



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 56/2017-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 6 de novembro de 2017.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Recurso contra Decisão da SRE - Processo CVM nº 19957.006751/2017-15**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente protocolado na CVM em 20/10/2017 (documentos 0379263 e 0379269 do presente Processo), por Banco Santander (Brasil) S.A. (“Coordenador-Líder”) e VERT Companhia Securitizadora (“Emissora” ou “Ofertante” e juntamente com o Coordenador-Líder, “Recorrentes”), com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência (“Recurso”), no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) da 1ª série da 12ª emissão da Emissora.
2. A propósito, o recurso supramencionado foi interposto contra exigência formulada pela SRE/GER-1, que solicitou a apresentação de documentação complementar para fins de comprovação da observância aos requisitos para a emissão de CRA previstos pela Lei 11.076/04 (“Lei 11.076”).
3. Conforme se verificará nas seções “I - Histórico” e “II - 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 11.076, que instituiu os CRA, mais especificamente no que se refere à necessidade da comprovação dos negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros que originarão os direitos creditórios lastro dos CRA, nos termos do §1º do art. 23 da Lei 11.076.
4. Ao longo do rito de análise da operação, nos termos da Instrução CVM nº 400/03 (“Instrução CVM 400”), as Recorrentes, 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 elaborado por Otávio Yazbek e Renato Buranello (“Parecer Emissora”, que pode ser encontrado no documento 0379269 do presente Processo).
5. Todas as alegações apresentadas pelas Recorrentes encontram-se transcritas na seção “III – Alegações das Recorrentes”, abaixo.
6. Finalmente, o presente Memorando conta ainda com as seções “IV - Nossas Considerações” e “V – Conclusão”.

I. Histórico:

7. Em 26/07/2017, foi protocolado o pedido de registro da Oferta (documento 0326623), acompanhado de seus anexos (documentos 0326626, 0326628 e 0326629).
8. Em 23/08/2017, encaminhamos o Ofício nº 55/2017-CVM/SRE/SEP (documento 0346626), 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.
9. Por meio daquele Ofício, elaboramos duas exigências com relação à questão objeto do presente Memorando, nos seguintes termos:

“3.8.2 Da estrutura da Oferta, depreende-se que parte do lastro dos CRA será constituído por Notas Promissórias de emissão de distribuidores a terceiro, os quais não seriam considerados produtores rurais.

Ademais, da leitura das Notas Promissórias, não foi possível verificar a vinculação da destinação dos recursos oriundos de sua emissão a produtores rurais, ou suas cooperativas, devidamente identificados e com base em contratos de comercialização de produtos ou insumos agropecuários, que se dê até a liquidação dos CRA, conforme se observa na estrutura das operações de emissão de CRA que têm sido registradas por esta área técnica com lastro em títulos de emissão de terceiros, que não produtores rurais ou suas cooperativas.

Desse modo, entendemos que tais Notas Promissórias, a princípio, não

poderiam ser consideradas como “direitos creditórios **originários** de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros”, conforme previsto pelo § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04, de modo que solicitamos alterar a estrutura da Oferta de forma a se adequar ao entendimento exposto acima, ajustando a sua documentação, naquilo que couber;

3.8.3 Uma vez atendida a exigência acima, na que tange às Notas Promissórias lastro dos CRA, solicitamos: (i) justificar o enquadramento de tais títulos como direitos creditórios do agronegócio, ou seja, aqueles que se originam de “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”, nos termos do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04; (ii) justificar o enquadramento dos produtos adquiridos no âmbito das Notas Promissórias como insumos agropecuários, encaminhando cópia dos contratos de fornecimento envolvidos; (iii) justificar o enquadramento dos adquirentes dos referidos produtos como produtores rurais ou cooperativas de produtores rurais;”

10. Em 21/09/2017, as Recorrentes protocolaram expediente na CVM (documentos 0364326, 0364329, 0364330, 0364331, 0364334 e 0364335) em atendimento ao Ofício nº 55/2017-CVM/SRE/SEP supramencionado, 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 Recorrentes encontram-se descritas na seção “IV – Alegações da Emissora” abaixo.

11. Em 05/10/2017, encaminhamos o Ofício nº 333/2017-CVM/SRE/GER-1 (documento 0370937), reiterando as exigências apresentadas por meio do Ofício nº 55/2017-CVM/SRE/SEP que não haviam sido atendidas, oportunidade em que nos manifestamos quanto ao tema em tela nos seguintes termos:

"Em função das respostas às exigências 3.8.2 e 3.8.3, comunicamos o seguinte entendimento:

*Considerando que: (i) nos termos do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04, os direitos creditórios do agronegócio que lastreiam os CRA (no caso, as Notas Promissórias de emissão dos Distribuidores) **devem se originar de negócio realizado** (no caso, a comercialização de insumos agropecuários) entre produtor rural (no caso, produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais com quem os Distribuidores mantenham relacionamento) e terceiros (no caso, os Distribuidores) relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários (no caso, os insumos agropecuários fornecidos pela Syngenta); e considerando que (ii) é requisito prévio à emissão dos CRA a “identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem”, nos termos do inciso VIII do art. 37 da Lei nº 11.076/04, entendemos que, para se cumprir plenamente com o que preceitua os acima referidos dispositivos legais, previamente à emissão dos CRA e ao registro da Oferta na CVM (que verificará a legalidade da operação), deverão ser inseridos nos documentos da Oferta (no mínimo no Termo de Securitização, nas Notas Promissórias e no Prospecto) e encaminhados a esta Autarquia:*

(i) relação exaustiva dos produtores rurais que poderão adquirir insumos agropecuários dos Distribuidores, no âmbito da destinação dos recursos oriundos da Oferta (obtidos por meio da emissão das Notas Promissórias), até a data de liquidação dos CRA; bem como

(ii) todos os contratos de compra de insumos agropecuários no âmbito dos quais serão destinados os recursos captados com a operação, devidamente assinados, em valor que permita a destinação de todo o montante de recursos oriundos da presente emissão até o vencimento dos CRA; ou

(iii) alternativamente ao item (ii) acima, todos os pedidos de compra de insumos agropecuários realizados pelos produtores rurais, ou suas cooperativas, junto aos Distribuidores, cujos pagamentos ocorrerão após a emissão dos CRA e até o seu vencimento, em valor correspondente ao montante de recursos oriundos da presente emissão e ao valor das Notas Promissórias lastro dos CRA; ou

(iv) alternativamente aos itens (ii) e (iii) acima, que o “Convênio de Aquisição de Insumos Agrícolas” vinculado a cada Nota Promissória de cada um dos Distribuidores contenha listagem exaustiva dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que poderão adquirir insumos no âmbito do mesmo, assinados pelo Distribuidor e produtores rurais, ou suas cooperativas, a ele vinculados, com informações sobre o volume de negócios a serem realizados em seu âmbito compatível com o valor da Nota Promissória a ele vinculado e prazo que contemple o período de vigência dos CRA.

*Dessa forma, entendemos que a mecânica prevista na documentação atual da Oferta com relação à destinação dos recursos oriundos da emissão dos CRA pela Devedora, **conforme prevista no item 2.4 do Prospecto, não cumpre com os requisitos acima expostos, de modo que o registro da operação dependerá da realização de ajustes na referida documentação nesse sentido.***

Adicionalmente ao disposto acima, solicitamos que:

(i) se justifique **o enquadramento do produto a ser comercializado (insumos produzidos pela Syngenta)**, entre os produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais e os Distribuidores, como “insumo agropecuário”, de modo que o financiamento obtido por meio da emissão das Notas Promissórias lastro dos CRA pelos Distribuidores atenda ao disposto no § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04; e

(ii) se encaminhe documentação que comprove o enquadramento de todos adquirentes de fertilizantes dos Distribuidores no âmbito das Notas Promissórias lastro dos CRA como **“produtor rural”, nos termos da regulamentação aplicável.**”

12. Em 20/10/2017, as Requerentes protocolaram o presente Recurso na CVM (documentos 0379263 e 0379269), tendo como anexo o Parecer Emissora.

13. Tal Recurso foi acompanhado de pedido de efeito suspensivo com relação ao prazo para atendimento às exigências constantes do Ofício nº 333/2017-CVM/SRE/GER-1, o qual foi concedido por esta área técnica em 25/10/2017, por meio do Ofício nº 368/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento 0380983).

II. Estrutura dos CRA e Características da Oferta:

14. A presente Oferta, que foi aprovada em reunião de diretoria da Emissora realizada em 23/05/2017, prevê a emissão de, inicialmente, 850.000 CRA, para distribuição pública, nos termos da Instrução CVM 400, da 1ª série da 12ª emissão da Ofertante, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o valor total de, inicialmente, R\$ 850.000.000,00.

15. O vencimento dos CRA se dará em 21/08/2021, sendo que tais títulos farão jus a juros remuneratórios equivalentes a 97% da taxa DI.

16. A presente emissão de CRA contará ainda com regime fiduciário dos direitos creditórios do agronegócio que compoem 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.

17. 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 no sistema CETIP 21 da B3 S.A.

18. Os CRA terão como lastro direitos creditórios do agronegócio representados por Notas Promissórias (“Direitos Creditórios do Agronegócio”) emitidas por produtores rurais e por distribuidores de insumos agrícolas (“Distribuidores” e juntamente com os produtores rurais, serão os devedores dos direitos creditórios que compoem o lastro dos CRA).

19. As Notas Promissórias são emitidas conforme o “Convênio de Aquisição de Insumos Agrícolas a Certificados de Recebíveis do Agronegócio da VERT Companhia Securitizadora” (“Convênio”, documento nº 0364329), a ser celebrado entre a Emissora e cada um Devedores.

20. O Convênio apresenta as seguintes características:

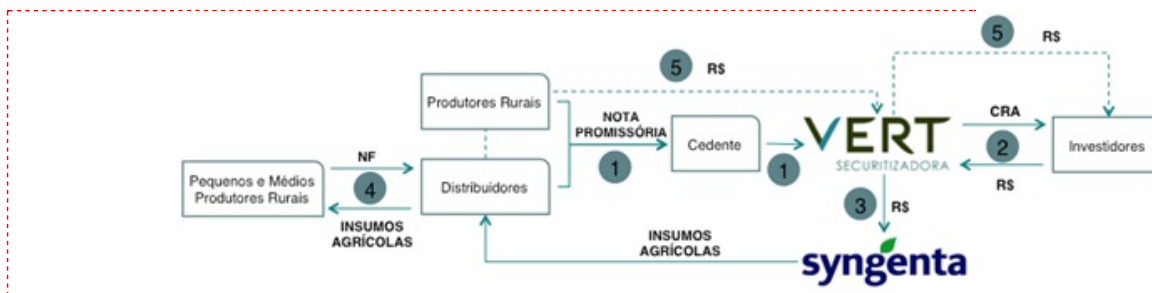
(a) o emitente de Notas Promissórias (“Emitente”) deverá disponibilizar à Emissora: (i) um contrato de fornecimento, ordem ou pedido de aquisição de Insumos pelo Emitente junto à Syngenta Proteção de Cultivos Ltda (“Syngenta”) ou (ii) notas fiscais correspondentes à aquisição de insumos da Syngenta;

(b) os insumos agrícolas adquiridos deverão ser utilizados pelo Emitente exclusivamente (i) no caso de produtor rural, para suas atividades de produção rural, ou (ii) no caso de distribuidor, para alienação a produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais, em operações a prazo, por meio do qual o Emitente deverá fornecer os insumos a referidos produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais;

(c) os recursos oriundos do Convênio (captados na Oferta) serão utilizados para a aquisição financiada dos insumos pelos Emitentes junto à Syngenta.

21. A Oferta conta com revolvência dos direitos creditórias que a lastreiam, o que significa que ao longo da vigência dos CRA, poderão ser adquiridas novas Notas Promissórias para compor o lastro, com recursos oriundos do pagamento dos direitos creditórios que originalmente compunham o lastro, desde que atendidos determinados critérios de elegibilidade como, por exemplo, prazo dos novos Direitos Creditórios do Agronegócio inferior à data de vencimento dos CRA.

22. 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 documentação que apresentou o Recurso:



"1. produtores rurais, suas cooperativas e distribuidores (“Devedores”) indicam um

volume de Insumos que desejam adquirir da Syngenta e emitem Notas Promissórias para a Cedente, conforme as Ordens de Compra e Venda e/ou Notas Fiscais Eletrônicas, observado que os Distribuidores indicam o volume conforme pedidos feitos anteriormente por pequenos e médios produtores rurais. Em ato subsequente, a Cedente transfere as Notas Promissórias à Emissora, por meio de endosso completo, nos termos dos artigos 80 e 56 do Decreto n.º 2.044 e do artigo 13 da Lei Uniforme de Genebra.

2. A Emissora emite, com lastro nas referidas Notas Promissórias (“Créditos do Agronegócio”), os CRA.

3. Com os recursos decorrentes dos CRA, a Emissora, por conta e ordem dos Devedores, como contraprestação pela aquisição das Notas Promissórias, paga o Preço de Aquisição à Syngenta, cujo valor refere-se à compra dos Insumos, conforme as Operações de Compra e Venda. A Syngenta, assim, entrega os Insumos para os Devedores.

4. Distribuidores vendem Insumos para pequenos e médios produtores rurais, conforme pedidos feitos anteriormente à compra pelos Distribuidores de Insumos da Syngenta.

5. Recursos recebidos em decorrência do pagamento das Notas Promissórias serão utilizados para (i) a recomposição do Fundo de Despesas; (ii) a Renovação; (iii) a Amortização Extraordinária semestral ou (iv) a Amortização Extraordinária, caso não tenha havido a aquisição de novos Créditos do Agronegócio até a respectiva Data Limite para Renovação. No último ciclo, os recursos recebidos serão direcionados para pagamento de juros e principal dos CRA.”

23. Assim, verifica-se que parte do lastro dos CRA será constituído por Notas Promissórias de emissão de distribuidores de insumos agrícolas a terceiro, no caso a VERT Créditos Ltda., integrante do grupo empresarial da Emissora.

24. Ademais, da leitura dos documentos da Oferta, verifica-se que não há comprovação da vinculação da destinação dos recursos oriundos da Emissão ao financiamento da aquisição de insumos agropecuários por parte de produtores rurais específicos, ou suas cooperativas, devidamente identificados na documentação da Oferta.

III. Alegações das Recorrentes:

25. Em 20/10/2017, as Recorrentes protocolaram o Recurso na CVM, abaixo transcrito, tendo como anexo o Parecer Emissora, que pode ser encontrado no documento 0379269 do presente Processo:

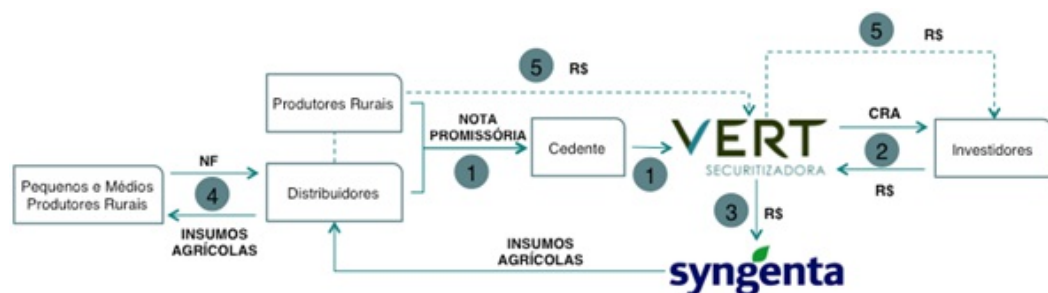
Recurso:

“II. DA SÍNTESE DOS FATOS

A. Da estrutura da Oferta

5. As Recorrentes, em conjunto com a Syngenta Proteção de Cultivos Ltda., sociedade limitada com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida das Nações Unidas, n.º 18.001, 2º andar, inscrita no CNPJ/MF sob n.º 60.744.463/0001-90 (“Syngenta”), estruturaram a oferta de certificados de recebíveis do agronegócio emitidos pela VERT, consistindo na 1ª (primeira) série da 12ª (décima segunda) emissão da VERT (“Emissão”). Os CRA objeto da Emissão serão lastreados nas notas promissórias (“Notas Promissórias”) a serem emitidas por distribuidores e produtores rurais, devidamente cadastrados e aprovados pela Syngenta de acordo com os termos e condições da política de crédito da Syngenta, que realizarão a aquisição de insumos de proteção de cultivos e sementes agrícolas (“Insumos”) para uso próprio, no caso dos produtores rurais, ou para comercialização com produtores rurais e/ou suas cooperativas, no caso dos distribuidores.

6. Para fácil referência, apresentamos abaixo gráfico demonstrando como se dará tal estrutura:



Onde:

1. Produtores rurais, suas cooperativas e distribuidores (“Devedores”) indicam um volume de Insumos que desejam adquirir da Syngenta e emitem Notas Promissórias para a Cedente, conforme as Ordens de Compra e Venda e/ou Notas Fiscais Eletrônicas, observado que os Distribuidores indicam o volume conforme pedidos feitos anteriormente por pequenos e médios produtores rurais. Em ato subsequente, a Cedente transfere as Notas Promissórias à Emissora, por

meio de endosso completo, nos termos dos artigos 8º e 56 do Decreto n.º 2.044 e do artigo 13 da Lei Uniforme de Genebra.

2. A Emissora emite, com lastro nas referidas Notas Promissórias (“Créditos do Agronegócio”), os CRA.

3. Com os recursos decorrentes dos CRA, a Emissora, por conta e ordem dos Devedores, como contraprestação pela aquisição das Notas Promissórias, paga o Preço de Aquisição à Syngenta, cujo valor refere-se à compra dos Insumos, conforme as Operações de Compra e Venda. A Syngenta, assim, entrega os Insumos para os Devedores.

4. Distribuidores vendem Insumos para pequenos e médios produtores rurais, conforme pedidos feitos anteriormente à compra pelos Distribuidores de Insumos da Syngenta.

5. Recursos recebidos em decorrência do pagamento das Notas Promissórias serão utilizados para (i) a recomposição do Fundo de Despesas; (ii) a Renovação; (iii) a Amortização Extraordinária semestral ou (iv) a Amortização Extraordinária, caso não tenha havido a aquisição de novos Créditos do Agronegócio até a respectiva Data Limite para Renovação. No último ciclo, os recursos recebidos serão direcionados para pagamento de juros e principal dos CRA.

7. O Santander realizará a distribuição pública dos CRA objeto da Emissão sob os termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Oferta Pública”), tendo, deste modo, submetido a documentação relacionada à Oferta Pública para análise da SRE a fim de obter o necessário registro. Desta forma, foi aberto o Processo CVM nº 19957.006751/2017-15, no âmbito do qual foi emitido o Ofício objeto do presente recurso.

B. Das exigências presentes no Ofício

8. Por meio do Ofício em questão, esta d. CVM, por meio da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE (“SRE”), apresentou a seguinte exigência nos itens 3.8.2. e 3.8.3.:

“Considerando que: (i) nos termos do parágrafo 1º do art. 23 da lei nº 11.076/04, os direitos creditórios do agronegócio que lastreiam os CRA (no caso, as Notas Promissórias de emissão dos Distribuidores) devem se originar de negócio realizado (no caso, a comercialização de insumos agropecuários) entre o produtor rural (no caso, produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais com quem os Distribuidores mantêm relacionamento) e terceiros (no caso, os Distribuidores) relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários (no caso, os insumos agropecuários fornecidos pela Syngenta); e considerando que (ii) é requisito prévio à emissão dos CRA a “identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem”, nos termos do inciso VIII do art. 37 da Lei nº 11.076/04, entendemos que, para se cumprir plenamente com o que preceitua os acima referidos dispositivos legais, previamente à emissão dos CRA e ao registro da Oferta na CVM (que verificará a legitimidade da operação), deverão ser inseridos nos documentos da Oferta (no mínimo no Termo de Securitização, nas Notas Promissórias e no Prospecto) e encaminhados a esta Autarquia:

(i) relação exaustiva dos produtores rurais que poderão adquirir insumos agropecuários dos Distribuidores, no âmbito da destinação dos recursos oriundos da Oferta (obtidos por meio da emissão das Notas Promissórias), até a data de liquidação dos CRA; bem como

(ii) todos os contratos de compra de insumos agropecuários no âmbito dos quais serão destinados os recursos captados com a operação, devidamente assinados, em valor que permita a destinação de todo o montante de recursos oriundos da presente emissão até o vencimento dos CRA; ou

(iii) Alternativamente ao item (ii) acima, todos os pedidos de compra de insumos agropecuários realizados pelos produtores rurais, ou suas cooperativas, junto aos Distribuidores, cujos pagamentos ocorrerão após a emissão dos CRA e até o seu vencimento, em valor correspondente ao montante de recursos oriundos da presente emissão e ao valor das Notas Promissórias lastro dos CRA; ou

(iv) alternativamente aos itens (ii) e (iii) acima, que o “Convênio de Aquisição de Insumos Agrícolas” vinculado a cada Nota Promissória de cada um dos Distribuidores contenha listagem exaustiva dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que poderão adquirir insumos no âmbito do mesmo, assinados pelo Distribuidor e produtores rurais, ou suas cooperativas, a ele vinculados, com informações sobre o volume de negócios a serem realizados em seu âmbito compatível com o valor da Nota Promissória a ele vinculado e prazo que contemple o período de

vigência dos CRA.

(v) *Dessa forma, entendemos que a mecânica prevista na documentação atual da Oferta com relação à destinação dos recursos oriundos da emissão dos CRA pela Devedora, conforme prevista no item 2.4 do Prospecto, não cumpre com os requisitos acima expostos, de modo que o registro da operação dependerá da realização de ajustes na referida documentação nesse sentido.*

Adicionalmente ao disposto acima, solicitamos que:

(i) se justifique o enquadramento do produto a ser comercializado (insumos produzidos pela Syngenta), entre os produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais e os Distribuidores, como “insumo agropecuário”, de modo que o financiamento obtido por meio da emissão das Notas Promissórias lastro dos CRA pelos Distribuidores atenda ao disposto no parágrafo 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04; e

(ii) se encaminhe documentação que comprove o enquadramento de todos adquirentes de fertilizantes dos Distribuidores no âmbito das Notas Promissórias lastro dos CRA como “produtor rural”, nos termos da regulamentação aplicável.”

9. *Apesar de compreender as legítimas preocupações desta d. CVM com a devida adequação da Oferta aos normativos aplicáveis, o Coordenador Líder e a Emissora entendem que a Emissão e a estrutura pretendida para a Oferta atendem a todos requisitos legais e regulatórios aplicáveis, motivo pelo qual apresentam o presente Recurso.*

III. DO MÉRITO

10. *A estrutura da Oferta tem como lastro dos CRA a vinculação de Notas Promissórias de emissão (a) de produtores rurais e/ou suas cooperativas; e (b) de distribuidores, que realizarão a aquisição de Insumos da Syngenta para comercialização com produtores rurais e/ou suas cooperativas (“Distribuidores”).*

11. *Inicialmente, vale destacar que, como depreende-se do Ofício, não há qualquer óbice específico quanto à estrutura apresentada, limitando-se as exigências ora apresentadas nos itens 3.8.2 e 3.8.3, a uma questão formal e incidental, qual seja, a apresentação à SRE, para fins de registro da Oferta, de informações referentes a três pontos principais (os quais, em nosso entender, resumem todas as exigências aqui analisadas):*

(a) documentos formalizando, individualmente, cada aquisição de insumos por produtores rurais e/ou suas cooperativas junto aos Distribuidores;

(b) relação exaustiva dos produtores rurais que poderão adquirir tais insumos e encaminhamento de documentação que comprove o enquadramento de todos adquirentes de fertilizantes dos Distribuidores, no âmbito das Notas Promissórias lastro dos CRA, como “produtor rural”; e

(c) justificativa de enquadramento do produto a ser comercializado como “insumo agropecuário”.

12. *Passamos, portanto, a analisar, individualmente, as exigências acima.*

(a) exigência de apresentação de documentos formalizando, individualmente, cada aquisição de insumos por produtores rurais e/ou suas cooperativas junto aos Distribuidores

13. *Depreende-se da exigência acima que a SRE entende ser imprescindível a apresentação de documentos que formalizam a relação entre os Distribuidores e os produtores rurais e suas cooperativas que adquirirão insumos de referidos Distribuidores. Tal exigência, presumimos, decorre de exigências apresentadas e discutidas com esta d. CVM em ofertas anteriormente realizadas.*

14. *Ocorre que, diferentemente da interpretação da SRE, a estrutura ora apresentada deve, na verdade, ser tratada, neste ponto, de forma diversa daquelas anteriormente analisadas, tendo em vista as atividades específicas praticadas pelos Distribuidores, conforme detalhado abaixo, as quais diferenciam-se de forma relevante das atividades realizadas por alguns “terceiros” emitentes de lastro utilizado para vinculação a CRA.*

15. *Ademais, mesmo se não fosse o caso de aplicar-se tratamentos distintos (o que admite-se apenas a título argumentativo), não haveria que se falar em apresentação de contratos, uma vez que a mesma não é necessária para comprovação da existência de negócio entre os produtores rurais e suas*

cooperativas e Distribuidores, conforme já manifestado à SRE e, de forma sumária, reiterado abaixo.

16. Neste sentido, fazemos referência à decisão deste d. Colegiado no âmbito do Processo SEI nº 19957.001669/2016-13, que tinha por interessados Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A., XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (“Decisão CRA Burger King”), a qual entendemos ser base para as exigências ora formuladas pela SRE. Em tal decisão, como é de conhecimento deste Colegiado, foi admitida a emissão de CRA com lastro em títulos de dívida de “terceiros” (os quais, em nosso entender, é o tratamento que vem sendo outorgado pela SRE aos Distribuidores no âmbito da presente Oferta), nos termos do disposto no artigo 23, parágrafo 1º da Lei 11.076.

(a.i) Diferenças nas estruturas já analisadas pela CVM e a Oferta atual

17. Na operação analisada na Decisão CRA Burger King, assim como em outros precedentes já aprovados por esta CVM, como no caso da oferta de CRA emitidos pela Ápice Securitizadora S.A., com lastro em debêntures emitidas pela Companhia Brasileira de Distribuição (“CRA Pão de Açúcar”), as companhias emittentes dos títulos que foram lastro dos CRA (em ambos os casos, debêntures) realizavam, dentre diversas atividades empresariais próprias, a aquisição de produtos agropecuários de produtores rurais e cooperativas de produtores rurais.

18. Por tal motivo, em tais estruturas houve por bem esta d. CVM, a fim de zelar pela correta adequação das estruturas apresentadas aos dispositivos legais aplicáveis, exigir (a) a comprovação da existência da relação entre tais emittentes dos lastros dos CRA e produtores rurais e/ou suas cooperativas, (b) o estabelecimento de amarras contratuais para estabelecer a devida destinação dos recursos aos referidos produtores rurais e/ou suas cooperativas, e, por fim (c) a posterior verificação – naqueles casos delegada ao agente fiduciário – da referida destinação de recursos.

19. Tais preocupações tinham por finalidade mitigar o risco de destinação dos recursos a outras atividades desenvolvidas por tais companhias, bem como verificar a capacidade de a totalidade dos recursos obtidos por estas companhias poder ser efetivamente destinado a relações comerciais existentes com produtores rurais. **Isto porque, nos casos acima referidos, as companhias emissoras do lastro tinham diversas atividades econômicas, dentre as quais nem todas eram relacionadas ao setor do agronegócio e, portanto, justificava-se a preocupação desta d. CVM em apresentar tais requisitos adicionais comprovando origem em negócios com produtores rurais e suas cooperativas, assim como a posterior verificação da devida destinação.**

20. Ocorre que, no caso da presente Oferta, os **Distribuidores**, emittentes das Notas Promissórias que são objeto das exigências apresentadas, **tem por única e exclusiva atividade a comercialização de insumos agrícolas que, por sua natureza e por determinação legal, tem por destinação exclusiva a sua utilização na produção rural.**

21. Fazemos referência, com relação ao acima, ao parecer anexo (Doc. 2) e emitido pelos ilustres Srs. Otavio Yazbek (Yazbek Advogados) e Renato Buranello (Vaz, Buranello, Shingaki & Oioli Advogados) (“Parecer”):

“Isso porque, aqui, se está diante de um caso em que, diferentemente do que ocorria naqueles dois outros, a emissão de CRA se apresenta, de início, em sua forma mais típica: estamos basicamente diante de uma operação destinada a securitizar fluxos nascidos de uma relação comercial entre produtores rurais e um terceiro, distribuidor de determinados insumos. Insumos estes, vale frisar, que não apenas são necessários para a produção agrícola, como também apenas podem ser usados para esses fins exclusivos e nesse contexto bastante limitado (trata-se, afinal, de produtos de uso controlado, como se verá mais adiante).”
(grifamos)

22. Ainda, é importante ressaltar que o próprio regulamento jurídico relacionado à comercialização de insumos agrícolas, como o agrotóxico, delimita o produtor rural como destinatário exclusivo destes insumos agropecuário, conforme Lei nº 7.802, de 11 de julho de 1989 (“Lei 7.802”) e sua respectiva regulamentação, qual seja, o Decreto 4.074, de janeiro de 2002 (“Decreto 4.074”).

23. A Lei 7.802, em seu artigo 2º, inciso I, ao definir agrotóxico, o qualifica como produtos destinados ao setor de produção de produtos agrícolas, bem como armazenamento e beneficiamento desses. Além disso, a Lei 7.802 em seu artigo 7º exige que a bula dos agrotóxicos deixe claro que os agrotóxicos são aplicados na lavoura, requerendo a identificação para aplicação dentro do

intervalo de segurança, assim entendido como tempo que deverá transcorrer entre a aplicação e a colheita, uso ou consumo, a semeadura ou plantação, e a semeadura ou plantação do cultivo seguinte, conforme o caso. Ademais, o artigo 66 do Decreto 4.074, dispõe que a receita de venda do agrotóxico deve identificar o nome do usuário, a propriedade e sua localização, bem como a cultura e áreas onde os agrotóxicos serão aplicados. Por fim, o receituário obrigatório para comercialização dos agrotóxicos somente pode ser emitido por engenheiros agrônomos ou técnicos agrícolas habilitados, observado que a nota fiscal que acompanha o receituário também deve identificar o produtor rural que utilizará os agrotóxicos.

24. Os insumos adquiridos da Syngenta e comercializados pelos Distribuidores tratam-se exclusivamente de (i) insumos de proteção de cultivos e (ii) sementes, vendidos em volumes e forma cuja **utilização se dá exclusivamente por produtores rurais e suas cooperativas**, conforme disposto na Lei 7.802 e Decreto 4.074. Deste modo, **não há qualquer outro adquirente de tais Insumos dos Distribuidores**, de modo que os Distribuidores deverão, por limitação prática e legal, além das restrições contratuais estabelecidas nos documentos da Oferta, **realizar negócios exclusivamente com produtores rurais e suas cooperativas**.

25. Vale destacar ainda que, nos termos dos documentos da Oferta, os Distribuidores deverão fornecer à Emissora e ao Agente Fiduciário as Notas Fiscais de efetiva comercialização dos Insumos juntos a produtores rurais e suas cooperativas, fortalecendo ainda mais a segurança da estrutura e a comprovação de que o produtor rural e/ou suas cooperativas estão sendo diretamente beneficiados com a emissão dos CRA, mesmo que tal obrigação não seja nem mesmo necessária tendo em vista legislação restrita de venda de defensivos e a própria lógica de cadeia industrial, em que o distribuidor se apresenta como elo entre os produtos necessários para a produção e o produtor rural.

26. Assim, considerando-se a natureza comercial dos Distribuidores e sua atividade exclusiva, não há que se falar na necessidade das mesmas exigências apresentadas em operações como aquelas anteriormente citadas onde, de fato, havia uma preocupação específica quanto a possibilidade de destinação de recursos para destinatários diversos dos fornecedores que fossem enquadrados como produtores rurais e suas cooperativas, o que não ocorre no caso da presente Oferta.

27. Vale destacar que, sem prejuízo do acima, a Oferta ora apresentada tem, de fato, como base, (a) a existência de relação entre os Distribuidores e os produtores rurais e/ou suas cooperativas, as quais são formalizadas por meio de pedidos de venda e/ou notas fiscais, (b) a existência de amarras contratuais para utilização dos recursos obtidos por meio do CRA (que serão utilizados para aquisição dos insumos da Syngenta, os quais serão comercializados pelos Distribuidores junto aos produtores rurais e/ou suas cooperativas com base em pedidos de venda e/ou notas fiscais), e (c) posterior verificação pelo Agente Fiduciário da destinação de recursos na forma como disciplinada nos documentos da Oferta.

28. Deste modo, uma vez superada esta questão, o ponto em discussão resume-se exclusivamente à necessidade de (i) apresentação de todos os pedidos de compra e/ou contratos, e (ii) da lista exaustiva dos produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais, conforme sugerido pela SRE. A apresentação de tais informações, em vista das atividades exercidas pelas Distribuidores é desnecessária, como mencionado, e também impraticável, como demonstrar-se-á abaixo.

(a.ii) Da impossibilidade de apresentação de documentos e/ou da alteração da dinâmica do agronegócio

29. Como mencionado na resposta ao Ofício nº 55/2017/CVM/SRE/SEP, conforme levantamento de base de dados usados pela Syngenta com relação a vendas feitas a Distribuidores e destes aos produtores rurais e/ou suas cooperativas, foi possível verificar que, apenas neste ano de 2017, considerando um universo de cerca de **60 (sessenta) Distribuidores**, algo em torno de **metade** dos distribuidores alvo desta Emissão, foram efetuadas vendas de insumos para quase 40.000 (quarenta mil) clientes produtores rurais e/ou suas cooperativas, que geraram um total de aproximadamente **265.000 (duzentos e sessenta e cinco mil) pedidos de venda e/ou notas fiscais**.

30. Neste sentido, é importante contrapor que, nos casos tratados na Decisão CRA Burger King e no CRA Pão de Açúcar, bem como em outras operações com estruturas semelhantes a estas nas quais os CRA são lastreados em dívidas corporativas (“CRA Corporativo”), os emitentes dos títulos de dívida, de forma a cumprir com as exigências apresentadas pela CVM no âmbito do pedido de registro, selecionam grandes fornecedores de produtos rurais para compor a lista de fornecedores elegíveis para a destinação dos recursos obtidos por meio da Oferta. Isso ocorre por diversos motivos, mas principalmente por questões

práticas de composição da carteira e pelos requisitos de formalização da relação comercial existente entre os devedores dos lastros dos CRA e estes fornecedores (como por exemplo, a exigência de apresentação de contratos de fornecimento entre estes participantes em montantes suficientes para atender o valor total da Oferta).

31. Em razão disso, em estruturas de CRA Corporativo, estamos diante de um número muito inferior de produtores rurais e cooperativas de produtores rurais se comparado com o universo de produtores rurais que está envolvido na estrutura da presente Oferta, que é extremamente capilarizada. Assim, podemos aferir, inclusive, que estruturas utilizadas em CRA Corporativo beneficiam, principalmente, produtores rurais de grande porte e que possuem um número de vendas em valores expressivos para suportar a destinação dos recursos destas emissões, enquanto a presente Oferta, por outro lado, se propõe a beneficiar não apenas os grandes produtores rurais, que inclusive adquirem Insumos diretamente da Syngenta, mas também, e principalmente, pequenos e médios produtores rurais e suas cooperativas localizados em diversas regiões do Brasil em que a Syngenta atua por meio dos Distribuidores.

32. Com isso, fica claro e evidenciado que a estrutura da presente Oferta pretende atender, da forma mais ampla possível, os objetivos previstos com a Lei 11.076 de desenvolvimento do agronegócio por meio do financiamento privado e para beneficiamento, não apenas de grandes produtores rurais, mas principalmente dos pequenos e médios produtores rurais, sendo estes, inclusive, os que mais necessitariam de opções de crédito e financiamento como a proporcionada pela estrutura da presente Oferta.

33. A propósito e conforme será destacado adiante, a extensão da estrutura da presente Oferta para pequenos e médios produtores só se torna possível e também viável devido à participação dos Distribuidores neste programa. Conforme indica o Parecer, os Distribuidores atuam como agentes que proporcionam a capilaridade necessária para que os Insumos da Syngenta possam alcançar pequenos e médios produtores rurais e suas cooperativas pelo território nacional, sendo parte essencial da cadeia do agronegócio.

34. Desta forma, diferente de CRAs Corporativos onde é possível aos participantes encaminhar cópias de tais documentos a esta d. CVM (por todos os motivos expostos acima) e, à SRE, analisar tais documentos, é **impraticável o envio de tal informação no caso desta Oferta, tendo em vista o volume de documentos, a quantidade de participantes (sejam eles diretos, no caso dos produtores rurais e Distribuidores emitentes das notas promissórias, sejam eles indiretos, no caso dos milhares de produtores rurais adquirentes de Insumos dos Distribuidores), as práticas utilizadas no agronegócio e os custos que seriam verificados.**

35. Ressaltamos que o lastro dos CRA, ou seja, as Notas Promissórias, bem como os demais documentos comprobatórios relacionados ao lastro, quais sejam, os Convênios, os Termos de Quitação de Obrigação e Confissão de Dívida, as Notas Fiscais Eletrônicas e as Ordens de Compra e Venda, estarão devidamente custodiadas pela Instituição Custodiante, tão logo tenham sido formalizados pelos Participantes, considerando os termos e condições previstos nos documentos da Oferta. Também faz-se necessária a distinção destes CRA Corporativo pela própria natureza do emitente da dívida, que diferencia-se de forma substancial do Distribuidor, uma vez que este último está plenamente inserido na cadeia agroindustrial, tendo seu objeto totalmente voltado ao produtor rural.

36. Neste sentido, vale destacar que a própria CVM já enfrentou debates relacionados a situações que se demonstravam impraticáveis e/ou muito custosas às partes o envio de documentos comprobatórios de crédito e seus respectivos lastros no âmbito destas ofertas. Em seu voto no Processo CVM RJ 2004/6913, que tratava de obrigações dos custodiantes de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs), o então Presidente Sr. Marcelo Fernandez Trindade fez as seguintes ponderações ao analisar a verificação de lastro pulverizado por custodiantes:

“Nesses casos, a análise de cada um dos créditos e seus lastros (operações ou negócios que lhes deram origem, ou mesmo autenticidade das assinaturas dos devedores em aceites, recibos de entrega ou cheques) seria impraticável, ou ao menos muitíssimo custosa, terminando por duplicar toda a estrutura de venda e análise de crédito do próprio originador-cedente, estrutura que, ademais, deve ser examinada pela agência de rating. Esse custo provavelmente eliminaria, ou reduziria muitíssimo, os benefícios da diversificação da carteira e da desintermediação do crédito obtidos com a estruturação de um FIDC.” (grifamos)

37. Trata-se, portanto, de caso que se assemelha ao da presente Oferta, onde a apresentação de milhares de pedidos de venda e/ou notas fiscais, bem como a relação exaustiva de todos os possíveis produtores rurais e suas cooperativas adquirentes de Insumos dos Diretores, se faz impraticável e torna inviável a

realização da Oferta. Contudo, cumpre ressaltar que as exigências impostas por meio do Ofício são ainda mais gravosas e prejudiciais a estrutura da operação uma vez que, no caso tratado no Processo CVM RJ 2004/6913 a discussão envolvia “a análise de cada um dos créditos e seus lastros”, ou seja, trata-se especificamente dos direitos creditórios que compunham o lastro do FIDC, enquanto que, na presente Oferta, o Ofício impõe exigências tão impraticáveis e custosas quanto essas, mas, diferentemente do outro caso, estas exigências recaem sobre a formalização de documentos e informações que tem por objetivo demonstrar apenas a existência da relação existente entre os Distribuidores e seus clientes, produtores rurais e cooperativas produtores rurais, ou seja, especificamente quanto a ponta final da destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRA. E, ressalte-se, considerando a atividade fim de um Distribuidor tal com o discutido acima, esta relação com o produtor rural existe de forma mais natural e necessária do que outros participantes do mercado.

38. As alternativas apresentadas pela SRE, ainda que detalhadas de forma específica, infelizmente, também não são viáveis. Isto porque, além da impossibilidade de obtenção de referida documentação em relação a milhares de produtores rurais, trata-se de alteração na dinâmica comercial e contratual já consolidada no setor, a qual não pode (e nem deve) ser alterada por uma estrutura de securitização prevista em lei cujo real objetivo é se adequar à realidade do campo, oferecendo uma alternativa viável de financiamento, e não o contrário. A alteração além de não apresentar benefícios, pode ter o efeito inverso de poder agravar um risco à operação por trazer instrumentos que não são aqueles utilizados pelos agentes. É, inclusive, o que aponta o Parecer ao indicar que “Quando, na qualidade de agente normativo e regulador do processo econômico, o Estado atua, não cabe a ele propriamente determinar ou mesmo sugerir modelos negociais entre os agentes privados, como se ele pudesse, por decisões unilaterais, conformar mercados”.

39. Assim, fica demonstrada a impossibilidade prática de apresentação dos documentos solicitados pela SRE e da alteração da dinâmica do agronegócio.

(a.iii) Da inexistência de obrigação de apresentação de contratos

40. Como já manifestado pelo Coordenador Líder e pela Emissora, é importante destacar também que a Decisão do CRA Burger King não estabelece a necessidade de comprovação de existência específica de contrato de fornecimento ou qualquer outro contrato ou documentação específica que formalize a relação comercial entre o “terceiro” e os produtores rurais.

41. Do precedente citado, então, depreende-se apenas a **necessidade de demonstração da existência de “negócio” realizado entre o produtor rural e suas cooperativas e o “terceiro”** que realizará a captação dos recursos. Isto porque, em seu voto, o relator Sr. Presidente Leonardo P. Gomes Pereira, expressamente estabelece os requisitos para definição de crédito hábil a lastrear o CRA^[1], quais sejam:

(1) originar-se de negócio realizado entre produtor rural (ou cooperativas) e terceiros; e

(2) que esse negócio tenha relação com alguma das etapas do processo de produção rural.

42. Do mesmo modo, os Srs. Diretores Gustavo Borba e Pablo Renteria em nenhum momento manifestam em seus votos a exigência de que exista contrato formal, ou qualquer outro documento celebrado entre as partes, que estabeleça os termos e condições do negócio realizado entre as partes. Do contrário, o Sr. Diretor Pablo Renteria indica seu entendimento de que “a restrição estabelecida em lei não é tipológica nem formal, mas de ordem funcional, atinente à origem do crédito” e “não há óbice jurídico a que seja admitido como lastro de CRA crédito diverso daquele tipicamente agropecuário, inclusive debênture simples, desde que a causa seja o negócio celebrado entre o produtor rural (ou sua cooperativa) e terceiro, relacionado com alguma etapa do processo de produção rural.” (grifo próprio).

43. Portanto, como expressamente determinado pela Decisão CRA Burger King, há **necessidade de existência de negócio jurídico com produtores rurais** (ou suas cooperativas), mas **não há qualquer obrigação de existência de contrato escrito** ou qualquer outro documento formalizando esta relação comercial.

44. Neste sentido, a existência de negócios realizados entre Distribuidores e produtores rurais e suas cooperativas pode ser evidenciado pela natureza do seu próprio negócio e pela própria aquisição de Insumos da Syngenta pelos Distribuidores. Necessariamente, os Insumos adquiridos pelos Distribuidores não terão qualquer outra destinação se não a sua consequente comercialização com seus clientes, os quais, conforme explicitado acima, são, necessariamente, produtores rurais e cooperativas de produtores rurais. Assim, a existência lógica

de negócios entre os Distribuidores, considerados para efeitos deste raciocínio como “terceiros”, e seus clientes, assim considerados os produtores rurais e cooperativas de produtores rurais, independe de qualquer tipo de comprovação específica. Consiste, na verdade, em relação comercial existente, contínua e necessária, pela própria natureza da sua atividade.

45. Portanto, apesar de, de fato, existirem negócios jurídicos que são representados por pedidos de venda e notas fiscais que formalizam a relação entre os Distribuidores e produtores rurais e suas cooperativas, os quais, conforme demonstrado acima, consistem em documentos em volume tão expressivo que poderiam, inclusive, atingir a escala de centenas de milhares (se considerarmos todos os possíveis clientes dos Distribuidores que seriam relacionados exaustivamente conforme exigência da SRE), não há que se falar em exigência de submissão dos mesmos à CVM, pelos motivos acima expostos, sejam eles de ordem legal, regulamentar ou prática.

(b) da exigência de apresentação de relação exaustiva dos produtores rurais que poderão adquirir tais insumos e encaminhamento de documentação que comprove o enquadramento de todos adquirentes de fertilizantes dos Distribuidores no âmbito das Notas Promissórias lastro dos CRA como “produtor rural”

46. Conforme descrito acima, tendo em vista a estrutura ora apresentada, é impossível a apresentação individualizada de todos os produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais que adquirirão os Insumos junto aos Distribuidores, tendo em vista que tratam-se de milhares de produtores que serão beneficiados por meio da estrutura. Tal dificuldade aumenta exponencialmente quando lembramos que a estrutura pretendida para esta Oferta prevê o mecanismo de revolvência, nos termos previstos e consolidados no item 16 do OFÍCIO-CIRCULAR Nº 01/2017/CVM/SRE, de 06 de março de 2017. Dessa forma, pela estrutura prevista nos documentos da presente Oferta, existe a possibilidade de que os Participantes inicialmente estabelecidos não sejam necessariamente os mesmos que irão integrar a estrutura em seu próximo ciclo. Com isso, a relação “exaustiva” de produtores rurais, caso fosse apresentada à SRE e incluída na documentação da Oferta neste momento, não necessariamente seria a mesma que acompanharia o processo da operação até o seu vencimento.

47. Outro fator importante que deve ser considerado, e conforme explicitado acima, a estrutura pretendida para esta Oferta se estende, de forma direta ou indireta, a grandes, médios e pequenos produtores, sem qualquer distinção. Neste sentido, e considerando a volatilidade e dinâmica característica do mercado do agronegócio no Brasil, bem como o expressivo número de Participantes (que, inclusive, podem ser alterados ao longo da operação devido à revolvência), se torna impraticável e até mesmo desnecessário a inclusão de uma relação exaustiva de produtores rurais e cooperativas de produtores rurais habilitados a integrarem a estrutura. Por essência, essa relação é (e deve ser) mutável durante toda a operação.

48. Além disso, a exigência imposta por pela SRE requer, basicamente, a apresentação de uma relação de todos os produtores rurais que poderão adquirir Insumos dos Distribuidores que participam da operação. Esta lista exaustiva de clientes consiste em uma informação estratégica, sensível e confidencial sobre os negócios praticados por cada um dos Distribuidores, que se, inclusive, se afasta do próprio controle da Syngenta. Assim, a inclusão deste tipo de informação nos documentos de uma oferta pública poderia prejudicar enormemente as atividades desenvolvidas pelos Distribuidores, especialmente em relação aos seus competidores no mercado, intervindo na dinâmica e práticas usuais no mercado.

49. Nesse mesmo sentido e conforme detalhado acima, vale destacar que os Distribuidores cumprem papel essencial na cadeia do agronegócio ao ampliar, por meio de sua capilaridade, o acesso dos insumos no campo aos pequenos e médios produtores rurais. Faz parte da própria lógica do agronegócio a figura dos Distribuidores, que tem o papel de revender os Insumos adquiridos para milhares de produtores rurais espalhados por todo o país.

50. Conforme indicado no Parecer, “Os distribuidores, na prática, são empresas que representam um número pequeno de insumos agropecuários ou de fabricantes de insumos agropecuários e atingem número elevado de clientes compradores. Sua função como distribuidores e representantes comerciais é a de aproximar o produtor dos insumos ao consumidor final, produtor rural. Assim, como reforçaremos adiante, os distribuidores representam um elo neutro, porém essencial, entre a Syngenta e os pequenos e médios produtores, que adquirem os produtos da empresa”. Destaca-se que o canal de distribuição efetua a venda de mais de 47% de defensivos para produtores rurais. Os distribuidores atendem cerca de um milhão e meio de produtores rurais, o que indica claramente a impossibilidade operacional de identificação individual, exaustiva e devidamente comprovada dos produtores rurais almejada pela área técnica.

51. Ainda, “Note-se que os distribuidores, no desenvolvimento de suas atividades econômicas, não adquirem produtos para qualquer espécie de modificação, transformação, industrialização e/ou beneficiamento, mas tão somente para revenda junto a produtores rurais. Essa é a sua função e nesse contexto deve ser analisado no bojo da emissão do CRA objeto deste parecer”.
52. O mercado de defensivos agrícolas no Brasil, de acordo com a pesquisa de mercado efetuada pela Spark – BIP – (BI Brasil), é da ordem de US\$8.991.000.000,00, sendo que **apenas os distribuidores são responsáveis por 47% (quarenta e sete por cento) deste total**, ou seja, US\$4.260.000.000,00. Nesse contexto, **2.730.000 produtores rurais são atendidos** pelos 1.136 distribuidores atuantes no Brasil, de modo que fica evidenciada a impossibilidade operacional de identificação individual e exaustiva de cada um dos produtores rurais com quem os Distribuidores celebram negócios, conforme exigido pela área técnica desta CVM.
53. Assim, a estrutura atende o princípio basilar que estimou a promulgação da Lei 11.076, que visava criar alternativas para fins de financiamento privado do agronegócio. Alternativas estas que deveriam beneficiar a todos que participam da cadeia do agronegócio, em especial os de médio ou pequeno porte. Neste sentido, destaca-se o voto do Sr. Diretor Gustavo Borba, que indicou seu entendimento de que o propósito da Lei 11.076 de captação de recursos no mercado, para fins de estímulo das atividades agropecuárias, é atingido pela sistemática da lei, tanto pelo financiamento do produtor rural como pela destinação dos recursos para terceiro que contrata com o produtor rural.
54. Vale notar, então, que a presente Oferta, em vista da estrutura apresentada, **atinge um rol de produtores sem precedentes em ofertas similares no mercado de capitais e de variados portes**, constituindo estrutura que representa verdadeiro avanço no financiamento privado do agronegócio, uma vez que até mesmo pequenos e médios produtores poderão beneficiar-se da estrutura. A decisão deste Colegiado no presente Recurso, assim, contribuirá com o fortalecimento do ambiente de segurança jurídica no âmbito do títulos do agronegócio, de modo a incentivar a estruturação de ofertas que efetivem o propósito da Lei 11.076.
55. Ademais, é importante evidenciar que a própria **comercialização dos Insumos produzidos pela Syngenta é destinada exclusivamente a produtores rurais** por disposição legal e regulamentar, não sendo necessária a identificação individual de produtores rurais ou suas cooperativas. Não haveria outro uso possível, pelas restrições impostas pela própria legislação e regulamentação, para defensivos agrícolas que não por produtores rurais e suas cooperativas.
56. É nesse sentido que indica o Parecer “Na verdade, este elo (i.e. o Distribuidor) é neutro, antes de mais nada, porque não há nada a fazer com os produtos vendidos pela Syngenta e que são objeto do Convênio senão repassá-los aos produtores rurais para a finalidade exclusiva de uso no processo de produção agrícola. O Distribuidor, também por força do Convênio e dos demais documentos que subscreve – incluindo a nota promissória –, não os beneficia e não os aliena a nenhum terceiro que não seja produtor rural. Este é o efeito do regime contratual, legal e regulamentar acima descrito. Trata-se, repita-se, de produtos de uso controlado, como já se viu mais acima neste parecer, para os quais não existe um mercado secundário e para os quais não se pode pensar em outra destinação”.
57. Tendo em vista que a própria comercialização de agrotóxico é destinada a produtores rurais por disposição legal e regulamentar, não é necessária a identificação individual de produtores rurais ou suas cooperativas e nem mesmo o encaminhamento de documentação que comprove o enquadramento de todos adquirentes de Insumos dos Distribuidores no âmbito das Notas Promissórias lastro dos CRA como “produtor rural”. Trata-se, portanto, de situação diversa daquela enfrentada na Decisão CRA Burger King onde, de fato, havia tal preocupação com relação à destinação dos recursos objeto da oferta considerando que o devedor do lastro dos CRA em questão possuía uma gama muito maior de atividades e relações comerciais com clientes e fornecedores que iam além da comercialização de produtos rurais.
58. Vale destacar, por fim, que a apresentação das informações exigidas pelas exigências 3.8.2 e 3.8.3 do Ofício são relativas, por ordem lógica, com a destinação dos recursos obtidos pelos Distribuidores com a Oferta, de forma que não guardam qualquer relação específica com os direitos creditórios do agronegócio que lastreiam a presente emissão de CRA. Nos termos do inciso VIII do art. 37 e do art. 40 da Lei 11.076, devem ser identificados no Termo de Securitização os direitos creditórios que lastreiam os CRA, os quais, neste caso específico, são, de fato, as Notas Promissórias e não os eventuais negócios realizados posteriormente e a elas relacionados. Tal requisito será, portanto, devidamente cumprido, uma vez que a lista dos emitentes das Notas Promissórias e a descrição das mesmas constará dos documentos da operação.^[2]

(c) de justificativa de enquadramento do produto a ser comercializado como “insumo agropecuário”.

59. Conforme indicado acima, os Insumos adquiridos da Syngenta e comercializados pelos Distribuidores tratam-se exclusivamente de (i) insumos de proteção de cultivos e (ii) sementes, vendidos em volumes e forma cuja utilização se dá exclusivamente por produtores rurais e suas cooperativas, conforme disposto na Lei 7.802 e Decreto 4.074. Insumos agrícolas, para fins práticos, podem ser considerados como todo fator de produção utilizado com o objetivo de garantir a nutrição e a proteção das plantas para obter boa produtividade da lavoura e produto final de boa qualidade[3].

60. Neste sentido, nos termos do artigo 2º, inciso I, da Lei 7.802, consideram-se agrotóxicos e afins como os produtos e os agentes de processos físicos, químicos ou biológicos, destinados ao uso nos setores de produção, no armazenamento e beneficiamento de produtos agrícolas, nas pastagens, na proteção de florestas, nativas ou implantadas, e de outros ecossistemas e também de ambientes urbanos, hídricos e industriais, cuja finalidade seja alterar a composição da flora ou da fauna, a fim de preservá-las da ação danosa de seres vivos considerados nocivos.

61. Nos termos do artigo 2º da Lei nº 10.711, de 05 de agosto de 2003, conforme alterada, de maneira geral, entende-se por semente o material de reprodução vegetal de qualquer gênero, espécie ou cultivar, proveniente de reprodução sexuada ou assexuada, que tenha finalidade específica de semeadura, sendo esta uma atividade essencialmente agrícola.

62. Assim, diante de todo o exposto, os Insumos comercializados pela Syngenta e tratados no âmbito desta operação tratam-se exclusivamente de insumos agropecuários, utilizados por produtores rurais e suas cooperativas para fins de produção agrícola, de modo que não tem outra destinação que não produtores rurais.

DA CADEIA AGROINDUSTRIAL

63. O agronegócio demanda, necessariamente, um entrelaçamento entre fornecedores, produtores, processadores e distribuidores, para posterior comercialização dos produtos de origem animal ou vegetal[4]. Os distribuidores hoje são parte essencial da cadeia do agronegócio no país e permitem que o grande, médio, e pequeno produtor rural tenha acesso a produtos, serviços, opções de crédito e suporte técnico para que continue crescendo e estimulando a produção agrícola.

64. A presente Emissão, por seu valor expressivo de R\$1.000.000.000,00 (um bilhão de reais) dos quais 850.000.000,00 (oitocentos e cinquenta milhões de reais) são objeto da Oferta e pela estrutura envolvendo Distribuidores, garantirá parcela relevante do financiamento privado do setor rural, em especial aos pequenos e médios produtores rurais que usualmente e conforme demonstrado acima não têm acesso aos produtos de mercado de capitais oferecidos por meio dos Distribuidores.

65. É importante reforçar que a relevância dos Distribuidores se dá por sua atuação como canal, ligando os grandes fornecedores de insumos aos pequenos e médios produtores. Neste sentido, como bem indicado no Parecer “(...) uma indústria como a Syngenta, seja pelo seu modelo de negócio, seja pelo seu porte, não efetua a venda direta a consumidores finais de menor porte, que existem em grande número e, em um país como o Brasil, são naturalmente muito pulverizados. Apenas a figura de um distribuidor é capaz de manter esse relacionamento, na sua respectiva região. E é essa situação que se tenta refletir na estrutura proposta”.

66. É exatamente em razão da relevância dos Distribuidores para o setor do agronegócio, assim como de outros agentes importantes da cadeia, que foram criados pelo legislador pátrio diversos mecanismos de financiamento, especialmente aqueles previstos na Lei 11.076 e objeto da presente oferta.[5]

67. Nesse sentido, fazemos novamente referência ao Parecer emitido pelos ilustres Srs. Otavio Yazbek e Renato Buranello, que assim descreve:

“Nesse aspecto, parece-nos que a melhor interpretação das normas, princípios e conceitos que permeiam as relações jurídicas havidas no âmbito da cadeia agroindustrial remete a um conjunto sistemático de atividades e de agentes que englobam, como descrito, 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.

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.

Dados estes conceitos, temos de maneira clara o perfeito enquadramento dos distribuidores de insumos dentro dos sujeitos integrantes da cadeia agroindustrial e, portanto, sua caracterização como um originador de “direitos creditórios do agronegócio”

68. Desta forma, ainda que os Distribuidores não sejam classificados como produtores rurais ou cooperativas de produtores rurais, a sua atividade intrínseca, sua forma de atuação e sua função na cadeia do agronegócio, essencial ao escoamento de insumos agropecuários no campo, acaba tornando possível a emissão das Notas Promissórias para fins do lastro dos CRA, especialmente considerando que necessariamente estarão vinculados a um negócio realizado entre o respectivo Distribuidor e seus clientes, os quais, necessariamente, são produtores rurais e cooperativas de produtores rurais.

69. Nesse sentido e considerando a estrutura pretendida para a presente Oferta, indicamos que em nosso entendimento, o §1º do Art. 23 da Lei 11.076/04 permite interpretação extensiva que autoriza essa estrutura. Assim, independentemente de qualquer vinculação relacionada a produtores rurais e/ou suas cooperativas, a simples emissão de títulos de crédito pelos Distribuidores, por si só, estaria de acordo com referida norma e, assim, serviria de lastro para a emissão de CRA.

IV. DOS PEDIDOS

70. Face ao exposto, o Coordenador Líder e a Emissora reiteram seu entendimento de que a estrutura apresentada atende aos requisitos legais e regulatórios aplicáveis de forma satisfatória e, com efeito, respeitosamente requerem:

(i) que seja atribuído efeito suspensivo ao presente Recurso, nos termos da Deliberação CVM 463, em face das exigências formuladas pela SRE constantes dos itens 3.8.2 e 3.8.3 do Ofício; e

(ii) que este Recurso seja recebido pela SRE para que se exerça o juízo de reconsideração, se assim entender oportuno e cabível, diante dos argumentos apresentados; e

(iii) caso negado o pedido de reconsideração formulado no item (ii) acima, alternativa e subsidiariamente, que seja o presente recurso relatado e encaminhado ao E. Colegiado desta E. Autarquia para julgamento.

71. As Recorrentes esclarecem que a presente correspondência não representa o atendimento dos vícios sanáveis formuladas pela SRE por meio do Ofício, mas recurso específico contra decisão da área técnica desta CVM."

[1] Referência ao voto do então Presidente, Sr. Leonardo P. Gomes Pereira, que assim dispôs: “12. A meu ver, o parágrafo primeiro do artigo 23 fixa dois principais critérios para a definição de crédito hábil a lastrear o CRA, quais sejam, originar-se de negócio realizado entre produtor rural (ou cooperativas) e terceiros e que esse negócio tenha relação com alguma das etapas do processo de produção rural.”

[2] Neste sentido, fazemos referência ao Parecer, que ratifica o entendimento aqui apresentado da seguinte forma:

“8.3. Há, aqui, uma confusão entre o que determinam aquelas disposições do art. 40 (no sentido de que o termo de securitização traga informações sobre os direitos creditórios que servem de lastro ao CRA) e entre as particularidades desse mercado em matéria de comprovação da destinação final dos recursos aqui captados.

8.4. Uma coisa são os direitos creditórios que servirão de lastro para os CRA, que deverão constar do termo de securitização. É preciso ter em mente, como já se referiu ao longo deste parecer (e como a SRE parece ter compreendido bem), que os devedores dos direitos creditórios que servirão de lastro aos CRA são, para todos os efeitos, os Distribuidores – são eles e as nota promissórias por eles emitidas que constarão do respectivo termo de securitização, porque são estes os direitos creditórios que servem de lastro à emissão daqueles CRA.”

[3] <http://www.agricultura.gov.br/assuntos/insumos-agropecuarios>

[4] SANABIO, Marcos Tanure. Redes organizacionais como estratégia para inserção dos negócios na cadeia produtiva do leite: o caso da associação de

produtores rurais de pires. 2008. 275 f. Tese (Doutorado) - Curso de Administração, Universidade Federal de Lavras, Minas Gerais, 2008. p. 3.

[5] Em 2005, a necessidade de financiamento de capital de giro para o custeio agrícola foi estimada em R\$ 110.000.000.000,00 (cento e dez bilhões de reais), enquanto o governo anunciou disponibilidade de recursos a juros controlados em R\$ 33.200.000.000,00 (trinta e três bilhões e duzentos milhões de reais), isto é, apenas 30% do necessário. Conforme dados do Centro de Estudos Avançados em Economia Aplicada - CEPEA, o Produto Interno Bruto gerado pelo agronegócio brasileiro correspondeu a 23% no ano de 2016, evidenciando a importância desse setor para a economia brasileira. Assim, desde meados dos anos 90 formou-se uma nova tendência de forma de financiamento ao agronegócio, qual seja, a obtenção de recursos por meio do mercado financeiro. Conforme exposto no Parecer no 35 de 2016 do Senado Federal, de relatoria do Senador Ronaldo Caiado, atualmente os títulos do agronegócio são essenciais como fontes alternativas para financiamento do setor rural, pois o montante disponibilizado pelo crédito oficial não tem conseguido acompanhar a demanda da evolução setorial.

IV. Nossas Considerações:

26. Antes de iniciarmos a análise das alegações trazidas pelo Recorrente, cabe verificarmos o que prevê a regulamentação aplicável à constituição do lastro dos CRA, bem como entendimento que já foi manifestado pelo Colegiado da CVM sobre o referido tema.

27. Primeiramente, cabe destacar o que prevê a Lei nº 11.076/04, que criou os CRA, com relação aos requisitos para composição de seu lastro, nos termos do § 1º do art. 23 da referida Lei:

“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.”

28. Ademais, o art. 37 da Lei nº 11.076/04 apresenta os seguintes requisitos para a emissão de CRA:

“Art. 37. O CRA terá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto:

I - nome da companhia emitente;

II - número de ordem, local e data de emissão;

III - denominação "Certificado de Recebíveis do Agronegócio";

IV - nome do titular;

V - valor nominal;

VI - data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas;

VII - taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização;

VIII - identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem.”

29. Já a Instrução CVM nº 414/04, que se aplica aos CRA por força da Decisão do Colegiado da CVM de 18/11/2008, prevê, nos termos do § 1º de seu art. 7º, que:

“Art. 7º O pedido de registro de oferta pública de distribuição será apresentado à CVM pela instituição líder da distribuição, ou pela companhia securitizadora, caso seja dispensada a intermediação da oferta (art. 9º), mediante formulário elaborado em conformidade com o Anexo I, e observará o disposto na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, ressalvadas as disposições desta Instrução.

§1º O pedido de registro deve vir acompanhado do Termo de Securitização de Créditos, contendo as informações e documentos indicados no Anexo III desta Instrução, que deverá estar registrado ou averbado, conforme o caso:

I – no cartório de registro de imóveis competente; ou

II – na instituição custodiante, quando instituído regime fiduciário e o lastro da emissão consistir em Cédulas de Crédito Imobiliário, na forma do art. 23 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004.”

30. Da leitura do acima exposto, depreende-se que os direitos creditórios que comporão o lastro de CRA devem cumprir com alguns requisitos, quais sejam:

- (i) originar-se de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros; e
- (ii) tais negócios, que podem ser inclusive financiamentos ou empréstimos, devem se relacionar com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

31. Ademais, verifica-se do inciso VIII do art. 37 da Lei nº 11.076/04 que os direitos creditórios que compõem o lastro de CRA devem estar devidamente identificados no Termo de Securitização, documento que deverá ser apresentado à CVM, registrado ou averbado, previamente ao registro da oferta, conforme previsto pelo § 1º do art. 7º da Instrução CVM nº 414/04.

32. Dessa forma, conclui-se que a verificação quanto ao cumprimento dos requisitos previstos para a constituição do lastro dos CRA é algo que deve ocorrer anteriormente à emissão de tais títulos.

33. Dito isso, passemos a uma análise geral dos requisitos previstos para composição do lastro dos CRA, conforme listamos no parágrafo 30 acima.

34. Com relação ao requisito de que os direitos creditórios que se vinculam aos CRA devem se originar de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, há que se pontuar que existiriam, a princípio, dois arranjos possíveis, quais sejam: (i) aquele em que o produtor rural, ou suas cooperativas, figuram como devedor dos direitos creditórios; e (ii) aquele em que os terceiros figuram como devedor.

35. O primeiro arranjo acima mencionado não traz grandes desafios, uma vez que o produtor rural ou suas cooperativas constam como devedores de tais direitos creditórios, ou seja, os títulos que lastreiam o CRA, nesse caso, só poderiam se originar de negócios realizados entre estes e terceiros.

36. Já no que se refere ao segundo arranjo, quando terceiros são os devedores dos direitos creditórios, haveria desafios a serem enfrentados nas situações em que produtores rurais, ou suas cooperativas, não seriam parte direta da relação que originou tais títulos.

37. O Colegiado da CVM já teve a oportunidade de se manifestar sobre o tema em questão, ao apreciar recurso interposto contra decisão da SRE, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de CRA da 79ª série da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Caso Burger King” – Processo CVM nº 19957.001669/2016-13 – Decisão de 30/08/2016), acompanhando voto do então Presidente da CVM Leonardo Pereira, nos seguintes termos da Ata daquela reunião:

“REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO – ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A. – PROC. SEI 19957.001669/2016-13

Reg. nº 0291/16

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de recurso interposto por Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Ofertante”) e XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. na qualidade de coordenador líder (em conjunto com a Ofertante, “Recorrentes”) contra entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) da 79ª série da 1ª emissão da Ofertante.

*A Oferta envolve a emissão de 150.000 CRA com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o montante de R\$ 150.000.000,00, sendo destinada exclusivamente a investidores qualificados. **Já o lastro da Oferta consiste em debêntures simples, não conversíveis em ações, quirografárias e emitidas em série única pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (“Debêntures” e “Devedora”, respectivamente), as quais serão adquiridas de forma privada pela W2DMA Comércio de Alimentos Ltda. (“Cedente”), sociedade cuja totalidade das quotas são indiretamente detidas pela Devedora, e cedidas posteriormente à Ofertante.***

*Segundo os documentos disponibilizados pelos Recorrentes, os recursos captados na Oferta serão utilizados pela Ofertante para integralização das Debêntures da **Devedora, que, por sua vez, utilizará os referidos recursos para a aquisição de carne in natura produzida e comercializada pela JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda. (“Fornecedores”).** Nesse contexto, caberá à Devedora enviar à Ofertante declaração trimestral atestando a destinação dos recursos conforme tal finalidade, facultando o acesso aos respectivos documentos comprobatórios, inclusive notas fiscais. Por fim, a Oferta se submete a regime fiduciário, com a instituição de patrimônio separado na Ofertante, tendo sido contratada a SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda. como representante dos investidores (“Agente Fiduciário”).*

Em sua análise inicial, a SRE questionou os Recorrentes a respeito do enquadramento da atividade social da Devedora e dos produtos cujos contratos de comercialização constituem o vínculo das Debêntures com a atividade do agronegócio na definição do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/2004 (“Lei 11.076”), que dispõe sobre as características do CRA. A área técnica também questionou a Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE-CVM”) a

respeito da possibilidade de se emitir CRA cuja finalidade seja o financiamento de cadeia de restaurantes que adquire produtos agropecuários para revenda.

A PFE-CVM pontuou, em síntese, que: (i) sendo o CRA título com isenção fiscal, a Lei 11.076 deveria ser interpretada restritivamente; (ii) a Devedora, rede de restaurantes com atividade específica, não poderia ser caracterizada como integrante da cadeia de agronegócios; e (iii) com base em precedente do Colegiado envolvendo certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) (Processo CVM nº RJ2012/12177), o fluxo de pagamentos dos CRA deveria estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio.

Em atenção à solicitação da SRE e manifestação da PFE-CVM, os Recorrentes alegam, resumidamente, que a Lei 11.076 teve por objetivo permitir a realização de operações envolvendo todos os agentes integrantes da cadeia do agronegócio, conceito no qual se incluiria a Devedora, sociedade que adquire e comercializa produtos agropecuários in natura. Os Recorrentes também afastaram a aplicação do precedente sobre CRI e discordaram da PFE-CVM com relação à interpretação restritiva do conceito de crédito do agronegócio.

A SRE concluiu a sua análise no sentido de que não seria possível a concessão do registro da Oferta da forma como foi estruturada, tendo em vista que a operação não observaria o disposto na Lei 11.076 pelo fato de não promover financiamento ao produtor rural. Adicionalmente, a área técnica solicitou que o Colegiado se manifestasse sobre o entendimento de que uma operação de CRA deveria conter os seguintes requisitos: (1) estar vinculada a negócios realizados entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, 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 art. 23, §1º, da Lei 11.076; e (2) prover, em sua essência, financiamento ao produtor rural.

O Diretor Roberto Tadeu concordou com a manifestação da SRE, consubstanciada no Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1.

Por sua vez, o Presidente Leonardo Pereira apresentou manifestação de voto propondo o deferimento do recurso. **Em seu voto, o Presidente concordou com a SRE em relação ao requisito (1), mas discordou quanto ao requisito (2).**

Conforme salientado por Leonardo Pereira, o art. 23, § 1º, da Lei 11.076, fixa dois principais critérios para definir o crédito hábil a lastrear o CRA, quais sejam, a origem em negócio realizado entre produtor rural (ou cooperativas) e terceiros e que tal negócio tenha relação com alguma das etapas do processo de produção rural.

Em sua visão, esses critérios estariam presentes no caso concreto por três principais razões. Primeiramente, a operação tem, de um lado, os Fornecedores (considerados produtores rurais) e, de outro, a Devedora, na qualidade de terceiro que contrata com o produtor rural. Em segundo lugar, a operação compreende a comercialização de produção rural. Por fim, o Presidente Leonardo Pereira destacou que as Debêntures têm origem em negócios entre os Fornecedores e a Devedora, sendo que, nos termos da documentação da operação, há uma clara vinculação dos recursos captados por meio da Oferta e emissão das Debêntures à transação envolvendo os Fornecedores.

O Presidente ressaltou, contudo, que o registro da Oferta deveria ser condicionado à previsão de que as notas fiscais relativas à aquisição das carnes in natura no âmbito da operação deveriam acompanhar, necessariamente, a declaração trimestral da Devedora dirigida à Ofertante, competindo ao Agente Fiduciário a verificação de tal obrigação.

Com relação ao requisito (2) proposto pela SRE (“prover, em essência, financiamento ao produtor rural”), o Presidente Leonardo Pereira asseverou que o art. 23, § 1º, não restringe o tipo de transação que pode originar o crédito, uma vez que se refere a “negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiro” e não a “negócios em que o produtor rural seja o devedor”. Além disso, a redação do dispositivo indica que tais negócios incluem financiamento ou empréstimos, podendo, assim, compreender outros tipos de transações comerciais, desde que relacionadas à produção, comercialização, ao beneficiamento ou à industrialização de produtos/insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade. Na mesma linha, ressalta que o dispositivo não exclui a possibilidade de emissão de CRA em que os valores arrecadados se destinem ao pagamento de produtores rurais.

O Presidente também afastou a aplicação do precedente do Colegiado no Processo CVM nº RJ2012/12177, sob o argumento de que não há, até o presente momento, qualquer definição legal de lastro de CRI, diferentemente do que ocorre no caso de CRA, em que a Lei 11.076 estabelece elementos mínimos que permitem delimitar o conceito de direito creditório vinculado ao agronegócio

apto a lastrear a emissão de CRA. Segundo Leonardo Pereira, tais elementos, por sua vez, não incluem a necessidade de que o fluxo de pagamento da operação decorra de atividade rural.

Os Diretores Henrique Machado e Pablo Renteria acompanharam a integralidade do voto do Presidente, tendo o Diretor Pablo apresentado voto complementar.

Segundo o referido Diretor, não há óbice jurídico a que seja admitido como lastro de CRA crédito diverso daquele tipicamente agropecuário, inclusive debênture simples, desde que a sua causa seja a realização de negócio entre o produtor rural (ou sua cooperativa) e terceiro, relacionado com alguma etapa do processo de produção rural. Concluiu, então, que as Debêntures em questão não são emitidas por outra razão senão o cumprimento dos negócios celebrados com os Fornecedores e subsistirão apenas na medida em que seja respeitada essa sua origem específica, satisfazendo, assim, o requisito legal da originação.

O Diretor Pablo Renteria ressalta, por fim, que a CVM está a adotar, neste caso, interpretação estrita do art. 23, § 1º, da Lei 11.076, que respeita cabalmente cada um dos elementos que formam a definição legal do direito creditório que pode servir de lastro para a emissão de CRA, não havendo que se falar, portanto, em leitura restritiva nem extensiva.

Já o Diretor Gustavo Borba acompanhou a conclusão do voto do Presidente Leonardo Pereira, porém apresentou manifestação de voto no sentido de que o crédito oferecido à Ofertante como lastro para a operação em questão não seria 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, o que é corroborado, no caso, pela circunstância de as Debêntures terem sido emitidas pela Devedora e adquiridas integralmente por uma subsidiária desta, não participando dessa relação, em qualquer nível, o produtor rural. Nesse sentido, o referido Diretor defende que o lastro do CRA deve ser, em regra, um recebível originário de uma transação relacionada à cadeia do agronegócio e desde que um dos contratantes seja produtor rural, não bastando que o negócio seja relacionado à cadeia do agronegócio.

Não obstante, o Diretor Gustavo Borba entende que as amarras previstas na escritura das Debêntures e no termo de securitização, os requisitos impostos pela área técnica (referência ao contrato específico de compra de carne dos Fornecedores), bem como as obrigações propostas no voto do Presidente Leonardo Pereira, preservam o objetivo da Lei 11.076, na medida em que garantem que os recursos captados na Oferta do CRA serão, ao final e ao cabo, destinados com exclusividade à aquisição de carne fornecida por produtores rurais já identificados.

O Colegiado, por maioria, nos termos do voto do Presidente Leonardo Pereira, deliberou o deferimento do recurso em favor dos Recorrentes, condicionando o registro da Oferta à previsão, na escritura das Debêntures, de que a Devedora, em sua prestação de contas trimestral à Ofertante, deverá anexar as notas fiscais relativas ao pagamento dos Fornecedores, ficando o Agente Fiduciário responsável por verificar o cumprimento de tal obrigação.” (grifos nossos)

38. Conforme se depreende da leitura da Decisão supramencionada, o Colegiado da CVM, ao acompanhar o voto do então Presidente Leonardo Pereira, entendeu ser possível que debêntures de emissão de um terceiro (não considerado como produtor rural ou suas cooperativas), a um outro terceiro, constitua lastro de CRA, desde que observados determinados requisitos, os quais foram apresentados de forma detalhada no referido voto, nos seguintes termos:

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

(i) JBS S.A.[8]: “exploração por conta própria de abatedouro e frigorificação de bovinos, industrialização, distribuição e comercialização de produtos alimentícios in natura ou industrializados e de produtos e subprodutos de origem animal e vegetal e seus derivados”; e

(ii) Seara Alimentos Ltda.[9]: “a industrialização e a comercialização de produtos alimentícios; a criação e o abate de aves e suínos (...) a comercialização, exportação e distribuição de produtos agrícolas em geral, próprios e/ou de terceiros em seus estados ‘in natura’, brutos, beneficiados ou industrializados”.

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

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

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

(i) os recursos líquidos captados pela Devedora serão destinados exclusivamente ao pagamento de obrigações contratuais oriundas da aquisição de carne in natura produzida e comercializada pelos Fornecedores[10];

(ii) em razão do Regime Fiduciário, todos e quaisquer recursos devidos à Ofertante em decorrência de sua qualidade de titular das Debêntures, estarão expressamente vinculados aos pagamentos a serem realizados aos investidores dos CRA[11];

(iii) a Devedora deverá fornecer à Ofertante, trimestralmente, declaração de que os recursos obtidos com a emissão das Debêntures foram utilizados para pagamento das obrigações contratuais oriundas da aquisição de carne in natura em questão[12];

(iv) a Devedora estará obrigada a dar acesso a todos os documentos comprobatórios da referida comercialização em até cinco dias úteis contados do recebimento de solicitação por escrito enviada pela Ofertante[13]; e

(v) constitui causa de vencimento antecipado automático das Debêntures e dos CRAs a não utilização, pela Devedora, ao longo do prazo das Debêntures, dos recursos líquidos obtidos com a Oferta nos termos previstos na escritura[14].

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

39. A partir de tal Decisão, diversas operações nos moldes do Caso Burger King passaram a ser estruturadas e eventualmente apresentadas à CVM, quando realizadas ao amparo da Instrução CVM 400.

40. A análise quanto à observância da legislação aplicável nesses casos passou então a contemplar a verificação do atendimento aos requisitos considerados necessários pelo Colegiado da CVM no precedente supramencionado, de modo que os direitos creditórios que não se originassem “naturalmente”(ou diretamente) de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, deveriam ter essa origem expressamente prevista na documentação que os formaliza, o que se entendeu ocorrer, nos casos em que:

(i) há expressa identificação, nos documentos da oferta, dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que serão envolvidos na operação (requisito externado nos itens 18, 19 e 21 (i) do referido voto);

(ii) há expressa identificação, nos documentos da oferta, dos produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária envolvidos na operação (requisito externado nos itens 20 e 21 (i) do referido voto);

(iii) há documento que formaliza a relação entre o produtor rural, ou suas cooperativas, e terceiros, no âmbito da qual haverá a destinação dos recursos oriundos da emissão dos CRA a negócios 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 (requisito externado no item 21 (i) do referido voto); e

(iv) há previsão na documentação da oferta de sistemática que dê maior segurança com relação à efetiva destinação dos recursos captados com a emissão dos CRA durante a vigência dos referidos títulos (requisito externado nos itens 21 (iii), (iv) e (v) do referido voto).

41. Vale ainda mencionar trecho do voto do Diretor Pablo Renteria no Caso Burger King, que corrobora a necessidade da apresentação de documento que formaliza a relação entre o produtor rural, ou suas cooperativas, e terceiros, para que o direito creditório, naquele caso, pudesse ser considerado como originário de negócios realizados entre tais partes:

“5. É o que se observa no caso em exame. Os arranjos contratuais previstos na minuta de escritura e do termo de securitização – descritos no § 21 do voto do Presidente Leonardo Pereira – evidenciam que as debêntures simples emitidas pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A (“BK”) são originárias de negócios de fornecimento que esta última realizou com produtores rurais – JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda. – relacionados à comercialização de produto rural – a carne in natura. As debêntures, com efeito, destinam-se, exclusivamente, ao pagamento das obrigações assumidas pela BK perante o produtor rural nos referidos contratos.

6. As debêntures, em outras palavras, não são emitidas por outra razão senão o cumprimento dos negócios celebrados com o produtor rural e subsistirão apenas na medida em que seja respeitada essa sua origem específica.

7. Pode-se dizer, portanto, que os contratos de fornecimento são a causa da emissão das debêntures, que satisfazem, assim, o requisito legal da originação estabelecido no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004.”

42. Seguindo o entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM no âmbito do Caso Burger King, o Edital de Audiência Pública da norma que tratará de ofertas públicas de distribuição de CRA dispôs sobre

o tema em tela nos seguintes termos:

“As emissões de debêntures podem ser consideradas direitos creditórios do agronegócio para fins de vinculação ao CRA, desde que estejam vinculadas a uma relação comercial existente com produtores rurais, caso as dívidas sejam emitidas por terceiros. Nos termos da Minuta, a companhia securitizadora pode subscrever diretamente dívidas de emissores.

*Com isso, a Minuta prevê que os recursos recebidos pelo terceiro com a emissão da dívida devem ser destinados a produtores rurais e **essa destinação deve ser comprovada por meio de contrato vigente entre o terceiro e o produtor e verificada trimestralmente pelo agente fiduciário.**”*

43. Cabe pontuar que, a despeito de os CRA a serem emitidos no presente caso não serem lastrados por debêntures, entendemos que os requisitos previstos pelo Colegiado da CVM para o caso de Burger King, e que foram refletidos na minuta da norma que tratará da oferta pública de distribuição dos referidos títulos, se aplicam ao caso ora em análise, conforme se verifica da redação dos §§ 6º e 7º do art. 3º da referida minuta:

“Art. 3º O CRA deve ser vinculado 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:

I – produtos agropecuários;

II – insumos agropecuários; ou

III – máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

(...)

§ 6º Os recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA devem ser destinados a produtores rurais, para fins de comprovação da vinculação referida no caput e no § 4º, inciso II.

§ 7º A destinação dos recursos referida no § 6º deve ser comprovada por meio de contrato vigente entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada trimestralmente pelo agente fiduciário.” (grifos nossos)

44. Apenas para fins exemplificativos, relacionamos abaixo as principais características de ofertas públicas de distribuição de CRA, cujo registro foi requerido junto à CVM, realizadas nos moldes do Caso Burger King após a Decisão do Colegiado supramencionada, com vistas a que possamos observar como foram cumpridos os requisitos acima elencados:

Nº do Processo	Oferta	Lastro	Caracterização da Origem do Lastro	Registro
19957.003813/2016-56	2ª série da 1ª emissão da Ápice Securitizadora S.A.	Debêntures de emissão da Companhia Brasileira de Distribuição	Aquisição de alimentos diretamente do produtor rural	19/12/2016
19957.006358/2016-41	91ª e 92ª séries da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	Debêntures de emissão da Camil Alimentos S.A.	Aquisição de açúcar da Raízen Energia S.A.	08/12/2016
19957.000722/2017-40	7ª série da 1ª emissão da Ápice Securitizadora S.A.	Debêntures de emissão da Companhia Brasileira de Distribuição	Aquisição de alimentos diretamente do produtor rural	12/04/2017
19957.001524/2017-01	114ª e 115ª séries da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	Debêntures de emissão da Ipiranga Produtos de Petróleo S.A.	Aquisição de etanol diretamente de produtores rurais	09/05/2017
19957.003569/2017-11	117ª e 118ª séries da 1ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	Debêntures de emissão da Camil Alimentos S.A.	Aquisição de açúcar da Raízen Energia S.A.	17/07/2017
19957.006479/2017-73	8ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização	Debêntures de emissão da Norsa S.A. (franqueado Coca-Cola Brasil)	Aquisição de açúcar diretamente de produtores rurais	27/09/2017
19957.006849/2017-72	1ª e 2ª séries da 14ª emissão da VERT Companhia de Securitização	Debêntures de emissão da Ipiranga Produtos de Petróleo S.A.	Aquisição de etanol diretamente de produtores rurais	26/10/2017
19957.009578/2017-15	11ª e 12ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização	Debêntures de emissão da Raízen Combustíveis S.A.	Aquisição de etanol diretamente de produtores rurais	Em análise

45. Como se percebe, em todos os casos acima mencionados, o lastro foi constituído por debêntures de

emissão de terceiros (ou seja, empresas que não podem ser consideradas como produtores rurais, ou suas cooperativas).

46. Para que tais operações atendessem aos requisitos estabelecidos pelo Colegiado da CVM no precedente de Burger King, foram encaminhados à CVM os contratos de fornecimento do produto ou insumo agropecuário a ser comercializado junto a produtores rurais, ou suas cooperativas, de modo que foi possível atestar que a operação contava com (i) a presença de produtores rurais, ou suas cooperativas, (ii) transação envolvendo produto ou insumo agropecuário e (iii) sistemática de verificação, pelo agente fiduciário, da efetiva destinação dos recursos captados àquilo que fora prometido, conforme previsão constante da documentação das referidas ofertas.

47. Destaca-se que, ao longo da análise de algumas das referidas ofertas, foram feitas exigências por parte desta área técnica solicitando a exclusão de alguns fornecedores que haviam sido considerados inicialmente pelos ofertantes como produtores rurais, mas cujo objeto social os caracterizavam como distribuidores e não como produtores, fato que demonstra a importância da identificação prévia de todas as partes envolvidas na operação, de forma a ser possível verificar o pleno atendimento à regulamentação aplicável.

48. Cabe mencionar ainda que apenas no âmbito dos CRA lastreados em debêntures de emissão de Ipiranga Produtos de Petróleo S.A., **apesar de terem sido encaminhados à CVM os contratos de fornecimento**, os produtores rurais envolvidos em tais contratos não foram efetivamente identificados na documentação da oferta (Prospecto, Termo de Securitização e Escritura de Emissão de Debêntures), por ter sido alegado que tal informação seria estratégica para a referida companhia.

49. Não obstante termos concordado com a não identificação dos produtores rurais nos documentos daquelas ofertas, fazendo agora uma reflexão mais aprofundada sobre a questão, a partir da análise do presente caso, entendemos que tal identificação seria imprescindível **para que se caracterize formalmente a vinculação** dos direitos creditórios que compõem o lastro dos CRA à origem requerida pelo § 1º do art. 23 da Lei 11.076 para a composição do lastro dos referidos títulos.

50. **Ainda que se envie tal informação à CVM por meio dos contratos de fornecimento (os quais muitas vezes são encaminhados em condição de confidencialidade), a vinculação formal requerida pelo supramencionado dispositivo legal só se daria, em nosso entendimento, por meio da documentação da oferta (composta principalmente pelo Prospecto, Termo de Securitização e documento de emissão dos direitos creditórios que compõem o lastro dos CRA, que nos casos acima expostos era a escritura de emissão de debêntures), uma vez que é por meio desta documentação que seria realizada uma vinculação formal entre os referidos contratos e os recursos que serão captados com a emissão.**

51. Sobre esse ponto, cabe por fim enfatizar que, nos casos em que os direitos creditórios que constituirão lastro de CRA são originados "naturalmente" (ou diretamente) de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros (lastro tradicional), a identificação daqueles na documentação da oferta existe naturalmente, uma vez que tais direitos creditórios são, na realidade, títulos que têm como uma das contrapartes produtores rurais, ou suas cooperativas.

52. Uma vez analisados os pontos importantes da regulamentação aplicável ao tema objeto do presente recurso, passemos à análise do caso concreto.

53. Primeiramente, cabe lembrar que os CRA ora em análise serão lastreados por (i) Notas Promissórias de emissão de produtores rurais, ou suas cooperativas, bem como por (ii) Notas Promissórias de emissão dos Distribuidores.

54. As referidas Notas Promissórias serão emitidas pelas partes acima mencionadas à Vert Créditos Ltda. ("Cedente"), empresa ligada à Securitizadora, que fará o papel da cedente na operação, a qual transferirá tais créditos à Ofertante para fins de lastrear a emissão dos CRA.

55. Os recursos obtidos com a emissão dos CRA serão destinados diretamente à Syngenta, no âmbito da aquisição de insumos agropecuários (produtos de proteção de cultivos e sementes) por parte dos emissores das Notas Promissórias.

56. Cabe ressaltar que a discussão que se dá no âmbito do presente recurso está circunscrita à parte do lastro da operação composta pelas Notas Promissórias de emissão dos Distribuidores, uma vez que a parte do lastro referente às Notas Promissórias de emissão dos produtores rurais, ou suas cooperativas, observaria "naturalmente" a origem prevista pelo § 1º do art. 23 da Lei 11.076.

57. Ressalta-se que estão presentes nas Notas Promissórias dois campos que se referem ao propósito de sua emissão, os quais contam com as seguintes redações:

"Referência:

Esta Nota Promissória é emitida conforme o Convênio de Aquisição de Insumos Agrícolas a Certificados de Recebíveis do Agronegócio da VERT Companhia Securitizadora.

Destinação de Recursos:

*Os recursos obtidos pelo Emitente mediante emissão desta nota promissória serão utilizados exclusivamente para fins de aquisição de insumos agrícolas produzidos pela Syngenta Proteção de Cultivos Ltda. ("Insumos"), os quais deverão ser utilizados pelo Emitente exclusivamente (i) para fins de produção rural, no caso de produtores rurais, ou (ii) **para fins alienação a produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais para quitação ao final das respectivas safras, no caso de distribuidores de Insumos.**"*

58. Como se percebe, a emissão das Notas Promissórias está ligada a um convênio denominado “Convênio de Aquisição de Insumos Agrícolas a Certificados de Recebíveis do Agronegócio da VERT Companhia Securitizadora”, tendo como destinação de recursos, no caso das Notas Promissórias de emissão dos Distribuidores, a *“aquisição de insumos agrícolas produzidos pela Syngenta Proteção de Cultivos Ltda. (“Insumos”), os quais deverão ser utilizados pelo Emitente exclusivamente (...) para fins alienação a produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais para quitação ao final das respectivas safras”*.

59. O Convênio tem como partes os emissores das Notas Promissórias, a Cedente e a Ofertante, e tem basicamente a função de estabelecer os principais termos e condições das aquisições de insumos agropecuários realizadas no bojo da presente operação.

60. Ademais, consta do Convênio um detalhamento maior de como será cumprida a obrigação prevista nas Notas Promissórias com relação à “Destinação de Recursos”, nos seguintes termos:

“10. Por meio deste instrumento, o Emitente declara-se ciente e concorda expressamente com todas as condições do Convênio acima descritas. Ademais, o Emitente declara que:

(...)

e) no caso do Emitente ser Distribuidor, os Insumos serão destinados a produtores rurais ou cooperativas de produtos rurais;

f) mantém e manterá, conforme o caso, em seus arquivos os contratos de fornecimento, pedidos ou ordens de compra de Insumos feitos por produtores rurais ou cooperativas de produtores rurais junto ao Emitente; e

(...)

10.1. Sem prejuízo do acima exposto, caso o Emitente seja Distribuidor deverá encaminhar à Emissora, que disponibilizará tais informações também ao agente fiduciário dos CRA, representando os investidos dos CRA, ordens de compra e venda ou notas fiscais ou informações que permitam acessar as respectivas notas fiscais, por meio de consulta via página na rede mundial de computadores, conforme o caso, que demonstrem a comercialização dos Insumos junto a produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais. Dessa forma e considerando o exposto acima, a Emissora e o Agente Fiduciário poderão comprovar a efetiva destinação dos recursos, pelos Distribuidores, para a aquisição de Insumos da Syngenta com a consequente comercialização destes Insumos junto a produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais.”

61. Como se percebe, apesar de haver claramente na documentação da Oferta um comprometimento dos Distribuidores em alienar os insumos agropecuários adquiridos no âmbito da operação a produtores rurais, ou suas cooperativas, não há identificação destes nos documentos da Oferta, tampouco foram apresentados documentos que formalizem a relação entre tais produtores rurais, ou suas cooperativas, e os Distribuidores.

62. Dessa forma, em nosso entendimento, as Notas Promissórias emitidas pelos Distribuidores se originariam formalmente de negócios realizados entre estes e a Syngenta, ambos terceiros, não havendo a presença de produtores rurais, ou suas cooperativas, materializada na constituição dos direitos creditórios que serão lastro dos CRA.

63. Diante do acima exposto, esta área técnica elaborou exigências sobre o tema em questão, no âmbito da análise do pedido de registro da Oferta, primeiramente por meio do Ofício nº 55/2017/CVM/SRE/SEP, nos seguintes termos:

“3.8.2 Da estrutura da Oferta, depreende-se que parte do lastro dos CRA será constituído por Notas Promissórias de emissão de distribuidores a terceiro, os quais não seriam considerados produtores rurais.

Ademais, da leitura das Notas Promissórias, não foi possível verificar a vinculação da destinação dos recursos oriundos de sua emissão a produtores rurais, ou suas cooperativas, devidamente identificados e com base em contratos de comercialização de produtos ou insumos agropecuários, que se dê até a liquidação dos CRA, conforme se observa na estrutura das operações de emissão de CRA que têm sido registradas por esta área técnica com lastro em títulos de emissão de terceiros, que não produtores rurais ou suas cooperativas.

Desse modo, entendemos que tais Notas Promissórias, a princípio, não poderiam ser consideradas como “direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros”, conforme previsto pelo § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04, de modo que solicitamos alterar a estrutura da Oferta de forma a se adequar ao entendimento exposto acima, ajustando a sua documentação, naquilo que couber;

3.8.3 Uma vez atendida a exigência acima, no que tange às Notas Promissórias lastro dos CRA, solicitamos: (i) justificar o enquadramento de tais títulos como direitos creditórios do agronegócio, ou seja, aqueles que se originam de “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”, nos termos do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04; (ii) justificar o enquadramento dos produtos adquiridos no âmbito das Notas Promissórias como insumos agropecuários, encaminhando cópia dos contratos

de fornecimento envolvidos; (iii) justificar o enquadramento dos adquirentes dos referidos produtos como produtores rurais ou cooperativas de produtores rurais;"

64. Em resposta ao referido Ofício, a Ofertante apresentou alegações no sentido de justificar que a estrutura da Oferta atendia plenamente ao disposto no § 1º do art. 23 da Lei 11.076, alegações essas que serão discutidas mais adiante.

65. Como a estrutura da Oferta foi mantida, esta área técnica continuou entendendo que as exigências 3.8.2 e 3.8.3 não haviam sido cumpridas em sua totalidade, de modo que reiterou tais exigências por meio do Ofício de Vícios Sanáveis (Ofício nº 333/2017/CVM/SRE/GER-1), nos seguintes termos:

"3.8.2. e 3.8.3. Em função das respostas às referidas exigências, comunicamos o seguinte entendimento:

Considerando que: (i) nos termos do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04, os direitos creditórios do agronegócio que lastreiam os CRA (no caso, as Notas Promissórias de emissão dos Distribuidores) devem se originar de negócio realizado (no caso, a comercialização de insumos agropecuários) entre produtor rural (no caso, produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais com quem os Distribuidores mantenham relacionamento) e terceiros (no caso, os Distribuidores) relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários (no caso, os insumos agropecuários fornecidos pela Syngenta); e considerando que (ii) é requisito prévio à emissão dos CRA a "identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem", nos termos do inciso VIII do art. 37 da Lei nº 11.076/04, entendemos que, para se cumprir plenamente com o que preceitua os acima referidos dispositivos legais, previamente à emissão dos CRA e ao registro da Oferta na CVM (que verificará a legalidade da operação), deverão ser inseridos nos documentos da Oferta (no mínimo no Termo de Securitização, nas Notas Promissórias e no Prospecto) e encaminhados a esta Autarquia:

(i) relação exaustiva dos produtores rurais que poderão adquirir insumos agropecuários dos Distribuidores, no âmbito da destinação dos recursos oriundos da Oferta (obtidos por meio da emissão das Notas Promissórias), até a data de liquidação dos CRA; bem como

(ii) todos os contratos de compra de insumos agropecuários no âmbito dos quais serão destinados os recursos captados com a operação, devidamente assinados, em valor que permita a destinação de todo o montante de recursos oriundos da presente emissão até o vencimento dos CRA; ou

(iii) alternativamente ao item (ii) acima, todos os pedidos de compra de insumos agropecuários realizados pelos produtores rurais, ou suas cooperativas, junto aos Distribuidores, cujos pagamentos ocorrerão após a emissão dos CRA e até o seu vencimento, em valor correspondente ao montante de recursos oriundos da presente emissão e ao valor das Notas Promissórias lastro dos CRA; ou

(iv) alternativamente aos itens (ii) e (iii) acima, que o "Convênio de Aquisição de Insumos Agrícolas" vinculado a cada Nota Promissória de cada um dos Distribuidores contenha listagem exaustiva dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que poderão adquirir insumos no âmbito do mesmo, assinados pelo Distribuidor e produtores rurais, ou suas cooperativas, a ele vinculados, com informações sobre o volume de negócios a serem realizados em seu âmbito compatível com o valor da Nota Promissória a ele vinculado e prazo que contemple o período de vigência dos CRA.

Dessa forma, entendemos que a mecânica prevista na documentação atual da Oferta com relação à destinação dos recursos oriundos da emissão dos CRA pela Devedora, conforme prevista no item 2.4 do Prospecto, não cumpre com os requisitos acima expostos, de modo que o registro da operação dependerá da realização de ajustes na referida documentação nesse sentido.

Adicionalmente ao disposto acima, solicitamos que:

(i) se justifique o enquadramento do produto a ser comercializado (insumos produzidos pela Syngenta), entre os produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais e os Distribuidores, como "insumo agropecuário", de modo que o financiamento obtido por meio da emissão das Notas Promissórias lastro dos CRA pelos Distribuidores atenda ao disposto no § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04; e

(ii) se encaminhe documentação que comprove o enquadramento de todos adquirentes de fertilizantes dos Distribuidores no âmbito das Notas Promissórias lastro dos CRA como "produtor rural", nos termos da regulamentação aplicável."

66. Como se vê, esta área técnica fez uma exigência que solicitava a identificação na documentação da Oferta dos produtores rurais, ou suas cooperativas, além de apresentar 3 alternativas à Ofertante para que estes fossem formalmente identificados e inseridos na mecânica da operação, de modo que as Notas Promissórias emitidas pelos Distribuidores pudessem ser consideradas como direitos creditórios originados de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, quais sejam:

(i) que fossem apresentados os contratos de fornecimento entre os Distribuidores e os produtores

rurais, ou suas cooperativas;

(ii) que fossem apresentados os pedidos de compra realizados pelos produtores rurais, ou suas cooperativas, aos Distribuidores, os quais seriam atendidos pelas aquisições de insumos agropecuários realizadas junto à Syngenta no âmbito das Notas Promissórias; ou

(iii) que fosse inserida no Convênio listagem com a identificação dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que pudessem adquirir os insumos agropecuários junto aos Distribuidores em volume compatível com as aquisições que seriam realizadas junto à Syngenta no âmbito de cada uma das Notas Promissórias.

67. Em face das referidas exigências, a Ofertante apresentou recurso mais especificamente contra os requisitos destacados no parágrafo acima, alegando resumidamente que:

(i) no presente caso, não há o risco de a destinação dos recursos oriundos da Oferta não envolver transação com produtor rural, ou suas cooperativas, uma vez que os produtos adquiridos da Syngenta pelos Distribuidores são produtos de venda controlada e que têm como destinatário exclusivo o produtor rural, conforme previsão legal;

(ii) como o produtor rural é destinatário exclusivo dos produtos a serem adquiridos da Syngenta, as Notas Promissórias emitidas pelos Distribuidores para financiar a aquisição destes produtos para posterior revenda aos produtores rurais nasceria dessa relação e, por isso, se originaria de negócios realizados entre produtores rurais e terceiros (os Distribuidores);

(iii) há nos documentos da Oferta a obrigação de que a posterior alienação dos insumos agropecuários, pelos Distribuidores, seja realizada somente junto aos produtores rurais, ou suas cooperativas, e seja comprovada ao agente fiduciário da operação, durante o prazo dos CRA;

(iv) para atender às exigências elaboradas pela área técnica, seria necessário o envio à CVM de um volume muito grande de documentos e informações, uma vez que o número de produtores rurais, ou suas cooperativas, que se relacionam com os Distribuidores é imenso, de modo que a verificação por parte da CVM também seria impraticável;

(v) a presente Oferta, da forma como foi estruturada, atinge um número muito grande de pequenos e médios produtores rurais, o que não aconteceria caso fosse necessário formalizar, previamente à emissão dos CRA, a relação entre todos os produtores rurais, ou suas cooperativas, que transacionarão com os Distribuidores;

(vi) *"as alternativas apresentadas pela SRE, ainda que detalhadas de forma específica, infelizmente, também não são viáveis. Isto porque, além da impossibilidade de obtenção de referida documentação em relação a milhares de produtores rurais, trata-se de alteração na dinâmica comercial e contratual já consolidada no setor, a qual não pode (e nem deve) ser alterada por uma estrutura de securitização prevista em lei cujo real objetivo é se adequar à realidade do campo, oferecendo uma alternativa viável de financiamento, e não o contrário. A alteração além de não apresentar benefícios, pode ter o efeito inverso de poder agravar um risco à operação por trazer instrumentos que não são aqueles utilizados pelos agentes"*;

(vii) com base no precedente de Burger King, haveria a necessidade, para a presente Oferta, apenas da existência de negócio jurídico entre Distribuidores e produtores rurais, ou suas cooperativas, mas não haveria qualquer obrigação de existência de contrato escrito ou qualquer outro documento formalizando esta relação comercial, sendo que a existência de tal negócio jurídico poderia ser evidenciada pela natureza da própria atuação dos Distribuidores, qual seja, aquisição de insumos agropecuários da Syngenta para posterior revenda aos produtores rurais, ou suas cooperativas;

(viii) a dificuldade em apresentar à CVM relação exaustiva dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que adquirirão insumos agropecuários dos Distribuidores aumenta ainda mais considerando que a operação em tela conta com mecanismo de revolvência (já referendado pelo Colegiado da CVM), por meio do qual as Notas Promissórias que inicialmente constituirão o lastro dos CRA poderão ser substituídas por outras ao longo da vigência dos referidos títulos, de modo que poderão ser outros os produtores rurais, ou suas cooperativas, a transacionarem com os Distribuidores após a revolvência; e

(ix) a lista dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que transacionam com cada um dos Distribuidores representa, para eles, informação estratégica, sensível e confidencial, de modo que a inclusão destas informações nos documentos da Oferta poderia prejudicar as atividades desenvolvidas pelos Distribuidores, especialmente em relação aos seus competidores no mercado, intervindo na dinâmica e práticas usuais no mercado.

68. Antes de tecermos comentários a respeito das alegações apresentadas no Recurso, cabe salientar que nossa análise e entendimento sobre o presente caso não passa por qualquer juízo de valor sobre o mérito da operação estruturada para a Oferta, pautando-se apenas pela aplicação da regulamentação aplicável, além de considerar o entendimento manifestado pelo Colegiado no Caso Burger King.

69. A alegação central trazida no Recurso gira em torno do entendimento de que as Notas Promissórias emitidas pelos Distribuidores se originariam de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e os Distribuidores, uma vez que tais direitos creditórios estariam sendo emitidos exclusivamente para financiar a aquisição de insumos agropecuários para posterior revenda aos produtores rurais, ou suas cooperativas, o que seria suficiente para caracterizar a plena observância ao disposto no § 1º do art. 23 da Lei 11.076.

70. Conforme já expusemos anteriormente no presente Memorando, em nossa visão, com base no entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM no Caso Burger King, e considerando como tal entendimento foi refletido na minuta da Instrução que tratará de ofertas públicas de distribuição de CRA, para que um direito creditório emitido por um terceiro a um outro terceiro, ou seja, não se originando "naturalmente" de negócios realizados com produtores rurais, ou suas cooperativas, possa constituir lastro de CRA, há a necessidade de que a relação com produtores rurais, ou suas cooperativas, no bojo da

operação, seja materializada formalmente nos documentos da oferta, o que se daria nos casos em que:

(i) haja expressa identificação, nos documentos da oferta, dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que serão envolvidos na operação;

(ii) haja expressa identificação, nos documentos da oferta, dos produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária envolvidos na operação;

(iii) há documento que formaliza a relação entre o produtor rural, ou suas cooperativas, e terceiros, no âmbito da qual haverá a destinação dos recursos oriundos da emissão dos CRA a negócios relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária; e

(iv) há previsão na documentação da oferta de sistemática que dê maior segurança com relação à efetiva destinação dos recursos captados com a emissão dos CRA durante a vigência dos referidos títulos.

71. Com relação à alegação de que, para atender às exigências elaboradas pela área técnica, seria necessário o envio à CVM de um volume muito grande de documentos e informações, de modo que a verificação por parte da CVM também seria impraticável, cabe esclarecer que atualmente, com a instrução dos processos administrativos de forma eletrônica nesta Autarquia, não haveria problemas em recepcionar um grande volume de documentos.

72. Com relação à verificação dos referidos documentos e informações por parte da CVM, entendemos que a mesma poderia ser realizada por amostragem, caso o número de agentes envolvidos na operação fosse realmente expressivo, o que não significa que tal verificação deixaria de ser efetiva.

73. No que tange à alegação de que a Oferta, da forma como foi estruturada, atingiria um número muito maior de pequenos e médio produtores, o que não seria possível caso fosse necessário atender às exigências realizadas pela SRE, entendemos que as regulamentações, pela própria natureza, acabam restringindo as possibilidades de atuação dos agentes de mercado, porém são elaboradas com um objetivo maior, qual seja, dar segurança e clareza nas regras que devem ser por todos observadas, no âmbito de um interesse público geral.

74. O presente caso se refere a uma emissão de CRA, operação que deve observar o que prevê a Lei 11.076, bem como as interpretações dadas pela CVM às aplicações das regras contidas em tal instituto.

75. Em se desejando ter maior flexibilidade, a operação em tela poderia ter sido estruturada sob a forma de um FIDC, onde o Fundo, após a distribuição de suas cotas, poderia, dentro do prazo previsto na Instrução CVM nº 356/01, adquirir as Notas Promissórias que desejasse, sendo elas originadas ou não de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros.

76. A operação em questão ainda poderia ter sido estruturada como outras ofertas de CRA que foram registradas por esta área técnica recentemente, as quais também envolviam a aquisição, por distribuidores, de insumos agropecuários para posterior revenda a produtores rurais, ou suas cooperativas, inclusive uma onde os insumos eram produzidos pela própria Syngenta.

77. Nesse sentido, podemos citar:

(i) a oferta pública de distribuição de CRA da 26ª série da 1ª emissão da Octante Securitizadora S.A., lastreada parte em CDCA de emissão de distribuidores de insumos agropecuários e parte em CPR-F de emissão de produtores rurais, ambos emitidos para financiar a aquisição de insumos agropecuários produzidos pela Syngenta (Processo CVM nº RJ-2014-7808 – oferta registrada em 16/12/2014 – “Caso Syngenta 1”);

(ii) a oferta pública de distribuição de CRA da 13ª série da 1ª emissão da Octante Securitizadora S.A., lastreada parte em CDCA de emissão de distribuidores de insumos agropecuários e parte em CPR-F de emissão de produtores rurais, ambos emitidos para financiar a aquisição de insumos agropecuários produzidos pela Bayer S.A. (Processo CVM nº 19957.006528/2016-97 – oferta registrada em 14/12/2016 – “Caso Bayer”); e

(iii) a oferta pública de distribuição de CRA da 1ª série da 6ª emissão da Vert Companhia Securitizadora S.A., lastreada parte em CDCA de emissão de distribuidores de insumos agropecuários e parte em CPR-F de emissão de produtores rurais, ambos emitidos para financiar a aquisição de insumos agropecuários produzidos pela Nufarm Indústria Química e Farmacêutica S.A. (Processo CVM nº 19957.003929/2017-76 – oferta registrada em 16/08/2017 – “Caso Nufarm”).

78. Naqueles casos, os títulos de emissão dos distribuidores de insumos agropecuários que constituíam o lastro dos CRA eram os CDCA (Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio), os quais, conforme prevê o art. 25 da Lei 11.076, devem ser vinculados a direitos creditórios.

79. Ademais, os CDCA devem observar, assim como os CRA, os requisitos constantes do § 1º do art. 23 da referida Lei, de forma que os direitos creditórios a eles vinculados devem se originar de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas e terceiros, 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.

80. Tais direitos creditórios, naqueles casos, eram Notas Promissórias, CPR ou outros títulos de emissão de produtores rurais, no âmbito da aquisição de insumos agropecuários junto aos distribuidores.

81. Portanto, vê-se que o lastro dos CRA composto por títulos de emissão dos distribuidores naqueles casos, quais sejam, os CDCA, se originavam de negócios realizados junto a produtores rurais, ou suas cooperativas, uma vez que estavam vinculados a títulos de emissão de produtores rurais.

82. Não há dúvida de que a estrutura montada nas ofertas acima mencionadas requer a preparação de

documentação mais robusta, uma vez que cada produtor rural, ou cooperativa de produtores rurais, envolvido na operação teria que emitir um título de crédito a ser vinculado ao lastro dos CRA, o que não acontece na presente Oferta, e que, por óbvio, representaria um fator restritivo à capilaridade que se propõe atingir em seu âmbito.

83. Tal fato se reflete, inclusive, no montante da presente Oferta, que almeja captar, por meio da emissão de CRA, R\$ 850 milhões, sem considerar os lotes adicional e suplementar, que poderiam elevar esse valor para mais de R\$ 1 bilhão.

84. Já as ofertas que contaram com lastro em CDCA de emissão de distribuidores, conforme expusemos acima, envolveram a emissão de CRA no montante de aproximadamente R\$ 150 milhões, no caso Syngenta 1, R\$ 180 milhões, no Caso Nufarm, e R\$ 260 milhões, no Caso Bayer, ou seja, valores bem inferiores aos pretendidos no presente caso, provavelmente refletindo a limitação na capilaridade alcançada por aquelas operações, como consequência da documentação que teve que ser constituída junto aos produtores rurais, ou suas cooperativas.

85. Ocorre que, independentemente da limitação que surgiria da necessidade de se atender às exigências impostas por esta área técnica, isso não representaria um impeditivo para a realização da operação, ainda que em menor escala, mas, nesse caso, com pleno atendimento à regulamentação aplicável.

86. Sendo assim, infere-se que a estrutura pretendida para a presente operação visa dar maior flexibilidade à composição de seu lastro, substituindo a presença dos direitos creditórios emitidos pelos produtores rurais, ou suas cooperativas, por uma comprovação futura de alienação, a estes, dos insumos agropecuários adquiridos pelos Distribuidores junto à Syngenta, o que, em nosso entendimento, não observa a regulamentação aplicável.

87. A Recorrente alegou ainda que o fato de a Oferta contar com mecanismo de revolvência dificulta o atendimento às exigências formuladas pela SRE, uma vez que os produtores rurais, ou suas cooperativas, que irão adquirir insumos dos Distribuidores em um primeiro momento, no âmbito das Notas Promissórias que comporão o lastro dos CRA na "largada", não necessariamente serão os mesmos que adquirirão insumos após o procedimento de revolvência, em um segundo momento.

88. Sobre esse ponto, cabe destacar que as operações que contam com procedimento de revolvência, da forma como foi permitido pelo Colegiado da CVM (Processo CVM nº RJ-2015-6419 - Decisão de 25/08/2015), devem observar os seguintes requisitos:

"(i) os direitos creditórios do agronegócio originalmente vinculados aos CRA tenham montante que suporte a remuneração (principal + juros) prevista para os CRA e prazo de vencimento anterior ao dos referidos títulos, os quais deverão estar devidamente identificados no Termo de Securitização, atendendo inclusive ao que preceituam o art. 40 da Lei nº 11.076/04 e o item 2.1 do Anexo III da Instrução CVM nº 414/04, este último no que for cabível;

(ii) do Termo de Securitização e dos demais instrumentos que instruírem a oferta (Prospecto, inclusive) constem de forma clara a previsão de revolvência dos direitos creditórios originalmente vinculados e a metodologia a ser adotada em tal procedimento de revolvência, incluindo os critérios de elegibilidade para os novos direitos creditórios;

(iii) o fluxo advindo dos direitos creditórios originalmente vinculados à respectiva série de CRA seja utilizado para a aquisição de novos direitos creditórios que venham a ser vinculados em montante e prazo compatíveis com o pagamento dos CRA (principal + juros);

(iv) a parcela eventualmente não utilizada para a aquisição dos novos direitos creditórios seja utilizada para o pagamento proporcional de amortização extraordinária do CRA;

*(v) havendo efetivamente a revolvência dos direitos creditórios do agronegócio, em qualquer quantidade, o **Termo de Securitização seja aditado**, a fim de que continue contemplado as informações exigidas pelos art. 40 da Lei nº 11.076/04 e item 2.1 do Anexo III da Instrução CVM nº 414/04, este último no que for cabível;*

(vi) os CRA sejam destinados exclusivamente a investidores qualificados, assim definidos nos termos do art. 9º-B Instrução CVM 539, em analogia com as operações de CRI, para as quais exigir-se-ão menos formalidades, nos termos da nova redação do art. 6º da Instrução CVM 414; e

(vii) haja constituição de patrimônio separado integrado pela totalidade dos direitos creditórios do agronegócio vinculados às respectivas séries de CRA ofertados, com a nomeação de agente fiduciário, observando-se o que preceituam os arts. 9º a 16 da Lei nº 9.514/97."

89. Como se percebe, o mecanismo de revolvência, da forma como foi autorizado pelo Colegiado da CVM, requer que o lastro da operação, no que se refere ao montante, seja integralmente constituído antes da emissão dos CRA, e apenas o prazo dos títulos que compõem tal lastro é que poderia ser inferior ao prazo dos CRA.

90. Dessa forma, em um momento futuro, quando o prazo de tais títulos estivesse vencendo, outros títulos poderiam ser adquiridos para compor o lastro dos CRA, repetindo essa mecânica até o seu vencimento, podendo haver a amortização antecipada de parte da operação, caso não fosse possível realizar a renovação total do lastro dos CRA.

91. Considerando o acima exposto, em nosso entendimento, as exigências impostas por esta área técnica em nada impactam a presente operação pelo fato de a mesma contar com procedimento de revolvência, uma vez que os Distribuidores poderiam listar nos documentos da Oferta os produtores rurais, ou suas

cooperativas, que adquirirão insumos agropecuários dos Distribuidores no âmbito das Notas Promissórias que comporão o lastro dos CRA na “largada”, e aditar o Termo de Securitização para posteriormente para incluir os produtores rurais, ou suas cooperativas, que eventualmente poderão adquirir tais insumos no âmbito de outras Notas Promissórias que futuramente venham compor o lastro dos CRA.

92. Por fim, com relação à alegação de que a lista dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que transacionam com os Distribuidores ser informação estratégica, sensível e confidencial para estes, entendemos que, a despeito de isso poder fazer sentido, trata-se de informação que, como vimos, é necessária para que uma emissão de CRA, da forma como a presente operação foi estruturada, observe a regulamentação aplicável.

V. Conclusão:

93. 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, devem ser mantidas as exigências 3.8.2 e 3.8.3 da forma como foram reiteradas por meio do Ofício nº 333/2017/CVM/SRE/GER-1, de modo que a mecânica prevista na documentação atual da Oferta não cumpre com os requisitos previstos na regulamentação aplicável, dependendo o registro da operação da realização de ajustes na referida documentação, com a inserção, no mínimo, no Termo de Securitização, nas Notas Promissórias e no Prospecto de relação exaustiva dos produtores rurais que poderão adquirir insumos agropecuários dos Distribuidores, no âmbito da destinação dos recursos oriundos da Oferta (obtidos por meio da emissão das Notas Promissórias), até a data de liquidação dos CRA, e encaminhamento à CVM dos documentos abaixo relacionados:

(i) todos os contratos de compra de insumos agropecuários no âmbito dos quais serão destinados os recursos captados com a operação, devidamente assinados, em valor que permita a destinação de todo o montante de recursos oriundos da presente emissão até o vencimento dos CRA; ou

(ii) alternativamente ao item (i) acima, todos os pedidos de compra de insumos agropecuários realizados pelos produtores rurais, ou suas cooperativas, junto aos Distribuidores, cujos pagamentos ocorrerão após a emissão dos CRA e até o seu vencimento, em valor correspondente ao montante de recursos oriundos da presente emissão e ao valor das Notas Promissórias lastro dos CRA; ou

(iii) alternativamente aos itens (i) e (ii) acima, que o “Convênio de Aquisição de Insumos Agrícolas” vinculado a cada Nota Promissória de cada um dos Distribuidores contenha listagem exaustiva dos produtores rurais, ou suas cooperativas, que poderão adquirir insumos no âmbito do mesmo, assinados pelo Distribuidor e produtores rurais, ou suas cooperativas, a ele vinculados, com informações sobre o volume de negócios a serem realizados em seu âmbito compatível com o valor da Nota Promissória a ele vinculado e prazo que contemple o período de vigência dos CRA.”

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA

Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1

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

Atenciosamente,

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 06/11/2017, às 17:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 06/11/2017, às 17:20, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 06/11/2017, às 17:26, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 06/11/2017, às 17:27, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0384805** e o código CRC **19FF1775**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0384805** and the "Código CRC" **19FF1775**.*

Referência: Processo nº 19957.006751/2017-15

Documento SEI nº 0384805

Criado por [rcordeiro](#), versão 31 por [dlgarcia](#) em 06/11/2017 17:18:04.