

Assunto: Pedido de registro definitivo de oferta pública de distribuição da 289ª série de CRI da 1ª emissão de Brazilian Securities Companhia de Securitização

Processo CVM nº RJ-2012-12177

Senhor Superintendente,

Referimo-nos ao pedido de registro definitivo de oferta pública de distribuição da 289ª série de certificados de recebíveis imobiliários ("CRI") da 1ª emissão de Brazilian Securities Companhia de Securitização ("Ofertante" ou "Securitizadora"), em análise nesta área técnica no âmbito do Processo em referência.

A propósito, a oferta em tela apresenta estrutura ainda sem precedente de análise por parte desta área técnica, uma vez que a devedora dos créditos que lastreiam os CRI é uma rede hospitalar que pretende captar recursos para financiar a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, via emissão de debêntures que servirão de lastro para os referidos CRI, conforme descreveremos com maiores detalhes na seção "I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta" abaixo.

1 Estrutura dos CRI e Características da Oferta

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

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

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

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

1.5. Como a única devedora das Debêntures é a Rede D'or São Luiz S.A., foram protocoladas na CVM suas demonstrações financeiras referentes ao exercício findo em 31/12/2011 e ao período encerrado em 30/09/2012, auditadas por Ernest & Young Terco, nos termos do inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 414/04 ("Instrução CVM 414").

1.6. Ademais, pelo prospecto da oferta, a Devedora se compromete a arquivar anualmente suas demonstrações financeiras na CVM, em observação ao que preceitua os §§ 2º e 3º do dispositivo supramencionado.

1.7. Assim prevê o art. 5º da Instrução CVM 414:

"Art. 5º Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer o limite máximo de 20% (vinte por cento), por devedor ou coobrigado.

§1º O percentual previsto no caput poderá ser excedido quando o devedor ou coobrigado:

I – tenha registro de companhia aberta;

II – seja instituição financeira ou equiparada; ou

III – seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §4º deste artigo.

§2º Na hipótese do inciso III do §1º, as demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado, e o respectivo parecer do auditor independente, deverão ser arquivados na CVM pela companhia securitizadora, devendo ser atualizadas anualmente:

I – até a data de vencimento dos CRI; ou

II – até o exercício em que os créditos de responsabilidade do devedor ou do coobrigado deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) dos créditos imobiliários que servem de lastro para os CRI.

§3º O arquivamento na CVM das demonstrações financeiras e do parecer do auditor independente referidos no inciso III do §1º deverá se dar no prazo máximo de até 3 (três) meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia de sua colocação à disposição dos sócios, se esta ocorrer em data anterior."

1.8. A presente oferta prevê a distribuição de 822 CRI, em uma única série, já contando com o lote suplementar e o lote adicional de que tratam o art. 24 e o § 2º do art. 14 da Instrução CVM nº 400/03, respectivamente.

1.9. O valor nominal unitário dos CRI é de R\$ 300.000,00, de modo que, caso todos os CRI sejam distribuídos, a oferta alcançará o valor total de R\$ 246.600.000,00.

1.10. Os CRI contam com atualização monetária corrigida pelo Índice Preço ao Consumidor Amplo – IPCA e com remuneração de juros de 5% a.a., conforme definida em procedimento de coleta de intenção (*bookbuilding*).

1.11. Os CRI terão prazo de 7 anos e previsão de pagamento anual da atualização monetária e dos juros, a partir de 15/03/2014, com

amortização do principal em 4 parcelas anuais nos últimos 4 anos do prazo em questão.

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

1.13. Segue ilustração sobre a estrutura da operação em tela, para melhor visualização:

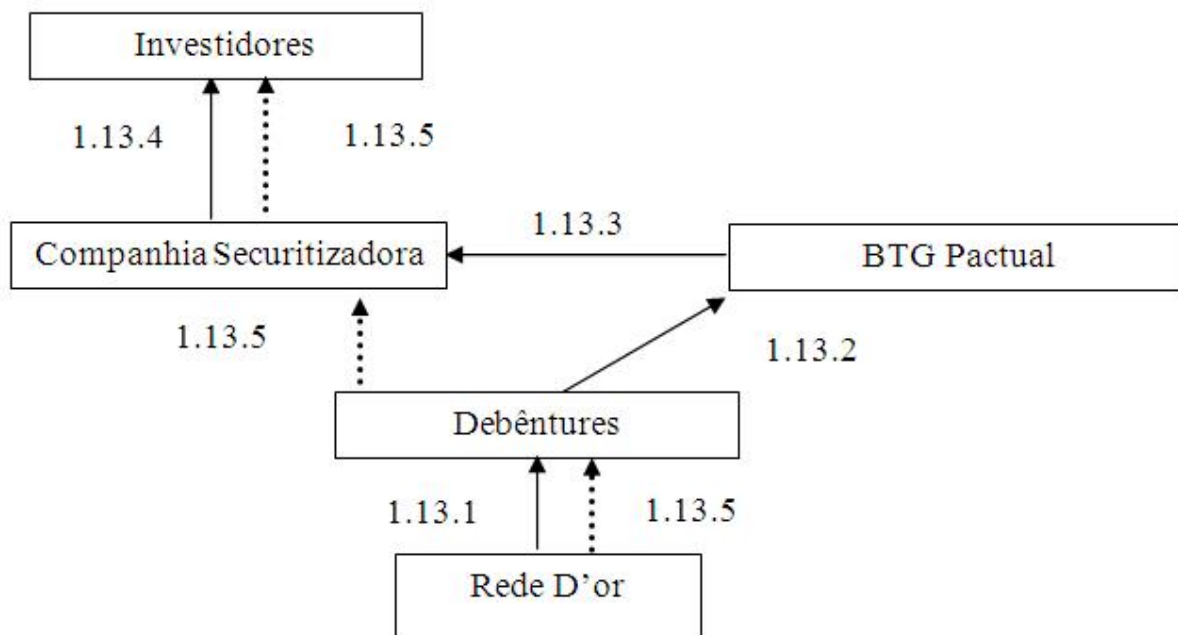
1.13.1. A Devedora celebra a Escritura de Emissão de Debêntures.

1.13.2. O Coordenador Líder subscreve as Debêntures, condicionando sua integralização à integralização dos CRI, emitindo a CCI.

1.13.3. O Coordenador Líder celebra com a Securitizadora um contrato de cessão da CCI.

1.13.4. A Securitizadora emite, por meio do Termo de Securitização, em regime fiduciário, os CRI, com lastro na CCI. Os CRI são distribuídos a investidores com a intermediação do Coordenador Líder. Os recursos advindos da oferta dos CRI são utilizados pela Securitizadora para a aquisição da CCI emitida pelo Coordenador Líder com lastro nas Debêntures.

1.13.5. A Devedora realiza o pagamento das parcelas decorrentes dos créditos em uma conta centralizadora de titularidade da Securitizadora e integrante do patrimônio separado (regime fiduciário). Recebidos os créditos, a Securitizadora paga as obrigações relativas aos CRI.



2. Alegações da Ofertante

2.1. A Ofertante protocolou arrazoado elaborado pelo escritório PMKA Advogados com o objetivo de expor as questões jurídicas pertinentes à possibilidade de debêntures emitidas por uma rede hospitalar lastrearem um CRI. Segue transcrito abaixo o item do memorando que trata dessa possibilidade:

"No caso em tela, os créditos que servirão de lastro para a Emissão dos CRI em questão se originam de um tradicional financiamento à construção, o qual poderia ser formalizado por diversos instrumentos existentes no ordenamento jurídico vigente, inclusive por meio de Debêntures, conforme exposto acima. Dentre das alternativas existentes, as partes decidiram formalizar a operação por meio de emissão de debêntures, a qual de forma nenhuma altera ou prejudica a natureza imobiliária do crédito, tendo em vista a destinação dos recursos deste financiamento ser direcionada exclusivamente à construção de edifícios, conforme melhor disciplinado na escritura de emissão de Debêntures e explicitado nos documentos da Oferta em questão.

Destacando-se aqui que o financiamento imobiliário via emissão de debêntures já foi objeto de análise da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") em outras ocasiões, tais como, na oferta do CRI da 1ª (primeira) emissão, da série 2011-216 da Brazilian Securities Companhia de Securitização, cujo registro foi deferido em 22 de junho de 2011, que tinha como lastro as 5 debêntures de emissão da Rossi Residencial S.A., cujos recursos foram destinados para o financiamento da edificação de prédios objeto de incorporação imobiliária.

As linhas de conexão do adjetivo "Imobiliário" ao conceito de "Crédito" acima apontadas, também se encontram em linha com os entendimentos manifestados pelo órgão colegiado desta D. Comissão, como se depreende do resultado do Processo CVM nº RJ 2002/3032, através de voto de seu Diretor Sr. Luiz Antônio de Sampaio Campos, acompanhado pelos demais membros do colegiado, evidenciou seu entendimento acerca do que deveria ser considerado crédito imobiliário para fins de lastro de uma emissão de CRI, "seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel ou do financiamento do imóvel, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta. Ou, como destaca a PJU, embora a geração de energia e sua comercialização possam constituir receita de uma "planta industrial", não pode tal receita ser considerada como um crédito imobiliário". Desta forma, resta claro que, para a CVM, um crédito somente poderá ser considerado imobiliário quando sua origem seja: (i) a exploração de um imóvel; ou (ii) o financiamento de imóvel.

Desta feita, levando-se em conta o intuito da Rede D'Or com esta emissão de captar recursos com finalidade específica imobiliária de financiar a edificação de empreendimentos para expansão de suas atividades, sendo certo que os recursos não serão utilizados para aquisição de equipamentos hospitalares ou qualquer outro item capaz de descaracterizar a natureza imobiliária da destinação dos recursos, verifica-se que o

lastro da emissão de CRI em questão encontra-se em perfeita consonância com os ditames legais sobre o assunto, bem como os entendimentos desta D. Comissão."

3. Nossas Considerações

3.1. Primeiramente, ressaltamos nosso entendimento quanto à possibilidade de debêntures com as características observadas na presente estrutura (descritas nos itens 1.1. a 1.3 acima) servirem como lastro de emissão de CRI, seja diretamente, seja por meio de CCI.

3.2. Então, o ponto a ser definido no presente caso é a possibilidade ou não de uma rede hospitalar emitir debêntures com vistas à captação de recursos para aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, que venham a servir de lastro para emissão de CRI à luz da legislação vigente, uma vez que tal sociedade empresarial não atua no segmento imobiliário / construção civil.

3.3. Para tanto, ressaltamos que as operações de securitização de crédito imobiliário via emissão de CRI foram criadas pela Lei nº 9.514/97 ("Lei 9.514"), de onde destacamos o seguinte:

"Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro."; e

"Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido;

II - a identificação dos títulos emitidos;

III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.

Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964."

3.4. Dos dispositivos supramencionados, resta claro que os únicos ativos passíveis de lastrear CRI são créditos imobiliários.

3.5. Por outro lado, a mesma Lei 9.514 não define expressamente o que vem a ser crédito imobiliário, muito embora o mencione em diversos dispositivos.

3.6. A CVM, por sua vez, desde o advento da Lei 9.514, vem evoluindo seu entendimento sobre o conceito de créditos imobiliários passíveis de securitização em operações de emissão de CRI.

3.7. Esse fato foi observado no voto do então PTE Marcelo Fernandez Trindade, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-547 (decisão do Colegiado de 10/7/2007), nos seguintes termos:

"3. O conceito de crédito a que se refere a Lei 9.514/97 tem sido constantemente objeto de exame pela CVM, e portanto de evolução de interpretação da autarquia. Em 2002, em processo de que foi Relator o Diretor Wladimir Castelo Branco, decidiu-se que os aluguéis oriundos de contrato de locação registrado podiam ser considerados como créditos imobiliários, para efeito de securitização (Processo RJ 2001/1981, decidido em 14.05.02).

4. Em 2003, examinou-se novamente o significado da expressão créditos imobiliários, tendo sido decidido, em processo relatado pelo Diretor Luís Antonio de Sampaio Campos, que o crédito imobiliário que pode servir de lastro ao CRI é aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel, isto é, tem por origem a exploração de um imóvel, e não aquele que representa uma dívida tomada para investimento em imóvel, que seria imobiliário por força de sua destinação (Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003) <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=5436-0.HTM> - 1

5. Mais recentemente discutimos, no âmbito dos FIDC, a distinção entre os conceitos de créditos e de direitos creditórios, identificando que "[a] regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque freqüentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período" (Processo CVM RJ 2004/6913, de que fui Relator, decidido em 04.10.2005)."

3.8. Dos casos mencionados no voto do então Presidente Marcelo Trindade, cabe destacar o Processo CVM nº RJ-2002-3032, que tratava de recurso interposto pela Companhia Brasileira de Securitização - CIBRASEC contra decisão da SRE, que indeferiu o pedido de concessão de registro definitivo da oferta pública de distribuição de CRI de sua emissão.

3.9. A estrutura daquela oferta previa que os recursos captados pela CIBRASEC com a emissão dos CRI financiariam obras civis de expansão da Companhia Energética Paulista – EP. No entanto, o pagamento dos CRI estavam vinculados a um fluxo de caixa de EP, gerado pelo fornecimento de energia elétrica à CPFL Geração.

3.10. Em outras palavras, naquele caso a CIBRASEC não se propunha a adquirir créditos oriundos de dívida contraída pela EP junto a terceiros para a realização de obras civis em seu parque industrial, os quais viessem a servir de lastro para os CRI que seriam emitidos, mas estava pretendendo adquirir efetivamente o fluxo de caixa gerado pela atividade econômica exercida pela EP.

3.11. Assim, a questão que levou ao indeferimento do pedido de registro de oferta pública de distribuição daqueles CRI emitidos por CIBRASEC foi a origem dos créditos que lastreariam tais CRI.

3.12. Nesse sentido, segue trecho do voto do então Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos, que foi acompanhado pelos demais membros do Colegiado:

"15. (...) a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de

negócio imobiliário.

16. Nesse passo, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel ou do financiamento do imóvel, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta. Ou, como destaca a PJU, embora a geração de energia e sua comercialização possam constituir receita de uma "planta industrial", não pode tal receita ser considerada como um crédito imobiliário." (grifo nosso)

3.13. Destacamos o precedente supramencionado, por entendermos que o mesmo pudesse vir a suscitar alguma dúvida quanto à possibilidade de efetivação da estrutura de CRI prevista para o presente caso, por conta de eventual analogia entre os casos (o precedente e o atual).

3.14. Entretanto, afastamos essa possibilidade, pois na operação em tela, a Devedora, apesar de não ter como objeto social a exploração (com venda ou aluguel, por exemplo) dos imóveis que pretende adquirir, edificar ou expandir, utiliza-se de fato de financiamento imobiliário, ao emitir as Debêntures que serão subscritas pelo Coordenador Líder (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures.

3.15. Cabe ressaltar ainda que, diferentemente do precedente dos CRI de CIBRASEC mencionado acima, as Debêntures deverão ser honradas em dinheiro pela Devedora, independentemente do fluxo de caixa gerado por sua atividade econômica.

3.16. Ademais, há que se considerar a seguinte redação constante da exposição de motivos da Lei 9.514:

"17. Para alavancar o mercado secundário de créditos imobiliários, o projeto de lei ora apresentado define uma nova modalidade de empresa - a companhia securitizadora imobiliária, organizada sob a forma de sociedade por ações, segundo modelo adotado com sucesso em outros países. Essa companhia irá operar mediante aquisição de créditos imobiliários junto às empresas originadoras desses créditos, isto é, aquelas que operam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis. De posse desses créditos, a companhia irá securitizá-los, transformando-os em títulos a serem negociados nos mercados financeiro e de capitais. Para tanto, o projeto de lei prevê a criação de um novo título de crédito - o Certificado de Recebíveis Imobiliários." (grifo nosso)

3.17. Dessa forma, tendo em vista a estrutura da operação ora analisada, conforme descrita na seção "I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta", bem como o que preceitua a Lei 9.514, mais especificamente seus arts. 6º e 8º, destacados acima, e considerando ainda a exposição de motivos da referida Lei, entendemos que as Debêntures a serem emitidas pela Devedora com a finalidade de aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, projetos individualmente identificados na Escritura das Debêntures e no Termo de Securitização, enquadram-se no conceito de crédito imobiliário para efeito de lastro de CRI, atendendo à legislação vigente.

4. Conclusão

4.1. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente caso à SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM, tendo a SRE como relatora, ressaltando nossa manifestação favorável ao registro da oferta em tela, em que os CRI de emissão de Brazilian Securities Companhia de Securitização serão lastreados pela CCI que, por sua vez, representa as debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia flutuante, da 5ª emissão de Rede D'or São Luiz S.A., subscritas pelo Banco BTG Pactual S.A., nos termos da operação descrita neste Memorando.

Atenciosamente,

RICARDO MAIA DA SILVA
Gerente de Registros 1

De acordo.

À SGE, de acordo com manifestação da GER-1.

Atenciosamente,

REGINALDO PEREIRA DE OLIVEIRA
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários