



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 4/2017-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 18 de janeiro de 2017.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição dos CRI da 145ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Processo CVM nº 19957.009281/2016-61

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) da 145ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização (“Securitizadora”, “Emissora” ou “Ofertante”), protocolado na CVM em 12/12/2016, atualmente em análise nesta área técnica, no âmbito do Processo em referência.
2. Os CRI serão lastreados em créditos imobiliários representados por uma CCI de emissão da BSC Shopping Center S.A. (“Cedente”), mediante subscrição de debêntures de emissão da Aliance Shopping Centers S.A (“Devedora”).
3. Os recursos provenientes da emissão dos CRI serão destinados pela Devedora, diretamente ou por meio de suas subsidiárias, para a construção, compra, venda, expansão, manutenção e desenvolvimento de determinados empreendimentos imobiliários.
4. A questão a ser abordada por meio do presente Memorando diz respeito ao público alvo da Oferta, que só poderia ser destinada a investidores que não sejam qualificados (“Investidores de Varejo”) nas emissões de CRI cujo lastro observe determinadas características, conforme prevê o art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 (“Instrução CVM 414”), nos seguintes termos:

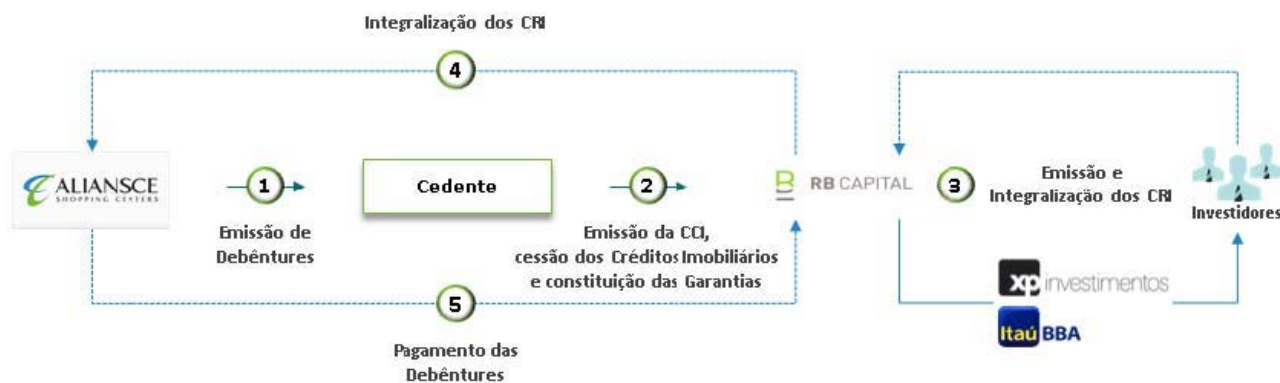
“Art. 6º A oferta pública de distribuição de CRI destinada a investidores que não sejam qualificados, conforme definido em regulamentação específica, somente será admitida para CRI lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, originados:

I – de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou
II – da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.”

5. Por meio do expediente protocolado em 12/12/2016 (documento nº 0200190), a Ofertante apresentou pedido de dispensa do disposto nos incisos I e II, do artigo 6º da Instrução CVM 414, de modo que seja possível a colocação dos CRI para investidores não qualificados.
6. O pleito em questão faz referência à oferta pública de distribuição da 1ª série da 5ª emissão de CRI da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. (processo SEI 19957.000587/2016-51), no âmbito da qual o Colegiado deferiu o pedido de dispensa dos mesmos dispositivos da norma, em 16/08/2016.

I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta

7. A Oferta prevê a distribuição de 180.000 CRI, cujo valor nominal unitário é R\$ 1.000,00, perfazendo o valor total de R\$ 180.000.000,00, sob o regime de garantia firme de colocação, tendo a XP Investimentos CCTVM S.A. como coordenador líder (“Coordenador Líder”).
8. Conforme mencionado acima, a estrutura atual da Oferta prevê que os CRI sejam ofertados a investidores em geral, qualificados ou não, sendo lastreados por 180.000 debêntures simples da 5ª emissão da Devedora, do tipo quirografária, no valor total de R\$ 180.000.000,00.
9. As Debêntures, que constituirão o lastro dos CRI, serão subscritas pela Cedente, companhia do mesmo grupo econômico da Devedora, que emitirá uma CCI (Cédula de Crédito Imobiliário) representativa de tais créditos. Em seguida, a Cedente cederá a CCI emitida à Emissora.
10. Ademais, a Emissora instituirá regime fiduciário sobre os títulos que comporão o lastro dos CRI, tendo como agente fiduciário a Pentágono S.A. DTVM.
11. A seguir, reproduzimos o fluxograma com a descrição da estrutura pretendida para a operação de securitização de que trata a Oferta, conforme minuta de Prospecto Preliminar apresentada pela Ofertante (documento nº 0200191):



“1. Por meio da Escritura de Emissão de Debêntures, a Aliansce irá emitir 180.000 (cento e oitenta mil) debêntures, com valor nominal unitário de R\$1.000,00 (mil reais), perfazendo o montante total de R\$ 180.000.000,00 (cento e oitenta milhões), cujos recursos obtidos com a oferta das Debêntures serão destinados pela Devedora, até [=] de [=] de 2022, diretamente ou através de suas subsidiárias, para a construção, compra, venda, expansão, manutenção e desenvolvimento de determinados Empreendimentos imobiliários, nos termos do objeto social da Devedora, conforme descritos no Anexo II da Escritura de Emissão de Debêntures. A destinação dos referidos recursos será comprovada pela Devedora na forma do Anexo V da Escritura de Emissão de Debêntures mediante o envio de notas fiscais ou documentos equivalentes. Caso haja alteração no percentual dos recursos a serem destinados a qualquer um dos Empreendimentos listados no Anexo II da Escritura de Emissão de Debêntures, será celebrado um aditamento à Escritura de Emissão de Debêntures nos termos da Cláusula 4.5.2.1 da Escritura de Emissão de Debêntures;

2. A BSC, subsidiária da Aliansce e proprietária do Bangu Shopping (“Empreendimento” ou “Shopping”), subscreverá as debêntures emitidas pela Aliansce e emitirá 1 (uma) cédula de crédito imobiliário (“CCI”) representativa dos créditos imobiliários, decorrentes dos pagamentos das Debêntures. Em ato contínuo, a BSC cederá a CCI emitida à RB Capital Companhia de Securitização (“Securitizadora”), por meio da celebração do Contrato de Cessão, descrito no item “4.3. Contrato de Cessão” deste Prospecto. Em garantia ao pontual e integral pagamento dos CRI, serão concedidas pela Cedente: (i) a alienação fiduciária de 37,93% (trinta e sete inteiros e noventa e três centésimos por cento) do imóvel objeto do Empreendimento; e (ii) a cessão fiduciária de 37,93% (trinta e sete inteiros e noventa e três centésimos por cento) de todos os recebíveis atuais e futuros de locação do Empreendimento, incluindo estacionamento, referentes à área bruta locável atual do Empreendimento;

3. Nos termos do Contrato de Cessão, o pagamento de cada parcela do Valor da Cessão implicará, para todos os fins, a integralização das Debêntures, em quantidade proporcional ao Valor da Cessão devido, sendo que os Coordenadores coordenarão a distribuição pública dos CRI junto aos mercados financeiro e de capitais brasileiros;

4. A Emissora pagará o Valor da Cessão dos Créditos Imobiliários em favor da Devedora, a cada Data de Integralização, por conta e ordem da Cedente; e

5. O pagamento da amortização e Remuneração são realizados aos Investidores, com os recursos oriundos do pagamento da amortização e Remuneração das Debêntures.”

12. Como se observa, os recursos obtidos com a distribuição dos CRI serão utilizados pela Ofertante para o pagamento do valor de cessão da CCI, à Cedente, que, por sua vez, utilizará esses recursos na integralização das Debêntures junto à Devedora.

13. O destino final dos recursos captados por meio da Oferta será o financiamento dos empreendimentos abaixo relacionados (“Empreendimentos Imobiliários”), conforme consta das minutas da Escritura de Emissão de Debêntures e do Termo de Securitização de Créditos:

Cronograma Estimativo de Destinação dos Recursos			
Percentual do Recurso Recebido ¹	Valor Aproximado ¹	Data Estimada	Lastro
[•]	[•]	1º semestre de 2018	Aquisição de participação na Reishopping Empreendimentos e Participações Ltda., inscrita no CNPJ/MF 39.056.668/0001-96, SPE proprietária na época de 8,97% do Shopping da Bahia - Imóvel situado na Av. Tancredo Neves, nº 148, na Cidade de Salvador, Estado da Bahia e objeto da matrícula nº 10404 (Naciguat), do 6º Ofício do Registro de Imóveis da Bahia.

[•]	[•]	10% no 2º semestre de 2017, 10% no 2º semestre de 2018, 70% no 1º semestre de 2019 e 10% no 2º semestre de 2019.	Aquisição de participação na Tarsila Empreendimentos e Participações Ltda. (atual denominação da LGR), inscrita no CNPJ/MF sob o nº 32.154.783/0001-54, proprietária de 22,36% do Shopping da Bahia, - Imóvel situado na Av. Tancredo Neves, nº 148, na Cidade de Salvador, Estado da Bahia e objeto da matrícula nº 10404 (Naciगत), do 6º Ofício do Registro de Imóveis da Bahia.
[•]	[•]	1º semestre de 2018 a 1º semestre de 2019	Expansão do Caxias Shopping - Imóvel situado na Rod. Washington Luiz, 2.895 - Parque Duque, na Cidade de Duque de Caxias, Estado do Rio de Janeiro e objeto da matrícula nº 24647, do 5º Ofício de Registro de Imóveis e de Notas de Duque de Caxias.
[•]	[•]	2º semestre de 2018 a 1º semestre de 2020	Expansão do Parque Shopping Maceió - Imóvel situado na Av. Comendador Gustavo Paiva, 9.994, na Cidade de Maceió, Estado de Alagoas e objeto da matrícula nº 142913, do 1º Registro Geral de Imóveis de Maceió - Alagoas.
[•]	[•]	2º semestre de 2019 a 1º semestre de 2021	Expansão do Bangu Shopping - Imóvel situado na Rua Fonseca, 240, Bangu, na Cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro e objeto da matrícula nº 8078, do 12º Registro de Imóveis do Rio de Janeiro - RJ.
100%	R\$180.000.000,00	-	-

¹ A documentação encaminhada pela Ofertante no âmbito do pedido de registro da Oferta continha alguns campos em aberto. Em 9/1/2017, esta área técnica oficiou a Ofertante, solicitando o cumprimento de diversas exigências, inclusive quanto ao total preenchimento das lacunas encontradas. Em 10/1/2017, a Ofertante informou que todas as exigências serão cumpridas dentro do prazo determinado no ofício e solicitou que o pedido de dispensa para colocação junto a investidores não qualificados fosse submetido ao Colegiado de imediato, sem depender do prévio cumprimento das exigências.

14. Tais recursos serão destinados pela Devedora, diretamente ou por meio de suas subsidiárias, para a construção, compra, venda, expansão, manutenção e desenvolvimento dos Empreendimentos Imobiliários, nos termos do objeto social da Devedora.

15. A destinação dos referidos recursos será comprovada pela Devedora na forma da Escritura de Emissão de Debêntures mediante o envio de notas fiscais ou documentos equivalentes, e se dará até a data de vencimento dos CRI, conforme se depreende da leitura da petição que instruiu o pedido de registro da Oferta.

16. A partir da data de integralização dos CRI, tais títulos farão jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal unitário correspondentes a 99% da Taxa DI, que serão pagos mensalmente ao titulares dos CRI.

17. A amortização dos CRI será realizada em uma única parcela, na data de seu vencimento (ainda a ser definida).

18. Os créditos imobiliários que comporão o lastro dos CRI contarão ainda com garantias constituídas pela cedente, quais sejam: (i) a cessão fiduciária de 37,93% de todos os recebíveis atuais e futuros de locação do Bangu Shopping, um dos empreendimentos imobiliários a que serão destinados os recursos oriundos dos CRI e (ii) a alienação fiduciária de 37,93% do imóvel objeto do mesmo Bangu Shopping.

II. Alegações da Ofertante

19. Quando do pedido de registro da Oferta, por meio de expediente protocolado na CVM em 12/12/2016, a Ofertante fundamentou seu pleito de dispensa do cumprimento do disposto nos incisos I e II, do artigo 6º da Instrução CVM 414 nos seguintes termos:

“2.2.1. A Emissora e o Coordenador Líder solicitam que seja concedida dispensa do disposto nos incisos I e II, do artigo 6º da Instrução CVM 414, nos mesmos termos do deliberado pelo colegiado dessa D. CVM em 16 de agosto de 2016, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 1ª série da 5ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. - PROC. SEI 19957.000587/2016-51.

2.2.2 Com efeito, os citados dispositivos estabelecem mecanismos de proteção para Créditos Imobiliários que estejam sujeitos a riscos de performance dos responsáveis pela construção de imóveis lastro, risco esse que estaria presente em créditos cujos imóveis não possuíssem "habite-se" ou em créditos provenientes da aquisição de imóveis vinculados a incorporações que não contassem com patrimônio de afetação.

2.2.3 A norma demonstra como objetivo não sujeitar o investidor que não seja qualificado ao risco de que seja alegado pelo(s) devedor(es) dos créditos imobiliários que conferem lastro aos CRI à “Exceção do Contrato não Cumprido”, nos termos do Artigo 4761 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e alterações posteriores (“Código Civil”), como direito legítimo para não adimplir os créditos imobiliários na ocorrência de quaisquer problemas relacionados à performance da construção, reforma ou expansão do empreendimento imobiliário que dá origem aos créditos.

2.2.4. Tal alegação da “Exceção do Contrato não Cumprido” pelo(s) devedor(es) dos créditos imobiliários seria considerado como um argumento para não adimplir a obrigação de pagamento a que está(ão) sujeito(s) e, como consequência, tal instituto jurídico tem o condão de retirar toda a liquidez, certeza e exigibilidade dos créditos imobiliários e, por consequência, dos CRI.

2.2.5. É válido notar que, em operações que envolvem créditos imobiliários originados das atividades de incorporação imobiliária, o “habite-se” representa a comprovação máxima de que a performance do empreendimento foi obtida e, portanto, tal instrumento tem o condão de retirar por completo ou, no mínimo, diminuir substancialmente, qualquer possibilidade de êxito na alegação da “Exceção do Contrato não Cumprido” pelo(s) devedor(es) dos créditos imobiliários. Ou seja, em caso de inadimplemento dos créditos imobiliários, os titulares dos CRI terão a garantia de que tais créditos são dotados de certeza, liquidez e exigibilidade e serão objeto de ação de execução que afetará o patrimônio do(s) devedor(es).

2.2.6. Assim, conclui-se que o objetivo da norma foi claramente o de proteger o investidor não qualificado, tendo em vista os recursos limitados de análise detidos pelo mesmo, somente nas circunstâncias em que este terá que avaliar questões que estão vinculadas à possibilidade de executar o crédito em si, ou seja, de questões preliminares que per si prejudicariam o exercício do direito de executar o direito creditório inadimplido, mas não de questões que envolvam a análise do risco de pagamento e de solvência do(s) devedor(es) dos créditos imobiliários.

2.2.7 No caso da Oferta em referência, não há que se falar em risco de performance para o investidor, tendo em vista que o pagamento das debêntures e, conseqüentemente, dos CRI não depende da finalização dos empreendimentos para os quais os recursos oriundos das debêntures serão destinados.

2.2.8 Ocorre que, a Oferta é lastreada em créditos considerados imobiliários por sua destinação. Ou seja, não se originam da compra e venda, ou da promessa de aquisição de um imóvel. Dessa forma, não são aplicáveis os requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414, por inexistirem os riscos que os mesmos visam a evitar.

2.2.9 Ainda, além de estar prevista a constituição do regime fiduciário, as Debêntures que comporão o lastro dos CRI são créditos “performados”. Ou seja, representam uma obrigação da Devedora que não depende de qualquer evento futuro e são exigíveis desde já.

2.2.10 Nesse sentido, conforme entendimento já exarado por essa D. Comissão, não haveria óbice à concessão da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414, uma vez que:

(a) as Debêntures que constituirão o lastro dos CRI da presente Oferta são títulos sem risco de performance, ou seja, devidos pelo seu emissor independente de qualquer evento futuro;

(b) a presente Oferta observa outros requisitos presentes na Instrução CVM 414 com relação ao direcionamento de CRI a investidores que não sejam qualificados, previstos pelo caput do art. 6º e pelo § 6º do art. 7º, quais sejam, (i) que os CRI sejam lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei nº 9.514”); e (ii) que haja ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI; e

(c) nas emissões de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários por sua destinação, como ocorre na Oferta, o efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514, deve ocorrer até a data de vencimento dos CRI, tendo em vista ser até essa data que perduram as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, que é o responsável por verificar se o referido direcionamento ocorreu conforme previsto na documentação da Oferta, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução CVM 414.

2.2.11 Tendo em vista o exposto acima, o Coordenador Líder e a Emissora, solicitam a dispensa da vedação constante dos incisos I e II do artigo 6º da Instrução CVM 400, de colocação de CRI para investidores não qualificados no âmbito da Oferta.”

III. Nossas Considerações

20. Nesta seção, será analisado o pedido de dispensa do disposto nos incisos I e II do artigo 6º da Instrução CVM 414, de modo que os CRI possam ser destinados a investidores não qualificados sem que sejam observadas todas as restrições previstas na norma. Para tanto, faremos referência ao precedente da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. (“Brazil Realty”), quando da oferta dos CRI da 1ª série da 5ª emissão (“Caso Brazil Realty”).

21. Naquela ocasião, a Brazil Realty havia solicitado à CVM o reconhecimento da inaplicabilidade dos incisos I e II do artigo 6º da Instrução CVM 414. Como fundamento, foi alegado que o disposto na norma teria como objetivo tratar de ofertas de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários em sua origem, e que estivessem pendentes do cumprimento de alguma obrigação pelo cedente ou originador, os chamados “créditos não performados”.

22. Nesse sentido, a Brazil Realty argumentou naquele caso que, por se tratar de CRI lastreados em debêntures (créditos imobiliários em sua destinação), a exigência de habite-se dos imóveis relacionados aos direitos creditórios perderia sentido e não representaria nenhuma proteção adicional aos investidores.

23. Alternativamente, foi solicitado que, caso a CVM não reconhecesse a inaplicabilidade dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 àquele caso, analisasse então a possibilidade de sua dispensa no caso concreto.

24. A SRE, acompanhando parecer da PFE, se manifestou contrariamente à inaplicabilidade, mas favoravelmente à dispensa do disposto nos incisos I e II do artigo 6º da Instrução CVM 414 naquele caso, conforme consta do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1:

“61. Uma vez reconhecida a impossibilidade de se afastar a incidência do dispositivo normativo em comento, resta-nos verificar a razoabilidade e proporcionalidade de ser concedida a dispensa de seus incisos I e II no

presente caso.

62. Nesse sentido, conforme mencionamos na parte inicial do presente Memorando, entendemos que o objetivo dos requisitos em questão é afastar do investidor não qualificado o Risco de Performance presente em CRI lastreados em créditos imobiliários originários (i) da aquisição de imóveis sem “habite-se” ou (ii) da aquisição ou promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento que não integrem patrimônio de afetação.

63. Não obstante, restava dúvida com relação a eventuais garantias ou “proteções” intrínsecas, aos detentores de CRI, proporcionadas pela vinculação dos créditos que lastreiam os referidos títulos a imóveis ou incorporações imobiliárias, o que não aconteceria com relação aos CRI lastreados em debêntures.

64. Por esse motivo, encaminhamos, em 18/05/2016, o Memorando nº 55/2016-CVM/SRE/GER-1 à PPFÉ-CVM, contendo questionamento sobre:

(i) o fato de as operações de financiamentos de imóveis com “habite-se” e de incorporações imobiliárias integrantes de patrimônio de afetação contarem ou não com garantias ou “proteções” intrínsecas dos imóveis ou patrimônio de afetação a elas vinculadas; e

(ii) à possibilidade de patrimônios de afetação serem dados expressamente em garantia de créditos imobiliários, como seria, na presente Oferta, caso os patrimônios de afetação dos Empreendimentos Imobiliários fossem dados em garantia para o pagamento das Debêntures.

65. Em 17/06/2016, em resposta ao Memorando nº 55/2016-CVM/SRE/GER-1, a PFE-CVM nos encaminhou o Parecer nº 00065/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e os Despachos nº 00076/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00322/2016/ PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU, documentos que se encontram transcritos na seção “Manifestação da PFE-CVM” acima.

66. Por meio dos referidos documentos, a PFE-CVM manifestou-se resumidamente no sentido de que:

(i) “as garantias que recompõem a situação de mora em contrato de financiamento imobiliário precisam estar previstas no instrumento assinado pelas partes”;

(ii) “o patrimônio afetado à conclusão da unidade habitacional poderá ser dado como garantia de operação de crédito, desde que o produto (do crédito) seja integralmente destinado à consecução da edificação correspondente e à entrega final da obra aos respectivos adquirentes. Assim, os empreendimentos deveriam estar detalhados na escritura das debêntures a serem emitidas pela Cyrela”;

67. Dessa forma, uma vez afastada a possibilidade de que os imóveis ou incorporações imobiliárias vinculadas aos créditos que lastreiam os CRI possam constituir quaisquer tipos de garantias ou “proteções” aos detentores dos referidos títulos, a não ser que seja expressamente previsto em documento próprio, não vislumbramos qualquer outro intuito presente nos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 senão o de afastar dos investidores não qualificados o risco de performance existentes naqueles créditos.

68. Sendo assim, considerando que as Debêntures que constituirão o lastro dos CRI da presente Oferta são títulos sem Risco de Performance, ou seja, devidos pelo seu emissor independente de qualquer evento futuro, não vemos óbice a que seja concedida a dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 no presente caso.

69. Ademais, cabe mencionar que não haveria qualquer restrição regulamentar caso as Debêntures fossem ofertadas publicamente a investidores não qualificados, fato que, em nosso entendimento, reforça a possibilidade de concessão da dispensa ora pleiteada.

70. Não obstante, cabe ressaltar ainda que a presente Oferta observa outros requisitos presentes na referida Instrução (listados abaixo) com relação ao direcionamento de CRI a investidores que não sejam qualificados, previstos pelo caput do art. 6º e pelo § 6º do art. 7º:

(i) que os CRI sejam lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997; e

(ii) que haja ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI.

V. CONCLUSÃO

71. 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 não vemos óbice a que seja concedida a dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 no presente caso.

72. Ademais, propomos que nas emissões de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários na sua destinação, como ocorre na presente Oferta, o efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/97, deva ocorrer até a data de vencimento dos CRI, tendo em vista ser até essa data que perdura as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, quem deverá verificar se o referido direcionamento ocorreu conforme previsto na documentação da Oferta.” (sem grifos no original)

25. Cabe destacar também que a SRE entendeu ser possível a emissão de CRI com lastro em debêntures no caso de Brazil Realty, por conta de a emissora das debêntures (Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações) ser companhia atuante no setor

imobiliário, permitindo que tais debêntures pudessem ser caracterizadas como créditos de natureza imobiliária, o que diferenciou aquele caso do precedente de Rede D'or São Luiz S.A. (RJ-2012-12177), onde a emissora das debêntures era companhia atuante do setor hospitalar.

26. Em 16/08/2016, o Colegiado acompanhou o entendimento da área técnica, concedendo a dispensa pleiteada, nos seguintes termos:

“Reg. nº 0331/16

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de pedido da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. (“Ofertante”) para que seja reconhecida a inaplicabilidade do art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/2004 (“Instrução 414”) à oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), ou, subsidiariamente, que seja concedida dispensa dos referidos requisitos normativos.

A Oferta apresenta as seguintes principais características:

(i) distribuição de até 120.000 CRI, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o montante de R\$ 120.000.000,00;

(ii) os CRI serão ofertados a investidores em geral, qualificados ou não;

(iii) o lastro dos CRI será constituído por debêntures (“Debêntures”) de emissão da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações (“Devedora”);

(iv) as Debêntures serão subscritas pela Cybra de Investimento Imobiliário Ltda. (“Cedente”), companhia do grupo econômico da Devedora, e posteriormente cedidas à Ofertante, que, por sua vez, emitirá uma Cédula de Crédito Imobiliário – CCI representando tais títulos;

(v) os recursos obtidos na Oferta serão utilizados pela Ofertante para o pagamento à Cedente do valor de cessão das Debêntures, que, por sua vez, utilizará esses recursos na subscrição das referidas Debêntures junto à Devedora; e

(vi) o destino final dos recursos será o financiamento de determinados empreendimentos imobiliários da Devedora.

Em seu pedido, a Ofertante alega que a Oferta é lastreada em créditos considerados imobiliários por conta de sua destinação, ou seja, não se originam da compra e venda, ou da promessa de aquisição, de um imóvel, não sendo aplicáveis, dessa forma, os requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414.

Ademais, a Ofertante argumentou que o referido dispositivo, além de prever a obrigação de constituição do regime fiduciário com relação aos créditos que compõem o lastro dos CRI, tem o objetivo de mitigar o risco de inadimplência dos devedores de tais créditos atrelado à performance dos mesmos, risco esse que estaria presente em créditos cujos imóveis vinculados não possuem “habite-se” ou em créditos provenientes da aquisição de imóveis vinculados a incorporações para as quais não foi constituído patrimônio de afetação.

Nessa linha, a Ofertante alegou que, além de estar prevista a constituição do regime fiduciário na Oferta, as Debêntures, que compõem o lastro dos CRI, são créditos performados, ou seja, representam uma obrigação por parte da Devedora que não poderia ter sua eficácia discutida em função da ocorrência de eventos futuros.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, após consultar a Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE-CVM”), entendeu, por meio do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1, que as Debêntures que constituirão o lastro dos CRI da presente Oferta são títulos sem risco de performance, ou seja, devidos pelo seu emissor independente de qualquer evento futuro, de modo que não haveria óbice à concessão da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414.

A SRE ressaltou, ainda, que a presente Oferta observa outros requisitos presentes na referida Instrução com relação ao direcionamento de CRI a investidores que não sejam qualificados, previstos pelo caput do art. 6º e pelo § 6º do art. 7º, quais sejam, (i) que os CRI sejam lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/1997; e (ii) que haja ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI.

A SRE propôs, ainda, que, nas emissões de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários na sua destinação, como ocorre na Oferta, o efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deva ocorrer até a data de vencimento dos CRI, tendo em vista ser até essa data que perduram as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, que é o responsável por verificar se o referido direcionamento ocorreu conforme previsto na documentação da Oferta, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução 414.

O Colegiado, por unanimidade, deliberou o deferimento da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414, acompanhando o entendimento da área técnica consubstanciado no Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1.”

27. De volta ao presente caso, no que concerne aos fatores considerados como suficientes para justificar a dispensa pleiteada no caso de Brazil Realty, vemos que a Operação apresenta as seguintes características:

(i) O lastro dos CRI é composto pelas Debêntures, as quais são devidas pelo seu emissor independente de qualquer evento futuro, motivo pelo qual não vislumbramos risco de performance em relação aos referidos títulos ;

(ii) Ademais, as debêntures que lastreiam os CRI não estariam sujeitas a restrições quanto ao público alvo caso fossem distribuídas diretamente, ou seja, poderiam ser adquiridas por investidores não qualificados em uma oferta pública de distribuição realizada no âmbito da Instrução CVM 400, tendo em vista que a Devedora é companhia aberta;

(iii) A emissora das Debêntures é companhia atuante do setor imobiliário, conforme se verifica da leitura do artigo 2º de seu Estatuto Social: “A Companhia tem por objeto social a participação direta ou indireta e exploração econômica de empreendimentos de centros comerciais, shopping centers e similares, podendo participar em outras sociedades, como sócia ou acionista, bem como a prestação de serviços de administração de shopping centers, de administração de condomínios em geral e de assessoria comercial.”

(iv) Conforme exigido pelo *caput* do art. 6º da Instrução CVM 414 para CRI destinados a investidores não qualificados, será instituído o regime fiduciário, previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/97, sobre os créditos que lastreiem a emissão, de modo que estes não se confundam com o patrimônio comum da Securitizadora, e que o patrimônio separado só responda pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados;

(v) A emissora contratou a Fitch Ratings Brasil Ltda. para a elaboração do relatório de classificação de risco da emissão, e para a revisão trimestral da classificação de risco pelo prazo dos CRI, conforme exigido pelo §6º do art. 7º da Instrução CVM 414 para CRI destinados a investidores não qualificados;

(vi) Apesar de a data de vencimento dos CRI ainda estar em aberto, a Ofertante se comprometeu a realizar todo o direcionamento dos recursos provenientes da Oferta até tal data, tendo em vista ser até o vencimento dos CRI que perduram as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, que é o responsável por verificar se o direcionamento de recursos em questão ocorreu conforme previsto na documentação da Oferta, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução CVM 414.

28. Dessa forma, considerando as características acima elencadas presentes na Oferta, bem como os elementos que subsidiaram a dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 no caso de Brazil Realty, não vemos óbice a que seja concedida a mesma dispensa no presente caso.

IV. Conclusão

29. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que:

(i) não vemos óbice a que seja concedida a dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 no presente caso;

(ii) a dispensa deverá ser condicionada a que a documentação final da Oferta atenda aos requisitos previstos no precedente de Brazil Realty, de modo que as características elencadas no parágrafo 26 acima não sejam modificadas.

Atenciosamente,

RODRIGO RAMOS PEREIRA
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Gerente de Registros 1

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

Atenciosamente,

CLAUDIO DO REGO BARROS BENEVIDES
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários – em exercício

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

PATRICK VALPAÇOS FONSECA LIMA
Superintendente Geral – em exercício



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo Ramos Pereira, Analista**, em 18/01/2017, às 17:51, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 18/01/2017, às 17:52, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Cláudio do Rego Barros Benevides, Superintendente de Registro em exercício**, em 18/01/2017, às 17:55, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Patrick Valpaços Fonseca Lima, Superintendente Geral em exercício**, em 18/01/2017, às 18:16, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0217128** e o código CRC **9A0BCBD0**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0217128** and the "Código CRC" **9A0BCBD0**.*
