



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Processo SEI nº 19957.001669/2016-13

Reg. Col. nº 0291/16

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

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

### Manifestação de Voto

1. O § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/2004, base para toda a discussão em tela, possui a seguinte redação:

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

*(...)*

*III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA.*

*§ 1º Os títulos de crédito de que trata este artigo **são vinculados a direitos creditórios originários de negócios** realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária”.*

2. O dispositivo legal criou o CRA para que o produtor rural ou o terceiro que com ele celebre negócio relacionado à cadeia do agronegócio possam utilizar o seu crédito (“recebível”) como lastro para emissão dos títulos por securitizadora, com isso estimulando e aquecendo o segmento econômico em questão.

3. No caso em análise, o direito creditório que constitui o lastro para emissões não é “originário” de negócio relacionado “*com a produção, a comercialização, o beneficiamento*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

*ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária”.*

4. O crédito oferecido à securitizadora como lastro para a operação não é originário do agronegócio, uma vez que a debênture, por sua própria natureza, é um título que corporifica dívida da companhia desvinculada de qualquer situação específica.

5. Anote-se que cláusulas<sup>1</sup> constantes da escritura de emissão das debêntures sobre destinação dos recursos devem ser consideradas meras declarações, não alterando natureza do título nem o tornando, por óbvio, originário de uma operação do agronegócio. Prova disso é que o produtor rural não será nem credor<sup>2</sup> nem, muito menos, devedor na relação debenturística, o que espanca qualquer dúvida sobre a ausência de relação de *originação* entre a debênture e contrato de compra de carne em tela.

6. Em regra geral, o lastro da CRA deve estar vinculado a uma operação do agronegócio do qual surge (daí o termo “originário”) um crédito para uma das partes contratantes, conclusão que também extrai da utilização da nomenclatura “recebível” na definição do título (CRA – Certificado de Recebível do Agronegócio).

---

<sup>1</sup> A redação original era extremamente aberta (“aquisição dos produtos mencionados acima poderá ser contratada, a exclusivo critério da Emissora, junto a quaisquer dos seguintes fornecedores era a seguintes”), mas, posteriormente, em virtude de exigência da SRE, passou a ter redação mais específica (embora demande ainda maior precisão):

“3.5.1. Os recursos líquidos captados pela Emissora através da presente Emissão serão destinados para o pagamento de obrigações contratuais oriundas da aquisição, pela Emissora, de carne in natura produzida e comercializada pela JBS S.A. e pela Seara Alimentos Ltda., nos termos do contrato de fornecimento firmado em 01 de dezembro de 2014, ou para o pagamento de obrigações de outras relações 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 Emissora, junto a quaisquer dos seguintes fornecedores: JBS S.A. inscrita no CNPJ sob o nº 02.916.265/0001-60, Seara Alimentos Ltda. inscrita no CNPJ sob o nº 02.914.460/0001-50, Marfrig Global Foods S.A. inscrita no CNPJ sob o nº 03.853.896/0001-40, Minerva S.A. inscrita no CNPJ sob o nº 67.620.377/0001-14, e/ou BRF S.A., inscrita no CNPJ sob o nº 01.838.723/0001-27, 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.”

<sup>2</sup> Anote-se, aliás, que a adquirente das debêntures seria uma subsidiária (W2DMA) da BK.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. Se o BK celebrasse um contrato de compra de carne com produtor rural (v.g., JBS ou Seara<sup>3</sup>) e deste contrato surgisse um crédito (que seria “originário” do negócio), não temos dúvida de que o produtor rural poderia indicar tal crédito como lastro para uma operação de emissão de CRAs. Do mesmo modo, se a produtor rural contratasse o BK para transformar sua carne em hambúrguer, e desta relação surgisse um crédito para o BK, este também poderia o indicar como lastro para emissão de CRAs.
8. Assim, não importa se o credor é o produtor rural ou o terceiro que com ele celebra contrato relacionado à cadeia do agronegócio, uma vez que o titular do crédito “originário” dessa operação do agronegócio sempre o poderá indicar como lastro para a emissão de CRAs<sup>4</sup>.
9. Em resumo: lastro do CRA deve ser “recebível” (direito creditório) originário de uma transação relacionada à cadeia do agronegócio e desde que um dos contratantes seja produtor rural. Não basta que o negócio seja relacionado à cadeia do agronegócio (conceito extremamente amplo), como também não é suficiente que do contrato participe um produtor rural; para que sejam cumpridos os requisitos do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/2004, o crédito deve observar, concomitantemente, os dois requisitos: produtor rural como parte e crédito originário de negócio relacionado à cadeia do agronegócio.
10. Percebe-se, por uma perspectiva teleológica das regras aplicáveis ao CRA, que a Lei 11.076/04 buscou estimular a atividade do agronegócio, mas sempre prevendo requisitos que impedissem a degeneração do propósito da lei (estimular a atividade agropecuária), o que

---

<sup>3</sup> E não tenho dúvida em considerar que essas empresas são produtoras rurais, uma vez que suas atividades então umbilicalmente ligadas à pecuária, nada importando suas estruturas empresariais e os beneficiamentos por elas realizados nos produtos agropecuários.

<sup>4</sup> Apesar de entender a lógica do memorando da SRE, que concluiu que a operação estaria vedada por não consubstanciar financiamento do produtor rural, discordo desse entendimento, uma vez que nada na lei vincula a operação de emissão CRA ao financiamento do produtor rural, até mesmo porque a o § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04 faz referência à expressão “inclusive financiamento”, deixando claro que esta não seria a única hipótese possível.



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

ocorreria caso se estendesse de forma desordenada a possibilidade de emissão de CRA<sup>5</sup>.

11. Como já afirmado, a debênture da BK não é originária de uma operação do agronegócio porque não surgiu ou decorreu originariamente de operação que cumpre os requisitos do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04.

12. Importante repisar que a debênture é um título que corporifica dívida da companhia independentemente de qualquer negócio específico, não sendo originária, portanto, de qualquer contrato, de forma que poderia haver, no máximo, uma vinculação (pretérita, concomitante ou futura) ao negócio agropecuário<sup>6</sup>.

13. Entretanto, na operação apresentada, em decorrência de amarras previstas na escritura de debêntures e no termo de securitização (conforme indicado no voto do Presidente) e em virtude do cumprimento de requisitos impostos pela área técnica (referência ao contrato específico de compra de carne da JBS e Seara) e, ainda, pelas novas obrigações impostas pelo voto do Diretor Presidente (apresentação de notas fiscais), entendo ter ficado preservado o objetivo da lei, uma vez que os recursos captados pela CRAs serão, ao final e ao cabo, destinados com exclusividade à aquisição de carne fornecida por produtores rurais já identificados.

14. Anote-se que, como já exposto, o propósito da Lei 11.076/04 de captação de recursos no mercado, para fins de estimulação das atividades agropecuárias, é atingido, pela sistemática da lei, tanto pelo financiamento do produtor rural como pela destinação dos recursos para o terceiro que contrata com o produtor rural, como ocorre no presente caso.

15. Afigura-se, portanto, cabível, na hipótese em tela, aplicação extensiva da norma, por meio de uma exegese teleológica, que, atentando para sua finalidade, permite a conclusão de

---

<sup>5</sup> Anote-se que qualquer segmento do mercado possui, necessariamente, um limite de captação de recursos, de forma o alargamento da base de utilização de CRA repercutirá, naturalmente, no respectivo ambiente de negociação.

<sup>6</sup> Nesse sentido, podemos citar, a título de exemplo, as lições de Waldemar Ferreira (“Surgem como títulos de crédito autônomos, válidos por si mesmos, contendo a promessa de pagamento de seu valor nominal ...” – Tratado de direito comercial. São Paulo: Saraiva, 1962, v. 9, p. 316); e Pontes de Miranda (“a debênture é título-valor, título de crédito, que é espécie daquele. Se houve mútuo, ou se não houve, é assunto estranho à debênture, que é título abstrato.” – Tratado de Direito Privado. Ed. Borsoi; tomo XXXIII, § 3.812-1, pág. 308).



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

que, com as amarras concretas existentes na operação, estaria sendo preservado integralmente o propósito da Lei 11.076/04, o que me leva a acompanhar o voto proferido pelo Presidente Leonardo Pereira.

16. Ressalvo, por fim, que o meu entendimento limita-se à questão da regulação de mercado, sem qualquer apreciação das implicações tributárias da operação, questão cuja análise não é da competência da CVM. Tenho, no entanto, a convicção de que, qualquer que seja a posição que vier a ser adotada pelo Fisco, não se poderia cogitar de prejuízo aos investidores (adquirente das CRAs), de forma que eventuais discussões de natureza tributária ficariam restritas à sociedade e à securitizadora.

17. Do exposto, com as ressalvas apresentadas, acompanho o voto do Presidente Leonardo Pereira pelo provimento do recurso, com todas as condicionantes que dele constam, concordando ainda com a observação sobre a premente necessidade de regulação da matéria pela CVM.

18. Esclareço ainda, para evitar qualquer dúvida, que a escritura de emissão de debêntures deverá conter redação específica indicando o contrato concreto, celebrado com produtor rural específico, que estará vinculado à destinação dos recursos.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2016.

*Original assinado por*  
Gustavo Borba  
Diretor