA estará vinculada, constituem-se na compra de carne bovina que será comercializada por meio de sanduíches nos restaurantes da Devedora.
83. Tal compra se dará no âmbito de contratos firmados entre o Burger King e os Fornecedores, em que o Burger King terá um prazo para pagamento dos pedidos realizados (conforme pudemos

verificar da leitura do Contrato de Fornecimento, protocolado na CVM sob condição de confidencialidade).

84. Nesse sentido, entendemos que o negócio realizado entre produtores rurais (Fornecedores) e terceiros (Burger King), que estarão vinculados à presente emissão, têm o condão de financiar, na realidade, o Burger King, e não os produtores rurais, como objetivou a Lei 11.076.
85. Isso porque o Burger King é quem receberá algo no presente (carne moída bovina), no âmbito dos referidos contratos, pelo qual pagará no futuro.
86. O fato de os recursos captados com a Oferta estarem sendo direcionados aos produtores rurais não muda em nada tal conclusão, dado que, na realidade, referem-se a pagamentos futuros de “financiamento” que o Burger King tomou junto aos Fornecedores.
87. Dessa forma, **entendemos que, à luz do que preceitua a Lei 11.076, a operação em tela não deve prosperar, motivo pelo qual somos contrários à concessão de seu registro.**
88. A partir de agora, teceremos alguns comentários a respeito das alegações das Requerentes, incluindo o Parecer Emissora, bem como sobre o Parecer-PFE.
89. No que tange às alegações das Requerentes, consubstanciadas pelo Parecer Emissora, a presente emissão de CRA, da forma como foi proposta, seria possível, à luz da legislação vigente, pelos seguintes motivos:
 - (i) Atividades como a do Burger King estariam relacionadas a uma percepção mais ampla e moderna da extensão das cadeias produtivas do agronegócio, e portanto estariam enquadradas pelo § 1º do art. 23 da Lei 11.076;
 - (ii) A presente estrutura seria compatível com outros CRA já registrados pela CVM, notadamente o CRA Coteminas (1ª série da 3ª emissão da Gaia Agro Securitizadora S.A) e o CRA JSL (72ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.);
 - (iii) O precedente de Rede D’or (Pedido de Registro de emissão pública de CRI – Processo CVM nº RJ2012-12177), invocado pela PFE-CVM em seu parecer, seria inadequado para esse caso; e
 - (iv) A CVM não deveria condicionar sua interpretação sobre a regularidade da Oferta e de quaisquer outras emissões à existência de benefícios tributários.
90. Em relação ao item (i), acima, (*Atividades como a do Burger King estariam relacionadas a uma percepção mais ampla e moderna da extensão das cadeias produtivas do agronegócio, e portanto estariam enquadradas pelo § 1º do art. 23 da Lei 11.076*), a nosso ver, não há a necessidade de se entrar no mérito sobre se o Burger King integraria ou não a cadeia produtiva do agronegócio, em sua acepção mais ampla, mesmo que figurando em seu “elo final”.
91. Isso porque, conforme mencionamos acima, o que se faz necessário para que uma emissão de CRA observe o que preceitua a Lei 11.076 é que ela: (i) esteja 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, nos termos do § 1º do art. 23 da Lei 11.076; e (ii) provenha, em sua essência, financiamento ao produtor rural.
92. Sobre esse ponto, há que se pontuar alegação constante do Parecer Emissora, de que a atividade desempenhada pelo Burger King seria um típico processo de industrialização de produto agropecuário, *“tendo em vista que há alteração na natureza de alguns itens específicos, em especial carne processada, além de haver um processo de montagem para formação do sanduíche e, mais ainda, o seu condicionamento em embalagens para sustentar a estrutura do*

produto e armazená-lo em uma temperatura adequada para consumo por maior tempo possível”.

93. Ainda que viéssemos a concordar com tal alegação, o que faremos apenas para fomentar o debate, o Burger King, que está sendo financiado por meio da operação em questão, não poderia ser considerado como produtor rural, tendo em vista que não estaria desenvolvendo atividade “*de industrialização da produção rural própria ou da produção rural própria e da adquirida de terceiros*”, nos termos da alínea b) 2, do inciso I do art. 165 da IN 971/2009.
94. Conforme já mencionamos anteriormente, as próprias Requerentes não vão tão longe: em momento algum argumentaram que o Burger King poderia ser considerado como produtor rural, apenas defenderam que o mesmo faria parte de um conceito amplo de “cadeias agroindustriais”.
95. Dessa forma, a emissão em tela permaneceria não observando o que preceitua a Lei 11.076.
96. Em relação ao item (ii) do parágrafo 89 acima (“*A presente estrutura seria compatível com outros CRA já registrados pela CVM, notadamente o CRA Coteminas e o CRA JSL*”), destacamos abaixo o detalhamento dos precedentes citados pelas Requerentes:

Quadro 1 – Precedentes apresentados pelas Requerentes				
Data do registro da Oferta	Emissão	Lastro	Devedor	Destinação dos Recursos
06/10/2015	72ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	CDCA emitido pela JSL S.A. vinculado à Contrato de prestação de serviços de logística com a Celulose Nipo-Brasileira S.A.-CENIBRA.	JSL S.A.	Monetização de recebível do agronegócio para uso na gestão ordinária dos negócios da JSL S.A. (A JSL S.A. financiou a CENIBRA, prestando serviços logísticos para pagamento futuro)
30/06/2014	1ª série da 3ª emissão da Gaia Agro Securitizadora S.A.	Debênture emitida pela Coteminas S.A.	Coteminas S.A.	Pagamento de aquisições de algodão para posterior produção têxtil pela Coteminas S.A. (o produtor rural financiou a Coteminas, vendendo algodão para pagamento à prazo)

97. No que se refere à primeira oferta listada acima, argumentaram as Requerentes que a JSL S.A., na qualidade de devedora da 72ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A., “*era uma empresa do ramo logístico e não propriamente uma produtora rural ou alguém que exercesse apenas atividades relacionadas ao agronegócio. Mais até: os recursos obtidos pela JSL seriam ‘utilizados na gestão ordinária de seus negócios na forma prevista em seu objeto social’*”.
98. Ao analisar aquela emissão de CRA, verificamos que o CDCA lastro da mesma tinha como direito creditório vinculado um contrato de prestação de serviço de logística junto à CENIBRA.
99. Desse modo, a JSL S.A. prestava serviços de logística relacionados à comercialização de produtos agropecuários junto àquela companhia produtora de celulose, nos termos do referido contrato de prestação de serviços e, posteriormente, dentro do prazo acordado entre as partes, recebia o pagamento por tais serviços.
100. Nota-se então que a JSL S.A., no âmbito do contrato em questão, financiava um produtor rural, representado pela CENIBRA, prestando seus serviços para recebimento à prazo.

101. Portanto, a nosso ver, a emissão do CRA, lastreado por CDCA vinculado à direito creditório representado pelo contrato de prestação de serviços acima mencionado, cumpriu com a finalidade da Lei 11.076, tendo em vista que: (i) foi vinculada a negócios realizados entre produtores rurais (Cenibra) e terceiros (JSL S.A.), relacionados com a comercialização de produtos agropecuários (transporte de celulose), nos termos do § 1º do art. 23 da Lei 11.076; e (ii) proveu, em sua essência, financiamento ao produtor rural (prestação de serviços logísticos com prazo de pagamento).
102. Já no que tange à 1ª série da 3ª emissão de CRA da Gaia Agro Securitizadora S.A., lastreado em debêntures de emissão da Coteminas S.A., segunda oferta listada no Quadro 1 do parágrafo 96 acima, os recursos obtidos com a referida oferta tiveram como objetivo a aquisição de algodão, junto a produtores rurais, para industrialização por parte da Coteminas S.A.
103. Na visão das Requerentes, aquela emissão seria similar à emissão pretendida em tela, pois a Coteminas “*se vale(ria), assim como o Burger King, de um insumo de natureza agropecuária para exercer sua atividade fim de comercialização e industrialização. Embora captados pela Coteminas, os recursos beneficiaram os produtores rurais que lhe forneciam aquele insumo, exatamente como ocorre na oferta. Nada na estrutura do CRA Coteminas – nem mesmo o fato de a Coteminas não ser, ela própria, uma produtora rural – foi impeditivo para a concessão do seu respectivo registro.*”
104. Cabe primeiramente ressaltar que naquele caso esta área técnica ainda não havia delimitado o alcance da Lei 11.076, como está fazendo nesse momento.
105. Se naquela época já houvesse tal entendimento, seria de suma importância verificar se a Coteminas S.A. pode ser considerada como produtor rural, tendo em vista que aquela operação visou financiar tal companhia, dado que os recursos captados por meio das debêntures de sua emissão seriam destinados à compra de produto agropecuário (algodão) para pagamento a prazo junto aos produtores de algodão.
106. Dessa forma, a partir do presente caso, em havendo mais uma emissão de CRA com lastro em debêntures de emissão da Coteminas S.A., nos moldes da operação precedente em comento, e em se chegando à conclusão de que aquela companhia não pode ser considerada como produtor rural, a nossa opinião seria, a princípio, desfavorável à concessão do registro da oferta em questão.
107. No presente caso, por sua vez, não resta dúvida sobre a ausência, nas atividades exercidas pelo Burger King, da industrialização de produção rural própria, o que, por si só, já afasta a possibilidade de se caracterizar aquela companhia como produtor rural.
108. Além dos precedentes citados pelas Requerentes, elencamos no Quadro 2, a seguir, todas as distribuições públicas de CRA registradas pela CVM neste ano de 2016 (até a data de 20/06/2016), de forma a somarmos “massa crítica” quanto à observância da Lei 11.076 nas distribuições públicas de CRA:

Quadro 2 - Distribuições públicas de CRA registradas pela CVM em 2016				
Data do registro da oferta	Emissão	Lastro	Devedor	Destinação dos Recursos
25/02/2016	1ª série da 7ª emissão da Octante Securitizadora S.A.	CDCA e CPR emitidos por produtores rurais, cooperativas e distribuidores	Produtores rurais, cooperativas e distribuidores.	Aquisição de Insumos agrícolas fornecidos pela Bayer S.A., por parte dos produtores rurais, cooperativas e distribuidores (a operação financiou a aquisição de insumos por parte de produtores rurais)

30/03/2016	4ª série da 2ª emissão da Ourinvest Securitizadora S.A.	Contrato de fornecimento de Madeira firmado entre a Duratex S.A. e a Duratex Florestal Ltda.	Duratex S.A.	Monetização do recebível proveniente do contrato de fornecimento de madeira em benefício da Duratex Florestal Ltda. (a operação financiou a Duratex Florestal Ltda., considerada produtor rural)
04/04/2016	1ª série da 15ª emissão da Gaia Agro Securitizadora S.A	Duplicatas e pedidos de compras de produtores rurais	Produtores rurais.	Aquisição de Insumos agrícolas, fornecidos pela CCAB Agro S.A., por parte dos produtores rurais. (a operação financiou a aquisição de insumos por parte de produtores rurais)
11/04/2016	1ª série da 10ª emissão da Octante Securitizadora S.A.	Notas de Crédito da Exportação de emissão da Suzano Papel e Celulose S.A.	Suzano Papel e Celulose S.A.	Financiamento da produção de papel e celulose destinados à exportação por parte da Suzano Papel e Celulose S.A. (a operação financiou a Suzano S.A, que é considerada produtor rural)
15/04/2016	1ª série da 9ª emissão da Octante Securitizadora S.A.	Contrato de Exportação firmado entre a BRF Global GMBH e a BRF S.A.	BRF Global GMBH.	Monetização do recebível como lastro da operação em benefício da BRF S.A. (a operação financiou a BRF S.A., que é consideradaprodutor rural)
02/05/2016	3ª e 4ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização	CPR Financeira vinculada à produção de cana-de-açúcar.	Raízen Tarumã Ltda.	Monetização do recebível que serve como lastro da operação em benefício da Agrícola Ponte Alta S.A. (a operação financiou a Raízen Tarumã Ltda., que é considerada produtor rural)
20/06/2016	80ª e 81ª séries da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Diretos Creditórios do Agronegócio S.A.	Notas de Crédito da Exportação de emissão da Fibria S.A.	Fibria S.A.	Financiamento da produção de papel e celulose destinados à exportação por parte da Fibria S.A. (a operação financiou a Fibria S.A, que é considerada produtor rural)

109. Em todos os precedentes de distribuições públicas de CRA registrados pela CVM listados no Quadro 2 acima, verifica-se que houve, através da monetização de recebíveis ou através de aporte direto de recursos para viabilizar a produção rural, o financiamento ao produtor rural, motivo pelo qual, em nosso entendimento, tais emissões observaram o que preceitua a Lei 11.076.
110. Em relação ao item (iii), elencado no parágrafo 89 acima (“*O precedente de Rede D’or, invocado pela PFE-CVM, seria inadequado para esse caso*”), a PFE-CVM, por meio do Parecer-PFE, detalhou que, naquele caso, a devedora se tratava de uma companhia do setor hospitalar que utilizaria os recursos provenientes da emissão de CRI para a construção de unidades hospitalares.
111. O Colegiado da CVM, em reunião realizada em 26/03/2013, entendeu que, naquele caso, “*o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da devedora (Rede D’or), o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária*”.
112. De acordo com o precedente da Rede D’or, a PFE-CVM alegou em seu Parecer que o fluxo de pagamento dos CRA deve estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio.
113. As Requerentes, por sua vez, alegaram o seguinte:

“(…) o devedor de tais direitos creditórios pode, a rigor, estar em qualquer das

partes dessa relação creditícia: ele pode ser tanto o produtor rural propriamente dito quanto o terceiro integrante do Sistema Agroindustrial que com ele contrata. A lei, embora pudesse ter determinado que direitos creditórios do agronegócio são apenas aqueles que têm o produtor rural como devedor, não faz qualquer distinção nesse sentido. (...)”

114. Sobre esse aspecto, concordamos com as Requerentes que realmente não há na Lei 11.076 qualquer imposição para que apenas o produtor rural figure como devedor em uma emissão de CRA.
115. Conforme já discutimos neste Memorando, a finalidade da criação dos CRA pela Lei 11.076 visou ao financiamento do produtor rural, o que, não necessariamente exige que o produtor rural figure como devedor da operação.
116. Nesse sentido, cabe lembrar que quaisquer agentes que financiem produtores rurais poderão ter em carteira direitos creditórios do agronegócio oriundos dessa relação, o que permite a eles a emissão, por exemplo, de um CDCA baseado em tais direitos creditórios, observando que o devedor de um CDCA é aquele que o emitiu.
117. Dessa forma, tais agentes, ao captarem recursos por meio da emissão de CRA lastreados em CDCA, estão, na realidade, monetizando recebíveis que possuem em carteira e que são fruto de relação que mantiveram com produtores rurais, por meio das quais financiaram os mesmos, fazendo com que tal operação cumpra com o que preceitua a Lei 11.076.
118. Tais agentes, assim, não seriam caracterizados como produtores rurais, porém, em nossa opinião, não haveria restrições para que os mesmos figurem como devedores em emissões de CRA.
119. Apesar disso, entendemos que, ao serem as operações de emissão de CRA lastreadas em direitos creditórios do agronegócio, por meio dos quais houve, direta ou indiretamente, o financiamento ao produtor rural, o risco do agronegócio estará, conseqüentemente, presente em todas elas, dado que o devedor da operação, mesmo que não seja um produtor rural, se expôs a ele, ao o financiar.
120. Assim, complementaríamos a conclusão da PFE-CVM, no sentido de que o fluxo de pagamentos dos CRA acaba se relacionando, em algum grau, ao risco do setor do agronegócio.
121. Em relação à alegação (iv), constante do parágrafo 89, acima, (“A CVM não deveria condicionar sua interpretação sobre a regularidade da Oferta e de quaisquer outras emissões à existência de benefícios tributários”), as Requerentes questionam argumento presente no Parecer PFE de que a CVM deve interpretar restritivamente o §1º do art. 23 da Lei 11.076, pois “se estaria diante de título cuja remuneração goza de isenção de Imposto de Renda, fato que exige do aplicador do direito a realização de criteriosa interpretação da norma jurídica, com vista a evitar que setores diversos do agronegócio possam ser indevidamente beneficiados”.
122. Em sua opinião, as Requerentes alegam que caberia exclusivamente à Receita Federal do Brasil lidar com a extensão da incidência de normas de conteúdo tributário e optar por determinados conceitos, em detrimento de outros, para basear sua aplicação.
123. Assim, continuam as Requerentes:

“Uma vez extintas as isenções, mudaria a forma pela qual a CVM interpreta os dispositivos que delimitam os conceitos de direito creditório imobiliários ou do agronegócio? Passaria ela a adotar maior flexibilidade e a reconhecer a forma pela qual os respectivos mercados têm, cada vez mais, buscado suas soluções de financiamento? Os dispositivos legais continuarão os mesmos, mas o intérprete das normas, aparentemente, estaria liberado de uma constrição para as suas atividades interpretativas. É correto nortear a atividade da CVM por

aquelas finalidades externas? “

124. Sobre esse ponto, entendemos que não cabe à CVM nortear sua interpretação sobre a aplicação de dispositivos legais e normativos pertinentes à sua área de atuação de acordo com eventuais incentivos fiscais, permanentes ou temporários.
125. Entretanto, cabe à CVM acompanhar a observância dos dispositivos legais e normativos sob seu mandato, por parte de seus regulados, considerando as inovações que podem suceder em busca do aproveitamento de tais incentivos tributários.
126. Afinal, vale questionar: por que um emissor de valores mobiliários emitiria debêntures a fim de constituírem lastro de uma emissão de CRA, ao invés de distribuir as debêntures diretamente ao mercado, se não fosse pelos incentivos fiscais advindos de tal estruturação?
127. Desse modo, entendemos que a CVM deve permanecer vigilante às possíveis inovações trazidas pelos participantes de mercado, em função dos incentivos disponíveis, para verificar sua legalidade. Este é, sem dúvida, o papel da CVM.

VI. Conclusão

128. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que, em nosso entendimento, não é possível a concessão do registro da 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., da forma como foi apresentada, tendo em vista que tal operação não observa o que preceitua a Lei 11.076, que instituiu os CRA, pelo fato de não promover o financiamento ao produtor rural.
129. Ademais, de forma a subsidiar a análise de casos futuros por esta área técnica, propomos solicitar manifestação do Colegiado da CVM quanto ao entendimento de que uma operação de CRA, em observância ao que preceitua a Lei 11.076, deve contar com as seguintes características, conforme mencionamos ao longo do presente Memorando:
 - (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, nos termos do § 1º do art. 23 da Lei 11.076; e
 - (ii) prover, em sua essência, financiamento ao produtor rural.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Gerente de Registros-1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

DOV RAWET

Superintendente de Registro de valores Mobiliários

[1] BURANELLO, Renato. Manual do Direito do Agronegócio. São Paulo : Saraiva, 2013. p. 100/102

[2] Art 9º A cédula de crédito rural é promessa de pagamento em dinheiro, sem ou com garantia real cedularmente constituída, sob as seguintes denominações e modalidades:

I Cédula Rural Pignoratória.

II Cédula Rural Hipotecária.

III Cédula Rural Pignoratória e Hipotecária.

IV Nota de Crédito Rural.

[3] BURANELLO, Renato. Manual do Direito do Agronegócio. São Paulo : Saraiva, 2013. p. 109/110.

[4] BURANELLO, Renato. Op. cit. p 110/111. Na palavras do autor, “além do gênero produtos agropecuários, concluímos que também há quatro outras categorias que partem do conceito central de produto agropecuário: produtos, derivados, subprodutos e resíduos. Por produto temos o resultado direto da intervenção humana sobre o ambiente rural, intervenção que se faz por cultivo, criação ou extração. Na categoria derivados há uma ação beneficiadora, em que o leite é um exemplo de fácil compreensão. Coloca-se na categoria de subprodutos um resultado secundário de intervenção humana, como é o couro, no âmbito da pecuária de corte. Por fim, estão os resíduos de valor econômico, tais como as sobras, que encontram destinação e mercado específico no âmbito do agronegócio, por exemplo: bagaço da cana-de-açúcar a carcaça de animais”.

[5] Idem.

[6] Cf. art. 3º, inciso IV, da Lei nº 11.033/04.

[7] MAXIMILIANO, Carlos. Hermenêutica e Aplicação do Direito. 19ª edição. Rio de Janeiro : Forense, 2006, p. 189.

Atenção, a consulta ao processo eletrônico está disponível em <http://sapiens.agu.gov.br> mediante o fornecimento do Número Único de Protocolo (NUP) 19957001669201613 e da chave de acesso 16191c98

[8] Inclusive, neste sentido pronunciou-se a ANBIMA Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”) na ocasião em que o referido dispositivo da Lei nº 11.076/04 foi objeto de estudo pela Comissão de Títulos do Agronegócio da ANBIMA, que em suas conclusões, conforme divulgadas em 01 de junho de 2010 e constante da correspondência encaminhada a esta D. CVM no dia 24 de maio de 2015, concluiu que tal dispositivo deve ser interpretado amplamente de forma a abranger a cadeia de produção agroindustrial, a qual compreende tanto pessoas diretamente ligadas às atividades de produção agropecuária em sentido estrito quanto agentes envolvidos de forma direta ou indireta na cadeia produtiva do agronegócio, incluindo aqueles relacionados às atividades de beneficiamento, comercialização, financiamento e

industrialização de produtos rurais.



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 29/06/2016, às 16:24, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 29/06/2016, às 16:26, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 29/06/2016, às 16:50, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0125799** e o código CRC **262E9782**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0125799** and the "Código CRC" **262E9782**.*
