



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 26/2017-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 24 de abril de 2017.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição dos CRI da 25ª série da 1ª emissão da Nova Securitização S.A. – Processo CVM nº 19957.001682/2017-53.

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) da 25ª série da 1ª emissão da Nova Securitização S.A. (“Securitizadora”, “Emissora” ou “Ofertante”), protocolado na CVM em 23/02/2017, atualmente em análise nesta área técnica, no âmbito do Processo em referência.
2. Os CRI serão lastreados em uma CCI, de emissão da Securitizadora, representativa de créditos imobiliários oriundos de debêntures (“Debêntures”) emitidas pela Direcional Engenharia S.A. (“Devedora”) e subscritas pela Porto União Empreendimentos Imobiliários Ltda. (“Cedente”).
3. Os recursos provenientes da emissão dos CRI serão destinados pela Devedora, por meio de SPEs por ela controladas, ao financiamento da construção imobiliária de 10 (dez) empreendimentos imobiliários discriminados no Prospecto da Oferta, na escritura de emissão das Debêntures e no Termo de Securitização.
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 23/02/2017 (documento nº 0235018), 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 nº 19957.000587/2016-51, “Caso Cyrela”), 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 150.000 CRI, cujo valor nominal unitário é R\$ 1.000,00, perfazendo o valor total de R\$ 150.000.000,00, sob o regime de melhores esforços de colocação, tendo a XP Investimentos CCTVM S.A. como coordenador líder (“Coordenador Líder”). O valor total originalmente ofertado poderá ser aumentado em até 35% mediante Lote Adicional e/ou Lote Suplementar, isto é, em até 52.500 CRI, equivalentes a até R\$52.500.000,00.

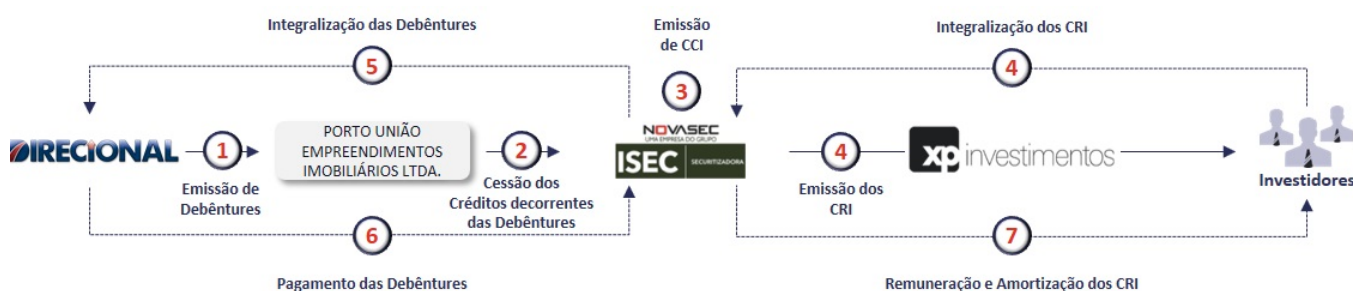
8. Conforme mencionado acima, a estrutura atual da Oferta prevê que os CRI sejam ofertados a investidores em geral, qualificados ou não, sendo lastreados em créditos imobiliários representados por 1 cédula de crédito imobiliário (“CCI”) oriundos de debêntures emitidas pela Devedora, do tipo quirografária, no valor total de R\$ 202.500.000,00.

9. Na hipótese de a demanda apurada em junto aos investidores ser inferior a 202.500 CRI, a quantidade de Debêntures emitida será reduzida proporcionalmente, com o conseqüente cancelamento das Debêntures não integralizadas, a ser formalizado por meio de aditivo à Escritura de Emissão de Debêntures, bem como a cessão do Crédito Imobiliário será proporcionalmente resolvida, de modo a abarcar tão somente a parcela do Crédito Imobiliário necessária para conferir lastro aos CRI.

10. As Debêntures, que constituirão o lastro dos CRI, serão subscritas pela Cedente, sociedade controlada pela Devedora, e que cederá à Securitizadora os direitos de crédito oriundos das Debêntures. A Securitizadora, por sua vez, irá emitir uma CCI integral, para representar os créditos imobiliários, que serão então vinculados aos CRI, por meio do Termo de Securitização de Créditos.

11. Ademais, a Securitizadora instituirá regime fiduciário sobre os créditos imobiliários que comporão o lastro dos CRI, tendo como agente fiduciário a Vórtx DDTVM Ltda.

12. 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 em 04/04/2017 (documento nº 0256987):



“1) A Devedora celebrará com a Cedente, com a interveniência e anuência da Emissora, a Escritura de Emissão de Debêntures, a qual prevê a emissão de debêntures, não conversíveis em ação, da espécie sem garantia real ou fidejussória, a serem subscritas de forma privada pela Cedente.

2) Por meio do Contrato de Cessão celebrado entre a Cedente, a Emissora e a Devedora, a Cedente cederá à Emissora, a título oneroso, os direitos de crédito oriundos das Debêntures, observados os termos e as condições do Contrato de Cessão;

3) Por meio da Escritura de Emissão de CCI, celebrada entre a Emissora, na qualidade de cessionária do Crédito Imobiliário, a Emissora emitirá uma CCI integral, para representar o Crédito Imobiliário, nos termos da Lei 10.931, de acordo com as condições ali previstas;

4) A Emissora, por sua vez, vinculará a totalidade do Crédito Imobiliário, representado pela CCI, aos CRI, por meio do Termo de Securitização, celebrado entre a Emissora e o Agente Fiduciário, nos termos da Lei 9.514 e da Instrução CVM 414. A Emissora emitirá os CRI com lastro no Crédito Imobiliário, os quais serão distribuídos pelo Coordenador Líder aos Investidores, em regime de melhores esforços de colocação, sem prejuízo do Compromisso de Subscrição;

5) A Emissora pagará o Valor da Cessão em favor da Devedora, a cada Data de Integralização, por conta e ordem da Cedente. 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;

6) O pagamento da amortização e remuneração das Debêntures serão realizados diretamente na Conta Centralizadora, na data de vencimento das Debêntures; e

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

13. Como se observa, os recursos obtidos com a distribuição dos CRI serão utilizados pela Ofertante para o pagamento do valor de cessão dos créditos imobiliários à Devedora, por conta e ordem da Cedente, o que importará na integralização das Debêntures.

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

#	DENOMINAÇÃO	ENDEREÇO	MATRÍCULA	SPE/CNPJ	% lastro	CRONOGRAMA DE DESTINAÇÃO DOS RECURSOS
1	(182) Setor Total Ville	Residencial Porto Pilar, Setor Meireles, Santa Maria, RA-XIII	Matrículas nos 35.542 e 32.567 do Cartório do 5º Ofício de Registro de Imóveis do Distrito Federal	Direcional Taguatinga Engenharia Ltda. (CNPJ: 08.985.446/0001-24)	3%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
2	(187) Conquista Torquato Tapajós	Avenida Torquato Tapajós, s/n, km 11,6, Colônia Terra Nova, Manaus/AM	Matrícula nº 61.951 do Cartório do 1º Ofício do Registro de Imóveis e Protestos de Letras de Manaus/AM	Direcional Rubi Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 09.037.901/0001-22)	12%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
3	(283) Oásis Residencial	Avenida Marechal Castelo Branco, nº 265, quadra 54	Matrículas nos 130.164 e 130.165 do Cartório de Registro de Imóveis de Contagem/MG	Jequiá Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 13.457.942/0001-45)	18%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
4	(309) Conquista Residencial Ville	Loteamento Raquel Pimentel, cidade de Luziânia, estado de Goiás.	Matrículas nos 201.618, 201.619, 201.620, 210.679, 210.677, 210.676, 212.993, 210.680, 210.678 e 213.383 do Cartório de Registro de Imóveis de Luziânia/GO	Ouro Branco Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 13.466.398/0001-06)	4%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
5	(384) Conquista Campo Grande	Rua Itaquê, n.º 1032, Santíssimo, Freguesia de Campo Grande	Matrícula nº 5.000 do Cartório de Registro de Imóveis de Rio de Janeiro/RJ	Nova Estoril Empreendimentos Imobiliários SPE Ltda. (CNPJ: 24.042.796/0001-03)	10%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
6	(388) Conquista Itaboraí	Avenida Flávio Vasconcelos, constituído pelo lote 01 da quadra 08, Bairro Esperança, Itaboraí/RJ	Matrícula nº 42.541 do Cartório de Registro de Imóveis de Itaboraí/RJ	Almeria Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 23.335.994/0001-00)	6%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
7	(273) Conquista Premium Aleixo	Rua José Romão, s/n, Bairro São José Operário, Manaus/AM	Matrícula nº 61.348 do Cartório do 4º Ofício de Registro de Imóveis de Manaus/AM	Portal das Rosas Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 11.838.746/0001-95)	10%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento

8	(290) Conquista Premium Monte Castelo	Rua Rio Comprido, quadra 157, lotes 01 a 29, Contagem/MG	Matrícula nº 61.952 do Cartório de Registro de Imóveis de Contagem/MG	Carneiros Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 12.594.510/0001-13)	10%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
9	(275) Link Ipiranga	Rua Campante, Vila Independência, cidade de São Paulo/SP	Matrícula nº 220.160 do Cartório de Registro de Imóveis de São Paulo/SP	Riacho Branco Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 11.838.654/0001-05)	18%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento
10	(235) Conquista Premium Cidade Nova	Rua Padre Monteiro de Noronha, Manaus/AM	Matrícula nº 51.714 do Cartório do 1º Ofício de Registro de Imóveis de Manaus/AM	Coral Empreendimentos Imobiliários Ltda. (CNPJ: 10.348.152/0001-33)	9%	Os recursos serão destinados aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis entre a Primeira Data de Integralização até a Data de Vencimento

15. A Devedora irá transferir os recursos para as SPE investidas e tomar todas as providências para que tais SPE investidas utilizem tais recursos nos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis, por meio do pagamento de parcelas do valor de aquisição de terrenos ou construção e desenvolvimento de tais empreendimentos.

16. Os documentos da Oferta destacam ainda que os referidos recursos não serão destinados (a) ao financiamento do reembolso de custos já incorridos e desembolsados pela Devedora referentes a tais Projetos, e/ou, (b) ao financiamento do reembolso de custos já incorridos e desembolsados pela Devedora referentes à participação em tais sociedades de propósito específico.

17. O Agente Fiduciário deverá verificar, ao longo do prazo de duração dos CRI, o efetivo direcionamento aos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis de todos os recursos obtidos por meio da emissão das Debêntures, a partir de cópias dos contratos, notas fiscais, atos societários e demais documentos comprobatórios que julgar necessários, a serem fornecidos pela Devedora.

18. A Cedente será responsável por enviar tal documentação ao Agente Fiduciário em até 1 dia útil de seu recebimento. A Emissora e o Agente Fiduciário não realizarão acompanhamento físico das obras dos Empreendimentos Imobiliários Elegíveis, estando tal fiscalização restrita à documentação enviada pela Devedora.

19. A partir da data de integralização dos CRI, tais títulos farão jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal unitário correspondentes a 100% da Taxa DI, acrescidos de um *spread* de 0,90% ao ano. A amortização e os juros serão pagos em uma única parcela, da data de vencimento dos títulos, ainda a ser definida.

20. Não serão constituídas garantias específicas, reais ou pessoais, sobre os CRI.

II. Alegações da Ofertante

21. Quando do pedido de registro da Oferta, por meio de expediente protocolado na CVM em 23/02/2017, a Ofertante fundamentou seu pleito de dispensa do requisito previsto pelos incisos I e II do artigo 6º da Instrução CVM 414, nos seguintes termos:

“2.1.1. 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.

2.1.2. 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.

2.1.3. 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 476 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.

2.1.4. 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.

2.1.5. 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).

2.1.6. 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 se 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.

2.1.7. 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.

2.1.8. Ocorre que, a Oferta é lastreada em crédito considerado imobiliários por sua destinação. Ou seja, não se origina 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.

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

2.1.10. 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:

(i) 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;

(ii) 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 da Instrução CVM 414, 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 aos CRI; e

(iii) 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.

2.1.11. 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 414, de colocação de CRI para investidores não qualificados no âmbito da Oferta.”

III. Nossas Considerações

22. 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.

23. Para tanto, faremos referência aos precedentes da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. (“Brazil Realty”), quando da oferta dos CRI da 1ª série da 5ª emissão (Processo SEI nº 19957.000587/2016-51, “Caso Cyrela”), bem como da RB Capital Companhia de Securitização (“RB Capital”), quando da oferta dos CRI da 145ª série da 1ª emissão (Processo SEI nº 19957.009281/2016-61, “Caso Aliance”).

24. No primeiro precedente, 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”.

25. 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.

26. 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.

27. 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 PPFE-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)

28. 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.

29. 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.”

30. O segundo precedente, Caso Aliansce, fazia referência também ao Caso Cyrela, sendo os CRI, naquele caso, lastreados em créditos imobiliários representados por uma CCI de emissão da BSC Shopping Center S.A., mediante subscrição de debêntures de emissão da Aliansce Shopping Centers S.A.

31. Os recursos provenientes da emissão daqueles CRI seriam destinados pela Aliansce Shopping Centers S.A.,

diretamente ou por meio de suas subsidiárias, para a construção, compra, venda, expansão, manutenção e desenvolvimento de determinados empreendimentos imobiliários elencados na escritura das referidas debêntures, durante o prazo de vigência dos CRI.

32. Naquela ocasião, foi solicitada a mesma dispensa dos incisos I e II do artigo 6º da Instrução CVM 414, também por ser tratar de estrutura em que o lastro dos CRI era constituído por debêntures (créditos imobiliários em sua destinação), cujo pagamento não dependeria de qualquer cumprimento de obrigações pelo cedente ou originador, ou seja, tais debêntures eram créditos considerados como performados.

33. Em 24/01/2017, o Colegiado da CVM, acompanhando o entendimento da área técnica, concedeu a dispensa pleiteada, nos seguintes termos:

“Reg. nº 0553/17

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de pedido apresentado por RB Capital Companhia de Securitização (“Ofertante”) de dispensa do art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/2004 (“Instrução 414”), no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 145ª série da 1ª emissão da Ofertante (“Oferta” e “CRI”, respectivamente), de modo que os CRI possam ser ofertados a investidores não qualificados.

A Oferta apresenta as seguintes principais características:

(i) distribuição de 180.000 CRI, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o montante de R\$ 180.000.000,00;

(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 Aliance Shopping Centers S.A. (“Devedora”);

(iv) as Debêntures serão subscritas pela BSC Shopping Center S.A. (“Cedente”), subsidiária da Devedora, que, por sua vez, emitirá uma Cédula de Crédito Imobiliário (“CCI”) representando tais títulos, que será posteriormente cedida à Ofertante;

(v) os recursos obtidos na Oferta serão utilizados pela Ofertante para o pagamento à Cedente do valor de cessão da CCI, que, por sua vez, utilizará esses recursos na integralização 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 argumentou que o art. 6º, incisos I e II, da Instrução 414, 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 comporão o lastro dos CRI são créditos performados, ou seja, representam uma obrigação da Devedora independente de qualquer evento futuro e exigível desde já.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, por meio do Memorando nº 4/2017-CVM/SRE/GER-1, entendeu que o presente caso seria semelhante ao precedente da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A., apreciado pelo Colegiado em 16.8.2016.

Nesse sentido, a SRE ressaltou que as Debêntures que constituirão o lastro dos CRI da presente Oferta são títulos sem risco de performance e que poderiam ser adquiridas por investidores não qualificados, caso a Devedora, que é companhia aberta, realizasse oferta no âmbito da Instrução CVM nº 400/2003.

A área técnica destacou, também, que as Debêntures serão emitidas por companhia atuante no setor imobiliário, bem como que a presente Oferta observa outros requisitos da Instrução 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

9.514/1997; (ii) que haverá relatório de agência classificadora de risco atribuído à emissão e revisão trimestral da classificação pelo prazo dos 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 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 Diretor Gustavo Borba apresentou ressalva quanto ao entendimento da área técnica de que as obrigações do agente fiduciário cessam após o vencimento do título, mas concordou com a conclusão de que seria salutar a fixação do referido prazo (vencimento dos CRI) como o limite para o efetivo direcionamento dos recursos, uma vez que essa destinação é essencial para a preservação da lógica da autorização deferida pelo colegiado.

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.”

34. De volta ao presente caso, no que concerne aos fatores considerados como suficientes para justificar a dispensa pleiteada nos casos de Cyrela e Aliansce, vemos que a Operação apresenta as seguintes características:

(i) O lastro dos CRI é composto por créditos imobiliários oriundos das 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 referidas Debêntures 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 3º de seu Estatuto Social: “A Companhia tem por objeto social (i) a incorporação, construção e comercialização de bens imóveis próprios ou de terceiros, (ii) a administração de bens próprios, (iii) a prestação de serviços de engenharia pertinentes às atribuições dos responsáveis técnicos, (iv) a locação e administração de bens móveis, (v) a participação em outras sociedades na qualidade de sócia ou acionista, (vi) a prestação de serviços de assessoria e consultoria imobiliária em contratos de financiamento bancários e afins e (vii) a compra e venda de insumos e materiais para a construção civil.”

(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 Standard & Poor's Ratings do 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 liquidação dos CRI ainda estar em aberto, o Prospecto da Oferta determina que todo o direcionamento dos recursos captados seja realizado até tal data, tendo em vista ser até a liquidação 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.

35. 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 nos casos de Cyrela e Aliansce, não vemos óbice a que seja concedida a mesma dispensa no presente caso.

IV. Conclusão

36. 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; e

(ii) a referida dispensa deverá ser condicionada a que a documentação da Oferta, quando da obtenção de seu registro, continue atendendo aos requisitos previstos nos precedentes de Cyrela e Aliansce, de modo que as características elencadas no parágrafo 34 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.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 25/04/2017, às 16:50, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Rodrigo Ramos Pereira, Analista**, em 25/04/2017, às 16:52, 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 25/04/2017, às 16:57, 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 **0267265** e o código CRC **8301FAC8**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0267265 and the "Código CRC" 8301FAC8.