

Para: SGE MEMO/SRE/GER-2/Nº 154/2006

De: SRE/GER-2 Data: 14/7/2006

Assunto: Pedido de Dispensa de Requisitos de Registro –Processo CVM nº RJ 2006/4159

Senhor Superintendente Geral,

Requerem a BRSCAN RESIDENTIAL PROPERTIES S.A ("Companhia" ou "Brascan"), e sua acionista BRSCAN IMOBILIÁRIA S.A. ("Acionista Vendedora" ou "BISA Holdings"), em conjunto com o BANCO DE INVESTIMENTO CREDIT SUISSE (BRASIL) S.A., na qualidade de Instituição Líder, em expediente protocolado nesta Autarquia em 05/07/2006, a reconsideração de exigência cumulada com pedido de dispensa de apresentação de Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira previsto no art. 32 da Instrução CVM 400 ("Pedido de Dispensa"), com fundamento no disposto no art. 4º, parágrafo 1º, incisos IV e VI, e parágrafo 2º da Instrução CVM 400, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Brascan, protocolado em 23/5/2006.

A propósito, apresentamos a seguir uma breve descrição da oferta, o histórico da operação, a manifestação dos requerentes acerca da dispensa solicitada, nossas considerações e a conclusão.

1. A Oferta

O pedido de registro contempla a oferta pública de ações ordinárias escriturais, de emissão da Brascan Residential Properties S.A. ("Oferta", "Ações" e "Companhia", respectivamente), que compreenderá a distribuição primária de novas Ações ("Oferta Primária") e a distribuição secundária de Ações de propriedade da Brascan Imobiliária S.A. ("Oferta Secundária"), as quais se encontram livres e desembaraçadas de quaisquer ônus ou gravames, ambas a serem realizadas, no Brasil, em conformidade com a Instrução CVM nº 400/03.

Adicionalmente, no contexto da Oferta, serão realizados esforços de venda simultâneos nos Estados Unidos da América, com base na *Rule 144A*, em operações isentas de registro segundo o *Securities Act* de 1933, conforme alterado ("Securities Act"), e, nos demais países, exceto no Brasil e nos Estados Unidos da América, com base no *Regulation S*, editado pela *Securities and Exchange Commission* ("SEC"). Os investidores junto aos quais serão empreendidos esforços de venda no exterior, incluindo-se os investidores institucionais qualificados conforme definidos na *Rule 144A*, deverão ser registrados junto a esta Comissão, nos termos previstos na Instrução CVM nº 325, de 27 de janeiro de 2000, conforme alterada, e na Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.689, de 26 de janeiro de 2000, conforme alterada.

A Oferta será coordenada conjuntamente pelo Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. ("Líder") e pelo Banco UBS S.A. ("UBS", em conjunto com o Coordenador Líder e com o UBS, os "Coordenadores da Oferta"), com a participação de determinadas instituições financeiras integrantes do sistema de distribuição.

Há previsão de acréscimo de lote suplementar de 15% das ações ("Ações Suplementares"), nos termos do art. 24 da Instrução CVM 400, e sem prejuízo das ações suplementares, a quantidade de ações inicialmente ofertada no âmbito da Oferta poderá ser aumentada em até 20%, nos termos do art. 14, parágrafo 2º da Instrução CVM 400 ("Ações Adicionais").

O preço das ações será apurado pelo processo de coleta de intenções de investimento, denominado pelos participantes do mercado como "bookbuilding", do qual participarão todos os investidores, exceto aqueles destinatários da oferta de varejo, ou seja, os investidores considerados não-institucionais e clubes de investimento da oferta brasileira.

Os Coordenadores da Oferta realizarão a distribuição das Ações, em regime de garantia firme de liquidação, não solidária.

2. HISTÓRICO

Em 23.5.2006, os requerentes protocolaram nesta CVM o pedido de registro da oferta em referência dando origem ao Processo CVM RJ/2006/4159.

Em 21.6.2006, encaminhamos aos requerentes o Ofício/CVM/SRE/SEP/Nº74/2006 ("Ofício"), no qual, através da exigência 15.1 foi solicitado à Companhia, à Acionista Vendedora e ao Coordenador Líder elaborar e incluir nos Prospectos Preliminar e Definitivo o estudo de viabilidade econômico-financeira da Companhia ("Estudo de Viabilidade"), atendendo ao disposto nas hipóteses dos incisos II, IV e V, do artigo 32 da Instrução CVM 400.

No dia 5.7.2006, em resposta à exigência 15.1, acima referida, foi encaminhado expediente solicitando que esta Superintendência de Registro ("SRE") aprecie pedido para sua reconsideração. No entanto, esta Superintendência, entende haver necessidade de apreciação do Colegiado às dispensas ora requeridas, as quais transcrevemos no Item 3 ("Alegações dos Requerentes"), a seguir.

3. ALEGAÇÕES DOS REQUERENTES

Os requerentes formulam pedido de reconsideração de exigências cumuladas com pedido de dispensa de apresentação de Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira previsto no art. 32 da Instrução CVM 400 ("Pedido de Dispensa"), com fundamento no disposto no art. 4, parágrafo 1º, incisos IV e VI, e parágrafo 2º da Instrução CVM 400, pelas razões a seguir expostas:

3.1 Razões para Não Apresentação de Estudo de Viabilidade

3.1.1 Hipóteses de Apresentação do Estudo de Viabilidade

Os requerentes expõem que o estudo de viabilidade econômico-financeira é regulado pelo artigo 32 da Instrução CVM 400, o qual estabelece os eventos em que se verifica a obrigatoriedade da apresentação do referido estudo, instruindo o pedido de registro de oferta pública. É, portanto, obrigatória a apresentação do estudo de viabilidade econômico-financeira quando (i) a oferta tenha por objeto a constituição de companhia; (ii) a emissora exerça a sua atividade a menos de dois anos e esteja realizando a primeira distribuição pública de valores mobiliários; (iii) a fixação do preço da oferta baseie-se, de modo preponderante, nas perspectivas de rentabilidade futura da emissora; (iv) houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido da emissora, considerando o balanço referente ao último exercício social, e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas; ou (v) a emissora tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos três exercícios sociais que antecedem a oferta.

3.1.2 Conteúdo do Estudo de Viabilidade

Adicionalmente, alegam que, de acordo com o item 3.7 do Anexo III da Instrução CVM 400, o estudo de viabilidade econômico-financeira deve contemplar uma análise (a) da demanda para as principais linhas de serviço da companhia emissora, que represente uma percentagem

substancial do volume global de receitas da companhia, (b) do suprimento de "matérias-primas" utilizadas pela companhia, e (c) do retorno de investimento. O estudo de viabilidade econômico-financeira consiste, portanto, em um conjunto de prognósticos baseados nas estimativas e premissas utilizadas pela companhia emissora para prever eventos futuros.

3.1.3 Da não-aplicabilidade ou dispensabilidade da apresentação do Estudo de Viabilidade à Companhia

Nos termos da exigência 15.1 do Ofício/CVM/SRE/SEP/Nº74/2006 ("Ofício"), foi solicitado à Companhia, à Acionista Vendedora e ao Coordenador Líder elaborar e incluir nos Prospectos Preliminar e Definitivo o estudo de viabilidade econômico-financeira da Companhia ("Estudo de Viabilidade"), atendendo ao disposto nas hipóteses dos incisos II, IV e V, do artigo 32 da Instrução CVM 400, ou seja, nas situações previstas nos itens (ii), (iv) e (v) descritas no item 3.1.1 acima.

Com relação aos incisos II e IV do artigo 32 da Instrução CVM 400, os requerentes entendem que claramente a apresentação de Estudo de Viabilidade não se faz necessária no presente caso, pois a Companhia não se enquadra em nenhuma das referidas hipóteses, como alegam a seguir.

No que diz respeito ao inciso V do artigo 32 da Instrução CVM 400, há o entendimento por parte dos requerentes que, apesar dos juízos já manifestados por esta Comissão quando da análise do pedido de dispensa da Universo Online S.A. (Processo CVM Nº RJ/2005/7384) e da Cremer S.A. (Processo CVM Nº RJ/2006/3627), a matéria pode permanecer sujeita à deliberação pelo Colegiado, razão pela qual efetuam pedido de reconsideração o qual é encaminhado cumulativamente com pedido de dispensa do estudo de viabilidade econômico-financeira previsto no referido dispositivo. Para tanto, a seguir são apresentados os fundamentos para demonstrar a dispensabilidade do Estudo de Viabilidade na presente Oferta, segundo os requerentes.

3.2 Viabilidade Econômico-Financeira da Companhia

Os requerentes apontam os fundamentos operacionais e econômico-financeiros da Companhia como os primeiros e mais importantes aspectos a serem considerados na análise da reconsideração das exigências previstas nos incisos II e IV do artigo 32 da Instrução CVM 400, ou ainda na concessão de dispensa das exigências relativas aos referidos incisos e/ou inciso V do mesmo artigo, conforme aplicável. Como consequência, apontam também ser de grande relevância nessa análise a suficiência das informações que constaram dos Prospectos Preliminar e Definitivo, de forma que permitam ao investidor chegar à sua própria conclusão sobre tais fundamentos e, portanto, sobre a situação financeira e viabilidade da Companhia.

3.2.1 Histórico da Companhia

A Companhia é parte integrante do Grupo Brascan, que iniciou suas atividades de incorporação imobiliária no Brasil durante o ano de 1978. Em 2005, a BISA Holdings finalizou a sua reorganização societária iniciada em 2003. Como parte da reorganização da BISA Holdings, para segregar as atividades de incorporação imobiliária (cujo principal objetivo é a compra e venda de unidades) e de propriedade para a renda (cujo principal objetivo é a locação de unidades) em pessoas jurídicas distintas, em 29 de dezembro de 2005, a BISA Holdings transferiu para a Companhia suas participações societárias nas atuais subsidiárias da Companhia, que englobam todos os ativos relacionados com incorporações imobiliárias que antes eram detidos diretamente pela BISA Holdings.

3.2.2 Origem do Patrimônio Líquido Negativo – A Crise Cambial de 2002

Foi apontado pelos requerentes que o patrimônio líquido negativo de R\$ 9,9 milhões que se verificou em 31 de dezembro de 2003 refletia, essencialmente, uma estrutura de capital inadequada à época. A principal razão apontada para a apresentação de patrimônio líquido negativo ao final de 2003 foi o endividamento em moeda estrangeira da Companhia, que foi impactado pelo efeito da desvalorização de 34,3% do real frente ao dólar norte-americano em 2002. Afirmam que a crise cambial de 2002 foi determinante para que o patrimônio líquido da Companhia ficasse negativo em 2002 e 2003, tendo em vista a ocorrência de despesa financeira de R\$220,5 milhões no exercício de 2002, da qual 69,3% correspondeu à desvalorização cambial. Em 2003, a Companhia contabilizou um ganho líquido resultante de variação cambial, no valor de R\$48,6 milhões, que não foi suficiente para reverter a perda cambial sofrida no ano anterior.

3.2.3 Fundamentos Operacionais e Econômico-Financeiros

Os requerentes citam que a Companhia acredita atualmente deter sólidos fundamentos operacionais e econômico-financeiros, conforme estaria demonstrado na tabela abaixo, a qual contém alguns dos principais indicadores financeiros e operacionais para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2003, 2004 e 2005 e para os trimestres findos em 31 de março de 2005 e 2006:

	R\$(mil)				
	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro			Trimestres encerrados em 31 de março de	
	2003	2004	2005	2005	2006
Receita de Incorporação e vendas imobiliárias	309.819	298.267	253.546	41.716	140.316
% crescimento		-3,7%	-15,0%		236,4%
Outras Receitas	13.731	17.065	18.311	4.658	2.650
% crescimento		24,3%	7,3%		-43,1%
Receita Bruta de Vendas	323.550	315.332	271.857	46.374	142.966
% crescimento		-2,5%	-13,8%		208,3%

Receita Líquida de Vendas	315.576	307.995	263.481	45.014	138.473
% crescimento		-2,4%	-14,5%		207,6%
Lucro Bruto	157.568	147.750	124.709	12.562	56.613
% crescimento		-6,2%	-15,6%		350,7%
EBITDA	132.492	102.530	86.132	5.713	48.487
% crescimento		-22,6%	-16,0%		748,7%
Margem de EBITDA	42,0%	33,3%	32,7%	12,7%	35,0%

A tabela abaixo demonstra a reconciliação do lucro líquido com o EBITDA da Companhia para os períodos analisados:

	R\$(mil)				
	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro			Trimestres encerrados em 31 de março de	
	2003	2004	2005	2005	2006
Lucro (prejuízo) líquido do exercício	(7.446)	9.575	71.586	(17.184)	44.436
(+) Imposto de renda e contribuição social	(3.836)	4.932	1.775	(8.852)	22.891
(+) Despesa financeira líquida	141.784	83.759	8.695	30.649	(19.490)
(+) Depreciação e amortização	1.990	4.264	4.076	1.100	650
EBITDA	132.492	102.530	86.132	5.713	48.487
% Receita Líquida	42,0%	33,3%	32,7%	12,7%	35,0%

3.2.4 Endividamento

A tabela a seguir apresenta a evolução da dívida líquida da Companhia nos períodos analisados:

	R\$(mil)				
	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro			Trimestres encerrados em 31 de março de	
	2003	2004	2005	2005	2006
Dívida Líquida	898.125	977.736	849.830	967.365	772.633
Disponibilidades	134.934	11.055	82.211	11.108	73.912
Endividamento de curto e de longo prazo	1.033.059	988.791	932.041	978.473	846.545
Despesa financeira líquida	141.784	83.759	8.695	30.649	(19.490)

3.2.5 Estrutura de Capital

A tabela a seguir apresenta a evolução da estrutura da Companhia nos períodos analisados em que os requerentes adicionalmente incluíram uma coluna com a situação patrimonial da Companhia, considerando a realização da Oferta e o direcionamento de parcela dos recursos para o resgate de endividamento em moeda nacional e estrangeira:

	R\$(mil)					
	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro			Trimestres encerrados em 31 de março de		
	2003	2004	2005	2005	2006	Ajustado (*)
Ativo						
Circulante	483.290	437.499	406.529	436.799	385.194	613.988
Realizável a Longo Prazo	682.911	745.657	788.722	719.361	765.719	765.719
Permanente	113.165	68.488	12.070	60.716	11.419	11.419
Total	1.279.285	1.251.644	1.207.321	1.216.876	1.162.332	1.391.126
Passivo						
Circulante	358.862	440.399	473.937	535.255	382.490	158.390
Exigível a Longo Prazo	930.343	790.901	641.454	678.461	643.476	396.370
Patrimônio Líquido	(9.920)	20.344	91.930	3.160	136.366	836.366
Total	1.279.285	1.251.644	1.207.321	1.216.876	1.162.332	1.391.126
Ratios						
Liquidez Corrente	1.35	0.99	0.86	0.82	1.01	3.88
Liquidez Geral	0.90	0.96	1.07	0.95	1.12	2.49
Debt Ratio	1.01	0.98	0.92	1.00	0.88	0.40
Debt to Equity Ratio	-129.96	60.52	12.13	384.09	7.52	0.66
Lucro Líquido	-7.446	9.575	71.586	-17.184	44.436	
EBITDA	132.492	102.530	86.132	5.713	48.487	
Endividamento	1.033.059	988.791	932.041	978.473	846.545	375.339
Alavancagem Financeira Total (1)	0,81	0,79	0,77	0,80	0,73	0,27
Endividamento com Terceiros não relacionados	500.919	577.662	653.041	568.553	599.439	375.339
Alavancagem Financeira com Terceiros (2)	0,39	0,46	0,54	0,47	0,52	0,27
% de endividamento com terceiros referente a empréstimos com garantia hipotecária	17%	30%	33%	30%	33%	52%
(*) Ajustado para refletir os recursos estimados e aproximados de uma Oferta Primária de aproximadamente R\$700,0 milhões.						
(1) Relação entre o Endividamento Total e o Passivo Total.						
(2) Relação entre o Endividamento Terceiros e o Passivo Total.						

3.2.6 Pontos Fortes

Além disso, expõe que a Companhia possui atualmente uma série de fatores não financeiros que demonstram sua solidez e viabilidade. Destacam, dentre esses fatores, que auxiliarão o investidor na sua análise da viabilidade da Companhia, os listados adiante, que constituem os principais pontos fortes da Companhia, e que estão indicados na minuta do Prospecto em análise nesta Comissão da seguinte forma:

"Sólida presença nas principais áreas metropolitanas. Possuímos um histórico abrangente nos dois maiores mercados imobiliários do Brasil. As regiões metropolitanas dos Estados de São Paulo e do Rio de Janeiro foram responsáveis por 15,7% e 6,8% do PIB, respectivamente, em 2003. Operamos há mais de 25 anos nesses mercados, possuímos escritórios nas duas capitais e concentramos nosso estoque de terrenos nessas duas regiões. Nesses dois mercados, a incorporação imobiliária futura é restringida pelas limitações geográficas e incorporações existentes. Nosso foco estratégico nessas áreas nos permite construir fortes relações com Governos Estaduais e Municipais, que são pontos críticos na eficiência de licenciamento e aprovações para o desenvolvimento do mercado imobiliário no Brasil. É esperado que o crescimento do mercado imobiliário nessas regiões seja superior ao do Brasil como um todo.

Estoque estratégico de terrenos em locais privilegiados. A nossa experiência em investimentos nos permitiu adquirir terrenos estrategicamente localizados em áreas de forte demanda. O nosso estoque de terrenos tem localização privilegiada em nossos principais mercados, São Paulo e Rio de Janeiro. Atualmente, possuímos lotes de terreno com potencial de cerca de 1,7 milhões de metros quadrados de área vendável para incorporação. O nosso estoque de terrenos existente representa aproximadamente cinco anos de incorporação futura de acordo com nossas estimativas de taxas de incorporação. Cerca da metade de nossos terrenos estão localizados no Triângulo, área entre as cidades de Campinas, Sorocaba e São Paulo. Nossos terrenos estão localizados a 10 minutos de carro do anel viário que está sendo construído ao redor da cidade de São Paulo. Essas 3 cidades estão entre os maiores mercados consumidores do Brasil e, em virtude disso, a infra-estrutura pública, tais como rodovias, hospitais, universidades e escolas, já foi desenvolvida. O restante de nossos terrenos está localizado na região da Barra da Tijuca no Rio de Janeiro. Essa região concentra 70% das moradias de Classe Média Alta e Classe Alta do Rio de Janeiro, construídas a partir do ano 2000. A região inclui também uma área litorânea com extensão de 15 quilômetros, o Autódromo Nelson Piquet, o local dos Jogos Pan-Americanos de 2007, o segundo maior shopping center da América do Sul e o maior centro de convenções do Rio de Janeiro.

Modelo de negócios totalmente integrado e eficiente. Nossas atividades de incorporação imobiliária são completamente integradas, o que nos permite administrar e controlar todos os seus estágios, inclusive o processo de aquisição de terrenos, planejamento, desenvolvimento, construção e vendas. Estas compreendem: (i) avaliar as tendências de mercado e as áreas em crescimento; (ii) identificar, avaliar e adquirir terrenos; (iii) planejar e desenhar empreendimentos imobiliários; (iv) obter as licenças, autorizações e aprovações governamentais necessárias; (v) gerenciar, construir, desenvolver e vender unidades e projetos; e (vi) fornecer financiamento e outros serviços a nossos clientes durante e após as vendas.

Acreditamos que esse processo integrado nos oferece as seguintes vantagens competitivas:

- o menor custo resultante da execução, internamente, de desenvolvimento de conceitos, de projetos de *design*, coordenação de construção, desenvolvimento e venda, o que nos permite atingir maiores margens de lucro;
- o capacidade para executar incorporações maiores que resultem em eficiência, através de economia de escala e distribuição de custos indiretos fixos, além de atrair investimentos de parceiros para projetos específicos;
- o maior poder de negociação junto a fornecedores;
- o flexibilidade operacional e confiabilidade, o que resulta em rapidez na construção e entrega de produtos no prazo de modo a atender a demanda do mercado;
- o adequação de nossos cronogramas de construção ao nosso fluxo de caixa de recebíveis;
- o rígido controle de qualidade em todos os estágios do processo de incorporação; e
- o sólido conhecimento do cliente, obtido através do retorno de nossa equipe de vendas e das equipes de desenvolvimento de novos produtos, resultando na rápida apresentação de produtos inovadores ao mercado.

Equipe administrativa experiente. Nossa conceituada equipe administrativa possui uma média de mais de 21 anos de experiência no setor imobiliário brasileiro e está comprometida com o desenvolvimento sustentável a longo prazo. Nossa sólida governança corporativa, planejamento de sucessão executiva e programas de treinamento nos levaram ao sucesso de longo prazo no mercado imobiliário brasileiro. Mesmo operando de maneira independente de nossa controladora, possuímos um sólido programa de governança corporativa que nos oferece experiência na emissão de relatórios aos acionistas. Como parte de nosso programa de governança corporativa, identificamos e capacitamos nossos executivos de maneira contínua para apoiar iniciativas de negócios e implementar nossa estratégia global. A capacitação dos executivos inclui o programa "Universidade Brascan", que oferece treinamento no mercado imobiliário, disciplinas funcionais e programas educacionais de pós-graduação aos nossos empregados. Os resultados desses programas se refletem em nossos empregados, altamente treinados, dos quais mais de 20% possuem pós-graduação, assim como em nossos baixos índices de rotatividade de pessoal.

Sólida reputação e reconhecimento da marca. Acreditamos que a marca "Brascan" possui uma das melhores reputações do mercado entre os clientes e parceiros em potencial. Nossa marca é largamente reconhecida nos mercados nos quais atuamos devido aos 100 anos de história do Grupo Brascan no Brasil, à qualidade e produtos inovadores que oferecemos, ao nosso

comprometimento com a entrega de unidades no prazo e à satisfação do cliente. Acreditamos que o reconhecimento de nossa marca atingiu níveis altos de referência, bem como sólida reputação entre os fornecedores, subcontratados, corretores e outros incorporadores.

Sólida Base Acionária. Nos beneficiamos com o apoio da Brookfield, uma sociedade de administração de ativos com enfoque em ativos imobiliários, de energia e infra-estrutura, com aproximadamente US\$50 bilhões de ativos sob sua administração. A carteira imobiliária da Brookfield inclui 65 escritórios de alto padrão e incorporações residenciais nos principais mercados norte-americanos, sul-americanos e europeus. A Brookfield detém participação majoritária no Banco Brascan, um banco de investimento brasileiro com escritórios no Rio de Janeiro e em São Paulo. Nós nos aproveitamos cotidianamente da experiência da Brookfield na América do Norte e no Brasil e adicionalmente participamos dos encontros de compartilhamento de informações anuais com os grupos de incorporação imobiliária da Brookfield, o que nos ajudou a assumir uma posição líder no setor imobiliário na inovação de produtos. Além do apoio recebido através das operações da Brookfield na América do Norte, a BRP também recebe apoio do Banco Brascan e do Grupo Brazil Asset Management da Brookfield, especializado nos setores imobiliário, de energia e infra-estrutura. Essa estrutura única de organização nos oferece expertise em pesquisa, suporte a transações e mercado imobiliário com foco no Brasil."

3.3 Princípios da Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários

Após terem sido destacados pelos requerentes "os fortes fundamentos financeiros e operacionais da Companhia", indicam que cumpre discutir os aspectos técnico-jurídicos que fundamentariam a não-aplicabilidade dos incisos II e IV do artigo 32 da Instrução CVM 400, bem como a dispensa do inciso V desse mesmo dispositivo.

3.3.1 Princípios da Regulamentação do Mercado de Valores Mobiliários

Destacam que o sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários foi criado pela Lei 6.385/76, que estabelece a competência da CVM para regulamentar as distribuições públicas de valores mobiliários, de acordo com as políticas expressamente previstas pelo Conselho Monetário Nacional ("CMN"). Dessa forma, o CMN estabelece as diretrizes fundamentais para o funcionamento do mercado de valores mobiliários, definindo as políticas concernentes à proteção do interesse público, adequada informação e proteção do investidor. O artigo 4.º da Lei 6.385/76 prescreve os objetivos a serem atingidos pelo CMN e pela CVM no exercício de suas atribuições:

"Art. 4.º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

[...]

III – assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão ;

IV – proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores contra :

[...]

c. o uso de informação relevante não divulgada nos mercados de valores mobiliários .

[...]

VI – assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII – assegurar a observância de práticas comerciais eqüitativas no mercado de valores mobiliários ;"
(destacamos)

A política ditada pelo CMN ter como interesse primordial a proteção do investidor, mediante, principalmente, o fornecimento de informações adequadas, tendo em vista o princípio do regular e eficiente funcionamento dos mercados, tal proteção não deveria ocorrer à custa da criação de obstáculos excessivamente onerosos à atuação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, companhias emissoras, acionistas vendedores e demais participantes de distribuições públicas. Destacam, neste sentido, o Voto CMN n.º 426/1978, que declara:

*"A diretriz básica que orienta esta opção é a de exigir o encaminhamento de certas informações para registro junto ao Órgão regulador; que, por sua vez, estabelece sistemas diretos e indiretos para fazer com que tais informações estejam disponíveis publicamente. [...] O propósito da regulação específica sobre o registro é o de prover uma certa proteção ao investidor, inclusive através da verificação da legitimidade da emissão de valores mobiliários e da legalidade dos atos societários que deram origem, **sem, porém, impedir o mercado de funcionar adequadamente, contrabalançando os direitos do investidor e as obrigações dos emissores e demais agentes do mercado**".*
(destacamos)

Em suma, em linha com a política expressada pelo CMN, alegam que a interpretação dos dispositivos aplicáveis às ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, deve ponderar os aspectos práticos que se fazem presentes na condução das atividades do mercado de capitais, buscando, em especial, o adequado equilíbrio entre os direitos dos investidores e as obrigações dos emissores, acionistas vendedores e das instituições participantes da Oferta.

3.3.2 Os Princípios da Elaboração do Estudo de Viabilidade Econômico-Financeiro

Adicionalmente citam que as hipóteses nas quais a Instrução CVM 400 prevê a elaboração do estudo de viabilidade econômico-financeira, de um modo geral, dizem respeito a situações em que as informações históricas constantes de um prospecto de distribuição não ofereçam subsídios adequados para que o investidor tome sua decisão de investimento.

A Instrução CVM 400 indica claramente os parâmetros que devem ser observados pelas companhias emissoras quando da divulgação de informações ao público. Nesse sentido, o art. 38 prevê:

"Art. 38. Prospecto é o documento elaborado pelo ofertante em conjunto com a instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento." (grifo nosso)

Em outras palavras, indicam que esta CVM exigiria que o prospecto contenha toda a informação necessária ao investidor para sua decisão de investimento. Ademais, a Instrução CVM 400 requer que a informação do prospecto tenha características específicas, bem como que ela seja precisa e atual. No entanto, ressaltam que projeções freqüentemente não são precisas ou se confirmam verdadeiras, dada a incerteza inerente a qualquer informação futura. Portanto, afirmam que a inclusão desse tipo de informação nos Prospectos não atende integralmente ao art. 38 da Instrução CVM 400.

Por sua vez, o art. 39 da Instrução CVM 400 descreve o conteúdo mínimo do prospecto, bem como as regras para inclusão de projeções:

"Art. 39. O Prospecto deverá, de maneira que não omita fatos de relevo, nem contenha informações que possam induzir em erro os investidores, conter os dados e informações sobre: I - a oferta; II - os valores mobiliários objeto da oferta e os direitos que lhes são inerentes; III - o ofertante; IV - a companhia emissora e sua situação patrimonial, econômica e financeira; V - terceiros garantidores de obrigações relacionadas com os valores mobiliários objeto da oferta; e VI - terceiros que venham a ser destinatários dos recursos captados com a oferta."

§ 1º Caso sejam incluídas as previsões relativas à evolução da atividade e dos resultados da emissora, bem como à evolução dos preços dos valores mobiliários que são objeto da oferta, deverão: a) ser claras e objetivas; e b) apoiar-se em opinião de auditor independente sobre os pressupostos, os critérios utilizados e a sua consistência e coerência com as previsões. (...)" (destacamos)

Notam que a inclusão de projeções e previsões nos prospectos é exceção e não a regra, tanto que a Instrução CVM 400 expressamente menciona "caso sejam incluídas previsões...", ou seja, a inclusão de informação futura não é a regra geral, mas um caso específico. Esse caso deverá obedecer a um procedimento especial que contempla, até mesmo, opinião de auditor independente.

Em suma, indicam que a finalidade precípua das normas relativas à divulgação de informações é municiar o investidor de informações acerca de negócios de uma companhia emissora para que o investidor possa tomar uma decisão adequada de investimento. No geral, informações futuras ou estimativas devem ser evitadas até mesmo pela sua natureza inerentemente incerta. Apontam que apenas quando as informações históricas forem insuficientes, seja por conta de uma mudança substancial nas atividades da companhia emissora, seja por conta de uma dúvida relevante quanto a sua capacidade de continuar com suas atividades operacionais, é que projeções devem ser utilizadas. Isso porque, esse tipo de informação, segundo indicam, representaria um risco para os ofertantes, coordenadores, emissores e até mesmo para o investidor propriamente dito, que pode ser induzido a erro através de estimativas.

3.3.3 Informação Contida no Prospecto

Deste modo, destacam que a informação sobre a ocorrência de patrimônio líquido negativo encontrar-se-á descrita na minuta do Prospecto Preliminar a ser analisada por esta Comissão, de modo que o investidor terá esta informação para tomar sua decisão de investimento. Adicionalmente, apontam que a seção "Análise e Discussão da Administração sobre a Situação Financeira e o Resultado Operacional" da minuta do Prospecto Preliminar contém uma discussão detalhada sobre a situação financeira e resultados da Companhia. Afirmam que, conforme a regulamentação aplicável, essa discussão será apresentada de forma didática e precisa, permitindo ao investidor potencial entender o processo que eliminou o passivo a descoberto existente em 2003 e permitiu a Companhia deter "sólidos fundamentos financeiros". Adicionalmente, alertam, que o investidor potencial poderá ainda formular suas próprias conclusões sobre o desempenho e perspectivas da Companhia, sem necessidade de inclusão de projeções, as quais são inerentemente incertas.

Por fim, mencionam que tendo como diretriz a decisão do Colegiado dessa D. Comissão quando da deliberação acerca do pleito de dispensa de estudo de viabilidade econômico-financeira da Cremer S.A. (Processo CVM Nº RJ/2006/3627), será dada adequada publicidade acerca da necessidade de dispensa do Estudo de Viabilidade em razão da existência do patrimônio líquido negativo no aviso ao mercado e no anúncio de início da Oferta, assim como nos Prospectos Preliminar e Definitivo.

3.3.4 Inciso II, artigo 32, Instrução CVM 400 – exercício de atividade há menos de dois anos, em caso de oferta inicial de ações

Os requerentes destacam que muito embora a Companhia tenha sido constituída em 14 de novembro de 2005, sua constituição foi parte de uma reorganização societária para segregar as atividades de incorporação imobiliária (cujo principal objetivo é a compra e venda de unidades) e de propriedade para a renda (cujo principal objetivo é a locação de unidades) em pessoas jurídicas distintas que se concretizou em 29 de dezembro de 2005 com a transferência pela BISA Holdings para a Companhia das participações societárias nas atuais subsidiárias da Companhia, que englobam todos os ativos relacionados com incorporações imobiliárias.

Adicionalmente citam que a Companhia, por intermédio de sua principal subsidiária direta, Brascan Imobiliária Incorporações S.A., conduz suas atividades de incorporação imobiliária desde 1978, satisfazendo, portanto, a exigência de dois anos de operação do artigo 32, inciso II, da Instrução CVM 400. A Brascan Imobiliária Incorporações S.A. consolida atualmente as subsidiárias diretas Brascan Imobiliária Engenharia e Construções S.A., MG 500 Investimentos Imobiliários S.A. e Diamond SPE S.A. e em 31 de março de 2006 detinha 99,6% da totalidade dos ativos da Companhia.

Nesse mesmo sentido, destacam que a Área Técnica desta Comissão assim entendeu quando da análise do pleito de dispensa de apresentação de Estudo de Viabilidade econômico-financeira realizado pela Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (Processo CVM Nº RJ/2004/2185):

"O fato de a emissora ter como seu único negócio o investimento em companhia operacional, que já se encontra em atividade por três anos, inegavelmente mitiga a necessidade do estudo de viabilidade, pois a análise do risco do negócio e da futura performance da companhia pode ser realizada pelos investidores ou seus consultores com base em horizonte de três anos de funcionamento da companhia controlada." (destacamos e grifamos)

Os requerentes indicam que a Companhia é uma companhia *holding* pura. Em conseqüência, a decisão de investimento nas ações de emissão da Companhia não apresenta os mesmos riscos de um investimento em uma companhia recém-formada, que não teria um histórico de desempenho para suas operações. Pelo contrário, destacam que o investimento na Companhia representa uma participação nos negócios já consolidados da Brascan Imobiliária Incorporações S.A. e demais subsidiárias da Companhia e, portanto,

os riscos de tal investimento são distintos dos riscos de um investimento em uma companhia recém-formada. As operações das subsidiárias da Companhia encontram-se refletidas nas demonstrações financeiras para todos períodos apresentados no Prospecto Preliminar, exceto no caso da Diamond SPE que foi constituída em 19 de janeiro de 2006.

Ademais, o Prospecto Preliminar inclui as demonstrações financeiras da Companhia consolidadas para o período encerrado em 31 de março de 2006 e combinadas para os exercícios encerrados em 31 de dezembro de 2004 e 2005 (exceto pelo balanço patrimonial relativo ao exercício findo em 31 de dezembro de 2005, o qual é apresentado em base consolidada), todas auditadas pela Deloitte Touche Auditores Independentes.

Destacam, ainda, que no primeiro trimestre de 2006, a Companhia registrou receitas operacionais líquidas de aproximadamente R\$138,5 milhões (R\$263,5 milhões para 2005 e R\$308,0 milhões para 2004) e lucro líquido de aproximadamente R\$44,4 milhões (R\$71,6 milhões para 2005 e R\$9,6 milhões para 2004). O patrimônio líquido da Companhia em 31 de março de 2006 era de aproximadamente R\$136,4 milhões (R\$91,9 milhões para 2005 e R\$20,3 para 2004).

3.3.5 Inciso IV, artigo 32, Instrução CVM 400 – emissão em montante superior ao patrimônio líquido da emissora e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimento em controladas ou coligadas

Os requerentes mencionam que, apesar da indefinição acerca da faixa de preços por Ação, tornando impossível na presente data estabelecer o exato volume estimado da Oferta Primária com base no ponto-médio de tal faixa, indicam que desde já acreditam que a Oferta Primária totalizará montante estimado de R\$700,0 milhões e que, portanto, a Oferta Primária será, de fato, superior ao patrimônio líquido da Companhia, considerando o balanço relativo ao exercício encerrado em 31 de dezembro de 2005, quando o patrimônio líquido totalizou R\$91,9 milhões.

Não obstante, acreditam que a hipótese prevista no inciso IV do art. 32 da Instrução CVM 400 não se aplica à Oferta tendo em vista que, apesar de o montante estimado para emissão exceder o patrimônio líquido da Companhia com base em 31 de dezembro de 2005, os recursos líquidos provenientes da Oferta Primária serão direcionados à continuidade das atividades habituais da Companhia. Ao afirmarem acerca da não aplicabilidade do inciso IV, acabam tecendo alguns comentários a seguir de modo a ilustrar o seu entendimento de forma mais clara.

Deste modo indicam que o inciso IV do artigo 32 prevê que existe necessidade de apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira quando:

"IV – houver emissão de valores mobiliários em montante superior ao patrimônio líquido da emissora, considerando o balanço referente ao último exercício social, e os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas;" (grifamos e destacamos).

Em primeiro lugar, notam que a referida norma não exige a apresentação do estudo de viabilidade sempre que o valor da emissão for superior ao do patrimônio líquido, mas somente nas hipóteses em que, **cumulativamente**, "os recursos captados visarem à expansão ou diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas".

Dito de outra forma, o estudo de viabilidade apenas faz-se mister quando a emissão de valores mobiliários for em montante superior ao patrimônio líquido da companhia emissora, e ainda os recursos captados visarem a (i) expansão ou diversificação de atividades pela companhia, ou (ii) investimentos em suas controladas ou coligadas.

Indicam que duas linhas de interpretação se fazem possíveis diante do inciso IV do art. 32 da Instrução CVM 400: (a) a existência de um patrimônio líquido igual ou superior ao montante da emissão como forma de garantir o investimento dos subscritores quando da falência ou qualquer outra forma de insolvência da Companhia, o que dispensaria a apresentação do Estudo de Viabilidade e (b) a apresentação do Estudo de Viabilidade para que potenciais subscritores possam ter uma clara visão do risco que podem assumir ao adquirir ações da companhia quando esta pretender destinar os recursos da emissão para **alterar radicalmente o rumo dos negócios**.

Afirmam que a redação do inciso IV do artigo 32 da Instrução CVM 400 é clara, assim como a da Instrução CVM 13 também era, ao exigir a verificação simultânea de ambas as condições. Logo, para que o inciso IV do artigo 32 seja aplicável ao caso em tela, seria necessário que a destinação dos recursos da Oferta Primária, em montante superior ao último patrimônio líquido registrado, fosse destinado à expansão e diversificação das atividades ou investimentos em controladas ou coligadas, o que não ocorre no caso da Oferta. Os requerentes indicam que na Oferta Primária, os recursos estão estimados em aproximadamente R\$700,0 milhões e terão as seguintes destinações: (i) aproximadamente 471,2 milhões serão utilizados para amortizar o endividamento da Companhia, sendo, aproximadamente R\$224,1 milhões perante terceiros, que incluem, aproximadamente R\$16,8 milhões com o Banco Itaú S.A. e, aproximadamente, R\$247,1 milhões com partes relacionada; e (ii) o restante dos recursos líquidos provenientes da Oferta Primária será utilizado, para fins corporativos gerais, dando continuidade às atividades habituais da Companhia, incluindo aquisição de terrenos, financiamento aos nossos clientes e outras necessidade de capital. Argumentam adicionalmente que a referida descrição da utilização dos recursos estará pormenorizadamente descrita nos Prospectos Preliminar e Definitivo, na seção "Destinação dos Recursos".

Tal como mencionado acima, indicam que a necessidade da verificação simultânea de tais condições serve para proteger o investidor potencial. Ao se deparar com uma companhia que esteja realizando uma captação pública de recursos, por meio de emissão de valores mobiliários, em valor superior ao seu patrimônio líquido, tal investidor precisa ter a segurança de que os recursos por ele investidos serão aplicados nas mesmas atividades detalhadamente descritas no prospecto da emissão. Alternativamente, no caso de aplicação de tais recursos em uma mudança substancial nas atividades descritas no prospecto, tal como no caso de sua aplicação na diversificação das atividades ou no investimento em sociedades controladas ou coligadas, tal investidor precisa estar municiado de todos os elementos necessários para uma tomada de decisão de investimento fundamentada, incluindo, se for o caso, projeções e estimativas.

Dessa forma, a regulamentação em vigor exige que, caso haja uma destinação de recursos que altere as atividades de uma emissora de forma tão substancial que torne a informação histórica constante do prospecto insuficiente para o investidor potencial, o estudo de viabilidade econômico-financeira, o qual contém premissas, estimativas e projeções em relação às novas atividades a serem implementadas, seja incluído no pedido de registro. Isso porque, esse estudo consistirá, nessa hipótese, informação importante para a tomada da decisão de investimento pelo público investidor.

Em sentido contrário, os requerentes sustentam a afirmativa que na medida em que o prospecto contenha toda a informação necessária para o correto entendimento da emissora e seus negócios, ou seja, na hipótese de manutenção das atividades históricas e habituais da emissora, como no caso desta Oferta, não existe qualquer necessidade da inclusão do Estudo de Viabilidade.

Indicam que, inclusive, nesse sentido foi o entendimento dessa CVM ao analisar o pleito da Submarino S.A. pela não apresentação de

Estudo de viabilidade econômico-financeira em sua oferta pública primária e secundária, no Processo CVM nº RJ2005/0543, cujo trecho segue transcrito:

"Diante dos esclarecimentos prestados pelos requerentes cremos estar afastar a hipótese da obrigatória apresentação do estudo de viabilidade por força da destinação dos recursos captados na expansão ou diversificação das atividades da companhia.

[...]

*Em realidade, como demonstrado no pedido, o objetivo do legislador ao estabelecer a necessidade da projeção em tal hipótese decorre de inversões em expansão de atividades, que não as regularmente desenvolvidas pela companhia emissora das ações, **já que neste último caso, o próprio investidor poderia projetar os resultados futuros da companhia com base no comportamento histórico dos resultados da empresa.**" (destacamos e grifamos)*

Em linha com esse entendimento, citam, ainda, o deferimento dos pedidos de registros das seguintes ofertas primárias cuja emissão era superior ao patrimônio líquido da emissora no último exercício social aplicável, sem a necessidade de elaboração de estudo de viabilidade econômico-financeira: Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (Processo CVM Nº RJ/2004/2185) TAM S.A. (Processo CVM Nº RJ/2005/2471), TOTVS S.A. (Processo CVM Nº RJ/2006/9750), e Datasul S.A. (Processo CVM Nº RJ/2006/1699).

3.3.6 Inciso V, artigo 32, Instrução CVM 400 - a emissora tenha apresentado patrimônio líquido negativo, ou tenha sido objeto de concordata ou falência nos três exercícios sociais que antecedem a oferta

Acreditam que a inaplicabilidade ou, conforme o caso, a dispensabilidade de apresentação do estudo de viabilidade à Oferta em questão é justificada a despeito da verificação de patrimônio líquido negativo em 31 de dezembro de 2003 porque, nesse caso, o patrimônio líquido negativo da Companhia de, aproximadamente, R\$9,9 milhões, valor que não deve colocar em dúvida a viabilidade econômica das atividades da Companhia.

Indicam que o patrimônio líquido negativo da Companhia se explica, primordialmente, por sua estrutura patrimonial. A estrutura de capital da Companhia mostrou-se inadequada naquela oportunidade por estar excessivamente atrelada a moedas estrangeiras, portanto, foi afetada adversamente em razão das circunstâncias macroeconômicas extraordinárias presentes à época, tendo o real sofrido uma desvalorização cumulada de aproximadamente 34,3% em 2002. Em 31 de dezembro de 2003, a Companhia registrava empréstimos atrelados a moeda estrangeira no montante de aproximadamente US\$240,6 milhões, o que culminou no registro em seu balanço de um endividamento em R\$-equivalente de R\$695,3 milhões.

Afirmam que, não obstante, mesmo considerando as adversidades macroeconômicas presentes à época, é de se notar que o patrimônio líquido negativo não pode ser considerado relevante, principalmente se comparado com a evolução positiva do patrimônio líquido registrado pela Companhia em seu balanço auditado relativo aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2004 e 2005 e ao período findo em 31 de março de 2006. O patrimônio líquido da Companhia apresentou significativa evolução, totalizando R\$20,3 milhões em 31 de dezembro de 2004, R\$91,9 milhões em 31 de dezembro de 2005 e, recentemente, R\$136,4 milhões em 31 de março de 2006.

Apresentam que o valor R\$-equivalente do endividamento em moeda estrangeira registrado pela Companhia também apresentou evolução ao longo dos últimos dois exercícios e também no primeiro trimestre de 2006 uma vez que em 31 de dezembro de 2004 totalizou R\$646,9 milhões, em 31 de dezembro de 2005 totalizou R\$630,7 milhões e em 31 de março de 2006 totalizou R\$571,8 milhões.

Ressaltam ainda que, a Companhia pretende utilizar parte dos recursos da Oferta Primária para amortizar, aproximadamente, 90% do seu endividamento moeda estrangeira, mitigando ainda mais o risco de impacto adverso relevante no patrimônio líquido da Companhia em razão de eventual desvalorização cambial no futuro.

Com efeito, adicionalmente argumentam, que a Companhia fará com que os Prospectos Preliminar e Definitivo contenham informações claras e precisas sobre a Companhia e sua situação financeira, que permitirá a tomada de uma decisão fundamentada pelo investidor.

Diante do exposto e, especialmente, em razão dos fatores extraordinários não-recorrentes que afetaram a estrutura de capital da Companhia especificamente no ano de 2003, os quais se reverteram em momento imediatamente posterior, acreditam que um estudo de viabilidade não se faz necessário. Inclusive porque, ainda que produzido, o estudo de viabilidade não teria por efeito informar o investidor acerca dos riscos atrelados à instabilidade cambial. Para esse fim, consideram mais apropriada a inclusão nos Prospectos Preliminar e Definitivo de fator de risco acerca dos efeitos adversos às operações da Companhia que podem resultar de instabilidade cambial, tal qual o fator de risco já descrito no Prospecto Preliminar que, inclusive, indicam, foi recentemente aprimorado em atendimento à exigência 14.16 formulada pela Superintendência de Registro desta Comissão no Ofício. Abaixo os requerentes transcrevem a nova versão de referido fator de risco que constará do Prospecto Preliminar, o qual será protocolado junto a essa D. Comissão, juntamente com carta-resposta atendendo às exigências remanescentes do Ofício:

"A instabilidade cambial pode prejudicar as nossas atividades, a nossa situação financeira e os nossos resultados operacionais, bem como o preço de mercado das nossas Ações.

Em decorrência de diversas pressões, a moeda brasileira sofreu recorrentes desvalorizações em relação ao dólar e outras moedas estrangeiras ao longo das últimas quatro décadas. Durante todo esse período, o Governo Federal implementou diversos planos econômicos e utilizou diversas políticas cambiais, incluindo desvalorizações repentinas, mini-desvalorizações periódicas, durante as quais a frequência dos ajustes variou de diária a mensal, sistemas de mercado de câmbio flutuante, controles cambiais e mercado de câmbio duplo. De tempos em tempos, houve flutuações significativas da taxa de câmbio entre o real e o dólar e outras moedas. Por exemplo, o dólar valorizou 9,3% em 2000, 18,7% em 2001 e 52,3% em 2002 frente ao real. Embora o dólar tenha desvalorizado 18,2%, 8,1%, 11,8% e 7,2% em relação ao real em 2003, 2004, 2005, e no primeiro trimestre de 2006, respectivamente, não se pode garantir que o real não sofrerá depreciação ou não será desvalorizado em relação ao dólar no futuro. Em 31 de março de 2006, a taxa de câmbio entre o real e o dólar era de R\$2,1724 para US\$1,00.

As desvalorizações do real em relação ao dólar podem criar pressões inflacionárias adicionais no Brasil e acarretar aumentos das taxas de juros, podendo afetar de modo negativo a economia brasileira como um todo. Além disso, uma desvalorização significativa do real pode afetar a nossa capacidade de arcar com os custos denominados em moeda estrangeira e, conseqüentemente, causar um efeito material adverso nas nossas atividades, situação

financeira e resultados operacionais.

No primeiro de trimestre de 2006 o total da dívida em moeda estrangeira era de R\$ 571,8 milhões, representando 67,6% do endividamento total da Companhia, enquanto que no primeiro trimestre de 2005 este total era de R\$ 657,2 milhões, representando 67,2% do endividamento total." (destacamos)

Por fim, no que diz respeito à exigência de estudo de viabilidade econômico-financeira prevista no artigo 32, inciso V, da Instrução CVM 400, concluem, que salvo melhor entendimento desta Comissão, não ser aplicável ou mesmo dispensável à Companhia, visto que, muito embora tenha apresentado patrimônio líquido negativo em 31 de dezembro de 2003, restou aqui demonstrado que tal fato (a) foi imaterial em razão da pouca significância do valor (R\$9,9 milhões) e (b) resultou de circunstâncias macroeconômicas excepcionais que fugiriam ao controle de qualquer companhia emissora, como também de eventual estudo de viabilidade econômico-financeira.

Nesse sentido, citam, como exemplo de alinhamento desse entendimento com aquele já manifestado por esta Comissão, o deferimento dos pedidos de registro de companhias emissoras que registraram patrimônio líquido negativo em um ou mais dos três exercícios sociais anteriores às correspondentes ofertas públicas, sem necessidade de estudo de viabilidade econômico-financeira, para as ofertas de ações da Submarino S.A. (Processo CVM N°RJ/2005/0543), da Universo Online S.A. (Processo CVM N° RJ/2005/7384), e da Cremer S.A. (Processo CVM N° RJ/2006/3627).

3.3.7 Igualdade de condições com o investidor estrangeiro

Os requerentes destacam que, além do exposto, importa notar também que a exigência da elaboração do Estudo de Viabilidade por parte da Companhia, no presente caso, configurará tratamento não equitativo em relação a empresas estrangeiras, nos termos do art. 58 (1) da Instrução CVM 400, pois enquanto a Companhia estará obrigada a elaborar e divulgar o Estudo de Viabilidade, as empresas estrangeiras podem efetivar emissões de valores mobiliários sem o cumprimento de tal requisito.

Indicam que haverá então um privilégio injustificado do emissor estrangeiro em relação ao nacional, pois o último está exposto aos riscos decorrentes da divulgação, no exterior, do Estudo de Viabilidade, sendo que tais riscos são inaceitáveis, conforme já reconheceu esta CVM ao apreciar o Pleito da Gol:

"Por fim, julgamos importante assinalar a prerrogativa concedida pela Instrução 400 às emissoras estrangeiras, que desejam captar recursos no país mediante distribuição pública de valores mobiliários, de apresentarem prospecto no formato elaborado no exterior, em língua portuguesa, nos termos do artigo 58.

Com efeito, uma empresa norte-americana de aviação poderia realizar operação semelhante à pretendida pela Gol e acessar a poupança pública brasileira, sem precisar apresentar o estudo de viabilidade.

*Como consequência, teríamos, com base no exemplo mencionado, **a caracterização de um tratamento discriminatório à empresa incorporada no País, nas ofertas públicas em mais de uma jurisdição, na medida em que ela e seus administradores estariam correndo mais riscos de enfrentarem ações de indenização que sua congênera estrangeira.**"* (grifamos e destacamos)

Apontam que de fato, seria iníquo exigir da companhia nacional medida que não é exigível da companhia estrangeira que fizesse oferta em condições semelhantes, o que também serve de fundamento para solicitação de reconsideração da exigência formulada pela SRE, ou, ainda, para a concessão da dispensa ora requerida.

3.3.8 Entendimentos já formulados pelo Colegiado dessa CVM

Conforme os requerentes esclarecem acima, principalmente nos argumentos prestados nos itens 3.3.4, 3.3.5 e 3.3.6, reiteram que em circunstâncias muito semelhantes a da Companhia, esta Comissão decidiu pela inaplicabilidade ou, conforme o caso, dispensabilidade da elaboração e apresentação de Estudo de viabilidade econômico-financeira por outras companhias que (i) foram fruto de reorganização societária e, portanto, juridicamente só teriam sido constituídas há menos de dois anos, mas suas atividades eram conduzidas por suas controladas há mais de dois anos; (ii) cuja emissão foi superior ao patrimônio líquido, mas os recursos da emissão teriam sido utilizados em atividades já conduzidas habitualmente pela companhia emissora; e/ou (iii) também tinham patrimônio líquido negativo inferior ao montante da emissão, mas tal fato era pouco relevante, principalmente quando analisado em conjunto com os eventos que deram causa a tal aspecto (circunstâncias macroeconômicas) e diante da reversão desse patrimônio líquido negativo nos exercícios subsequentes.

Face ao acima exposto, e em linha com os princípios que norteiam a regulamentação do mercado de valores mobiliários, e das distribuições públicas em particular, que exigem o equilíbrio entre os direitos dos investidores e as obrigações dos emissores, acionistas vendedores, das instituições intermediárias e outros participantes de uma oferta de valores mobiliários, e, na hipótese de impossibilidade de reconsideração da exigência pela SRE, os requerentes solicitam a dispensa por parte do Colegiado desta Comissão da apresentação do Estudo de Viabilidade e inclusão nos prospectos da Oferta, nos termos de um ou mais dos incisos II, IV e V supramencionados, conforme aplicável, (i) tendo em vista o histórico operacional e financeiro da Companhia, (ii) os fundamentos técnicos apresentados no item 3.2 acima, bem como (iii) diante das incertezas atinentes à sua elaboração e a compatibilização dos diferentes procedimentos envolvidos no Brasil e no exterior no contexto da Oferta, sob pena de impor à Companhia e às demais partes envolvidas na Oferta riscos desproporcionais aos eventuais benefícios trazidos pelo Estudo de Viabilidade, observando-se ainda que a dispensa requerida não frustrará os objetivos da Instrução CVM 400, que já são atingidos na forma demonstrada na presente.

4. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

Primeiramente cabe destacar que, analisando as justificativas apresentadas, concluímos pela não aplicabilidade do disposto nos incisos II e IV do artigo 32 da Instrução CVM 400, respectivamente, a saber:

- a. A Companhia, por intermédio de sua principal subsidiária direta, Brascan Imobiliária Incorporações S.A., conduz suas atividades de incorporação imobiliária desde 1978, embora tenha sido constituída em 14 de novembro de 2005. O Grupo Brascan é, segundo alegação dos requerentes, desde então, reconhecido como uma das maiores e mais tradicionais companhias de incorporação imobiliária do Brasil. Ademais cumpre destacar que o Grupo Brascan, através do Brascan Brazil Asset Management, é uma subsidiária integral da empresa de capital estrangeiro Brookfield, que também é responsável pela administração de mais de US\$ 3 bilhões em ativos de incorporação imobiliária na América do Norte;
- b. Ainda que os recursos internalizados na Companhia, via Oferta Pública, sejam substanciais, esses recursos não serão utilizados em atividades

distintas das usualmente desempenhadas pela Brascan Residential Properties S.A., de modo que a informação histórica apresentada no Prospecto é suficiente e adequada para a tomada de decisão do investidor;

No que se refere ao inciso V do artigo 32 da Instrução CVM, entendemos que o ponto central da argumentação dos Requerentes é que, a despeito da verificação de patrimônio líquido negativo equivalente a R\$ 9,9 milhões em 31 de dezembro de 2003, este, além de ter valor pouco relevante, foi resultado de uma inadequada estrutura de capital excessivamente alavancada e calcada em moeda estrangeira, no exato momento em que o País passou por uma crise cambial.

Na verdade, a Companhia foi impactada pelo efeito da desvalorização de 34,3% do real frente ao dólar norte-americano em 2002, uma vez que possuía um significativo endividamento em dólar norte-americano e, no período que antecedeu a desvalorização, não efetivou a contratação de hedge cambial em montante suficiente para inibir as perdas ocorridas.

Adicionalmente, e como circunstância atenuante da situação, cumpre destacar que tal estrutura financeira calcada em moeda estrangeira provavelmente foi decorrente do fato de que o controle societário do Grupo Brascan encontra-se no exterior. Desta forma, substancial parcela do seu endividamento em moeda estrangeira deriva de "Empréstimos entre partes Relacionadas". Esta situação perdura até hoje, sendo que, em 31 de março de 2006 aproximadamente 40% do endividamento em moeda estrangeira provinha de partes relacionadas.

De fato, o patrimônio líquido negativo resultou passageiro sendo que já no exercício de 2004 essa situação foi revertida. Para tanto, contribuiu a apreciação cambial verificada e a manutenção do nível de vendas em patamar suficiente para garantir a consecução de resultados operacionais positivos antes das despesas financeiras líquidas a partir de então. Tal performance pode ser observada nas tabelas alocadas no item 3.2.4. Somente no primeiro trimestre de 2005 foi novamente verificado prejuízo mas não em montante suficiente para tornar negativo o patrimônio líquido. A respeito de tal prejuízo, é importante notar que, fundamentalmente, ele foi ocasionado pela consecução, novamente, de perdas cambiais que resultaram em resultado financeiro líquido negativo equivalente a R\$ 30,6 milhões no referido trimestre.

Cumpre destacar que o volume de vendas apresentou desde 2003 alguma variação negativa que no entanto não foi significativa. Entretanto, a principal razão para a queda na receita operacional líquida verificada em 2005 decorreu principalmente da redução do IGP-M de 12,4% em 2004 para 1,2% em 2005, uma vez que o reajuste dos contratos de financiamento de unidades concluídas geralmente se dá pela variação do referido índice. Deste modo, observou-se, adicionalmente, queda no EBITDA conforme pode ser observado em tabela constante no item 3.2.3.

Contrariamente ao observado em períodos anteriores, no primeiro trimestre de 2006, houve melhora substancial no faturamento e EBITDA devido à venda extraordinária de uma participação de 45% no projeto Oásis por R\$ 58,5 milhões, refletindo a estratégia da Companhia de aumentar seus retornos vendendo participações em projetos de larga escala e, ademais, incluiu a venda de unidades para renda no valor de R\$ 30,5 milhões pelo seu valor de custo. Ainda que se desconsidere a ocorrência de tais fatos, observa-se elevação significativa do faturamento líquido no período, da ordem de dois dígitos, pois, concomitantemente, observou-se melhora no volume de vendas do mercado imobiliário.

A despeito de alguma dificuldade mercadológica observada na maior parcela do período analisado, houve um gerenciamento adequado do fluxo de caixa gerado nas atividades o que permitiu uma redução do endividamento. Para que tal resultado fosse alcançado, também contribuiu a apreciação cambial verificada nos períodos analisados, exceto no primeiro trimestre de 2005. Como resultado foi observada queda na "alavancagem financeira total" de 0,81 para 0,73 entre 31.12.2003 e 31.3.2006, conforme indicam as tabelas constantes nos itens 3.2.4 e 3.2.5. Em paralelo foi também observada elevação na "alavancagem financeira com terceiros" em razão da tomada de novos empréstimos em moeda nacional, com garantia de recebíveis, cuja representatividade passou de 17% em 31.12.2003 para 33% do endividamento com terceiros em 31.3.2006, o que denota mudança em direção a uma situação mais equilibrada entre os índices de correção de ativos e passivos.

Cumpre ainda destacar, que o potencial de geração de caixa, medido pelo EBITDA, apesar de razoável, não foi suficiente para gerar índices confortáveis de cobertura do endividamento da Companhia, como mostram os números que constam nas tabelas alocadas nos itens 3.2.3 e 3.2.4. Adicionalmente os índices de liquidez e endividamento da Brascan denotam, no presente momento, uma empresa com necessidade real de mudanças em sua estrutura de capitais, contrariamente a situação da Cremer, recentemente analisada por este Colegiado, que já havia efetivado tais modificações anteriormente à oferta.

Em resumo, analisando os aspectos financeiros e operacionais envolvidos, concluímos que a Brascan é uma empresa que apresenta uma estrutura de capitais deficiente que limitaria, sobremaneira, mas não inviabilizaria, o aproveitamento do bom momento pelo qual começa a atravessar o mercado imobiliário no país e a consecução de resultados mais expressivos.

Em verdade, na presente Oferta Pública a Brascan utilizar-se-ia do mercado de capitais como forma de captar recursos, que viabilizassem modificar sua estrutura de capitais atual amortizando, aproximadamente, 90% do seu endividamento em moeda estrangeira além de direcionar parcela dos recursos para reforço de seu capital de giro. Isto possibilitaria alavancar seus resultados atenuando os impactos das eventuais intempéries econômicas.

A situação da Companhia após a realização do IPO, considerando a internalização estimada de R\$ 700 milhões na oferta primária é demonstrada na tabela constante no item 3.2.5 em que denotamos claramente a melhora em todos os seus indicadores financeiros destacando-se inclusive que a partir de então 52% do endividamento com terceiros terá como base empréstimos com garantia hipotecária.

Adicionalmente, a Companhia fará com que os Prospectos Preliminar e Definitivo contenham informações claras e precisas sobre a Brascan e sua situação financeira, o que permitirá a tomada de uma decisão fundamentada pelo investidor. Ademais, o aprimoramento do fator de risco acerca dos efeitos adversos às operações da Companhia que podem resultar de instabilidade cambial, em atendimento à exigência 14.16 formulada no OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 74/2006, atenuaria através de informação consistente o fato de que o risco cambial persistiria até a realização da Oferta.

Conseqüentemente, entendemos que, dadas as características específicas do presente caso e as medidas tomadas no sentido de aprimorar o conteúdo informacional dos documentos que instruem o Processo, pode-se dispensar a elaboração de um estudo de viabilidade com projeções quantitativas acerca do desempenho da Companhia, tal como o disposto no art. 32, da Instrução CVM 400.

Desta maneira, propomos que seja concedida a solicitada dispensa de estudo de viabilidade, condicionada a que haja suficiente publicidade da mesma no Aviso ao Mercado, no Anúncio de Início, assim como nos Prospectos Preliminar e Definitivo.

5. CONCLUSÃO

Consideramos, pelas razões acima expostas, pela inaplicabilidade do disposto no artigo 32, incisos II e IV, da Instrução CVM 400. No que se refere à dispensa do estudo de viabilidade econômico-financeira, tal como o disposto no art. 32, incisos V, da Instrução CVM 400, consideramos que possa ser concedida sem prejuízos informacionais para os investidores. Também pensamos que tal dispensa deveria estar condicionada à adequada publicidade da mesma no Aviso ao Mercado, no Anúncio de Início, assim como nos Prospectos Preliminar e Definitivo.

Tendo em vista o acima exposto, solicitamos submeter o mencionado pedido de dispensa de requisitos da Instrução CVM 400 à apreciação do Colegiado desta Autarquia, tendo o GER-2 como relator.

Atenciosamente,
(Original assinado por)
Felipe Claret da Mota
Gerente de Registro – 2

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-2.

(Original assinado por)
Flávia Mouta Fernandes
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários
Em Exercício

[\(1\)](#) "Art. 58. O ofertante poderá apresentar o registro na CVM, em língua portuguesa, Prospecto no formato elaborado para apresentação e registro em outros países, desde que tal Prospecto cumpra os requisitos exigidos nesta Instrução. [...]"