



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 07 de março de 2017.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Pedido de registro de oferta pública de distribuição dos CRI da 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Processo CVM nº 19957.009618/2016-30**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de recurso interposto contra determinadas exigências elaboradas por esta área técnica (“Recurso”, documentos 0231521 e 0231523), no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) das 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização (“Ofertante”, “Securitizadora” ou “Recorrente”), que encontra-se em análise no âmbito do Processo em referência.
2. Conforme será visto em detalhes na seção “II – Estrutura dos CRI e Características da Oferta” do presente Memorando, o lastro dos CRI será constituído por debêntures de emissão da BR Properties S.A. (“Devedora” ou “BR Properties”), as quais foram emitidas em dezembro de 2016 e cujos recursos captados foram direcionados, naquele mesmo mês, à aquisição de um imóvel (“Imóvel Lastro”) pertencente ao Ventura II-A - Fundo de Investimento Imobiliário FII (“Fundo”), cujo único cotista é a própria Devedora.
3. Tais debêntures possuem cláusula de repactuação, a qual, caso não seja aceita pelos seus atuais detentores, ensejará a recompra de tais títulos pela BR Properties para manutenção em tesouraria, repactuação das condições em função do resultado do procedimento de *bookbuilding* previsto para a Oferta e posterior cessão à Securitizadora, para constituir o lastro dos CRI.
4. As exigências objeto do Recurso foram apresentadas no curso da análise dos documentos da Oferta, mais especificamente por meio dos Ofícios nºs 28/2017/CVM/SRE/GER-1 (exigência 2.1, documento 0224072) e 33/2017/CVM/SRE/GER-1 (exigências 3.7.1 e 4.1, documento 0226996), e versaram sobre dois pontos principais, nos seguintes termos:

(i) *“Da leitura de toda a documentação da Oferta, bem como da documentação enviada em resposta ao Ofício nº 04/2017/CVM/SRE/SEP de 19/01/2017, é possível verificar que a operação de emissão de CRI pretendida essencialmente se estrutura por meio de emissão de nova dívida corporativa, cuja “Devedora” será a BR Properties S.A., sendo que a destinação dos recursos obtidos será o reembolso de valor pago pela aquisição de um imóvel que indiretamente já pertencia à Devedora.*

Considerando o exposto acima, entendemos que a operação em questão não atende aos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Sendo assim, caso pretenda prosseguir com a Oferta, solicitamos apresentar documentação atualizada, na qual seja possível verificar que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI atenda aos objetivos da Lei nº 9.514/97, conforme acima.”; e

(ii) *“Da leitura do Prospecto e dos demais documentos da Oferta, em conjunto com a escritura pública de compra e venda do Imóvel Lastro, depreende-se que a destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI será o “reembolso” do valor pago na aquisição do referido imóvel, que se deu em 27/12/2016. Sobre esse ponto, entendemos que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI lastreados em debêntures, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deverá ocorrer após a emissão dos CRI (operações futuras), não cabendo utilizar tais recursos como “reembolso” de transações imobiliárias passadas. Por conta disso, solicitamos adequar a documentação da Oferta de modo que a mesma passe a observar o entendimento em questão.”*

5. Cabe ressaltar que anteriormente ao recebimento do Recurso, encaminhamos consulta à Procuradoria Federal Especializada para a CVM (“PFE-CVM”), em 13/02/2017, por meio do Memorando nº 8/2017-CVM/SRE/GER-1 (documento 0228719), solicitando manifestação daquela área quanto:

“(i) à possibilidade de se estruturar uma oferta de CRI lastreado em debêntures cuja destinação dos recursos seja o “reembolso” de valor pago em transação imobiliária realizada antes da emissão dos CRI; e

(ii) à observância da presente Oferta à finalidade da Lei nº 9.514/97, especialmente no que diz respeito ao fato de o direcionamento dos recursos obtidos com a emissão dos CRI ser o reembolso de valor pago na aquisição de imóvel que já pertencia à Devedora.”

6. Em resposta à referida consulta, a PFE-CVM encaminhou parecer (“Parecer PFE”, documento 0234916), em 22/02/2017, corroborando o entendimento desta área técnica de que a Oferta, da forma em que se encontra estruturada, não atende à finalidade da Lei nº 9.514/97.

7. O conteúdo do Parecer PFE encontra-se integralmente transcrito na seção “III – Parecer PFE” do presente Memorando.

8. Ademais, foi encaminhada pela “Instituição Intermediária” da Oferta (o Banco Itaú BBA S.A.), em 14/02/2017, correspondência preparada por Marcelo Trindade (documento 0230207), adiantando as conclusões de parecer que estava sendo por ele elaborado à época a respeito do tema em tela (“Parecer Trindade”), o qual foi finalmente encaminhado à CVM em 03/03/2017 (documento 0237135).

9. Cabe ressaltar que o conteúdo integral do Recurso encontra-se transcrito na seção “IV – Alegações da Ofertante” do presente Memorando. Não obstante, o conteúdo da correspondência supramencionada, bem como do Parecer Trindade, podem ser acessados por meio de consulta aos documentos supramencionados do Processo em epígrafe, não tendo sido tais documentos transcritos no presente Memorando.

10. Finalmente, cabe mencionar que a análise do Recurso por esta área técnica encontra-se na seção “V – Nossas Considerações” do presente documento.

I. Histórico do Processo

11. Em 22/12/2016, foi protocolado expediente na CVM com o pedido de registro da Oferta (documentos 0205504 e 0205506).
12. Em 12/01/2017, foi protocolado expediente na CVM contendo minuta de material publicitário a ser utilizado no âmbito da Oferta (documentos 0214898 e 0214899).
13. Em 19/01/2017, encaminhamos à Instituição Intermediária os Ofícios nºs 04/2017/CVM/SRE/SEP (documento 0217591) e 12/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento 0217564), respectivamente, apresentando exigências gerais no âmbito do pedido de registro da Oferta e impedindo a utilização do material publicitário supramencionado.
14. Dentre as questões que foram apontadas naqueles Ofícios, cabe destacar exigência que constou de ambos (3.7.1 do Ofício nº 04/2017/CVM/SRE/SEP e 2.2.5 do Ofício nº 12/2017/CVM/SRE/GER-1), por meio da qual iniciamos a averiguação da questão tratada no âmbito do presente Recurso, nos seguintes termos:

“Apresentar: (a) documentação, mesmo em minuta, do Contrato de Compra e venda do Imóvel Lastro (assim definido no Prospecto da Oferta). No

documento em comento devem constar todos os dados do promitente comprador e do promitente vendedor; (b) cópia da matrícula no registro Geral de Imóveis do Imóvel Lastro, devidamente atualizada; (c) cópia do Laudo de Avaliação do Imóvel Lastro.

Ademais, informamos que em consulta ao site da BR Properties (www.brpr.com.br), observamos que o Imóvel Lastro, objeto da presente oferta, consta como de propriedade do grupo econômico da própria BR Properties. Caso a informação publicada no site seja procedente, solicitamos que esclareçam: (i) como a operação pretendida atende aos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro; e (ii) a legitimidade do negócio jurídico (compra do imóvel lastro) originador dos CRI em tela.”

15. Em 26/01/2017, foi protocolado expediente na CVM (documentos 0220136 e 0220139) em atendimento ao Ofício nº 04/2017/CVM/SRE/SEP, por meio do qual foram prestados os seguintes esclarecimentos a respeito da exigência 3.7.1 acima mencionada, bem como encaminhados os documentos a ela pertinentes:

“Em atendimento a essa exigência, apresentamos cópias dos seguintes documentos: (i) escritura pública de compra e venda do Imóvel Lastro, firmada entre a Devedora, na qualidade de adquirente, e o Ventura II-A Fundo de Investimento Imobiliário (que na época tinha a Devedora como única cotista), na qualidade de vendedor (“Fundo”), em tal ato devidamente representado por seu administrador BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM, instituição financeira com sede na Cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, na Praia de Botafogo, no 501, 5º andar (parte), inscrito no CNPJ/MF sob o nº 59.281.253/0001-23 (“Administrador do Fundo”) e “Escritura de Compra e Venda”, respectivamente); (ii) comprovante de transferência de recursos relativo à aquisição pela Devedora dos Imóveis Lastro (“Comprovante de Transferência de Recursos”) (iii) matrículas no registro geral de imóveis do Imóvel Lastro, evidenciando a averbação da aquisição formalizada por meio da citada Escritura de Compra e Venda (“Matrículas”); e (iv) laudo de avaliação do Imóvel Lastro, o qual atesta o valor de mercado do imóvel, o qual foi utilizado na compra e venda do Imóvel Lastro conforme consta na Escritura de Compra e Venda (“Laudo de Avaliação” e, em conjunto com o Escritura de Compra e Venda, o Comprovante de Transferência de Recursos e as Matrículas, “Documentos da Compra e Venda”) (Anexo U à presente correspondência).

Com relação ao atendimento aos objetivos da Lei nº 9.514/97 e da legitimidade da compra e venda em questão, esclarecemos o quanto segue.

Preliminarmente, informamos que o Imóvel Lastro objeto da compra e venda celebrada no âmbito da Escritura de Compra e Venda pertencia integralmente ao Fundo e que, anteriormente à aquisição pelo Fundo ocorrida em 12 de agosto de 2010, conforme consta no registro de nº R4 nas Matrículas, referido Imóvel Lastro era de propriedade da Projeto Rio Empreendimentos Ltda., empresa que não pertencia ao grupo econômico da Devedora. À época de tal aquisição, a Devedora e o BTG Pactual eram os cotistas do Fundo, o qual foi constituído para aquisição de futuras unidades autônomas vinculadas ao “Ventura Corporate Towers”, incluindo as matrículas correspondentes ao Imóvel Lastro.

O Imóvel Lastro, conforme evidenciado nas Matrículas e na Escritura de Compra e Venda, foi adquirido pela Devedora diretamente do Fundo, com os recursos oriundos das Debêntures, que por sua vez serão lastro da Oferta de CRI. Em outras palavras, trata-se de clássico financiamento para aquisição de imóvel, tendo em vista que os recursos captados através da emissão das Debêntures (que serão representadas pelas CCI) foram destinados exclusivamente à aquisição do Imóvel Lastro. Portanto, entendemos tratar-se de um financiamento puramente imobiliário nos termos da Lei 9.514/97 e, conseqüentemente, inserido no mercado imobiliário brasileiro.

Adicionalmente, com relação à legitimidade do negócio jurídico, esclarecemos que trata-se de operação legítima, composta dos elementos habituais e recorrentes em operações neste tipo, tais como:

(i) Partes legítimas: a compra e venda do Imóvel Lastro foi celebrada por partes legítimas, capazes e distintas, tendo, de um lado, a Devedora (na qualidade de compradora do Imóvel Lastro) e, de outro, o Fundo (na qualidade de vendedor do Imóvel Lastro, do qual já era proprietário desde agosto de 2010). Tanto a Devedora quanto o Administrador do Fundo (na qualidade de representante legal do Fundo) são sociedades legalmente constituídas, existentes e capazes. Além disso, ressalta-se que os deveres legais regulatórios impostos ao Administrador do Fundo de agir com zelo, profissionalismo, fidedignidade e diligência, conforme normas expedidas por esta D. Autarquia, asseguram a orientação para a prática de transações legítimas.

(ii) Objeto lícito: a Escritura de Compra e Venda versa sobre a aquisição da propriedade do Imóvel Lastro, que era detida pelo Fundo desde agosto de 2010. Tal compra e venda foi realizada a valor de mercado, observando o valor justo pelo qual o Imóvel Lastro era contabilizado no patrimônio do Fundo, em atendimento à Instrução CVM nº 516, de 29 de dezembro de 2011. Referido valor foi ainda corroborado pelo Laudo de Avaliação.

(iii) Forma: a compra e venda do Imóvel Lastro foi objeto de Financiamento pela Devedora, a qual se utilizou da emissão pública das Debêntures para acessar recursos da poupança popular disponíveis no mercado de capitais. As Debêntures possuíam taxas de juros à época competitivas e em linha com taxas de juros praticadas em operações similares. Com a referida emissão das Debêntures, as quais servirão de lastro para a oferta de CRI, conforme já mencionado acima, a Devedora obteve recursos suficientes para arcar com a aquisição do Imóvel Lastro.

Adicionalmente aos requisitos acima expostos, que demonstram a legitimidade do negócio jurídico e a sua evidente conexão e inserção no contexto do mercado imobiliário brasileiro, vale mencionar que, como costumeiro para esse tipo de operação, a Devedora arcou com todos os custos e tributos por exemplo, ITBI, cujo comprovante segue no Anexo V à presente correspondência) inerentes à compra e venda do Imóvel Lastro, bem como suporta todos os custos decorrentes do financiamento imobiliário contratado por meio das Debêntures. Ou seja, além de preencher os requisitos legais validade do negócio jurídico decorrentes do Art. 104 do Código Civil, a compra e venda do Imóvel Lastro e as Debêntures trazem ainda evidências adicionais de terem sido concebidas com a finalidade apontada nos documentos da Oferta - financiamento da aquisição de um imóvel – e revestidas pelas práticas e formalidades do mercado imobiliário e de capitais em operações similares a estas.

Tendo em vista os pontos acima elencados, entendemos que a Oferta, em cada uma de suas etapas, atende aos preceitos da Lei 9.514/97, bem como apresenta todas as características de um negócio jurídico perfeito e legítimo.”

16. Em 27/01/2017, foi protocolado expediente na CVM (documentos 0221027 e 0221028) em atendimento ao Ofício nº 12/2017/CVM/SRE/GER-1, contendo nova versão de material publicitário a ser utilizado no âmbito da Oferta, ocasião em que foram prestados os mesmos esclarecimentos acima transcritos, dessa vez em face da exigência 2.2.5, no âmbito do impedimento de utilização de material publicitário mencionado no parágrafo 12 acima.

17. Em 03/02/2017, encaminhamos à Instituição Intermediária o Ofício nº 28/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento 0224072), por meio do qual impedimos a utilização do material publicitário apresentado por meio do expediente de 27/01/2017 (supramencionado), nos seguintes termos:

“Em resposta ao item 2.2.5 do Ofício nº 12/2017/CVM/SRE/GER-1, bem como da leitura de toda a documentação da Oferta, é possível verificar que a operação de emissão de CRI pretendida **essencialmente** se estrutura por meio de emissão de nova dívida corporativa, cuja “Devedora” será a BR Properties S.A., sendo que a destinação dos recursos obtidos será a aquisição de um imóvel que indiretamente já pertence à Devedora.

Considerando o exposto acima, entendemos que a operação em questão não atende aos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Sendo assim, caso pretenda prosseguir com a Oferta, solicitamos apresentar documentação atualizada, na qual seja possível verificar que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI atenda aos objetivos da Lei nº 9.514/97, conforme acima.”

18. Em 06/02/2017, foi protocolado expediente na CVM (documento 0225437) em face do Ofício nº 28/2017/CVM/SRE/GER-1, por meio do qual foram realizadas considerações a respeito da exigência supracitada. Tendo em vista que as alegações apresentadas no âmbito do Recurso englobam todas as considerações realizadas por meio do referido expediente, entendemos não ser necessário transcrevê-las no presente documento, sem prejuízo de que as mesmas possam ser acessadas no documento acima indicado constante do Processo em epígrafe.

19. Em 09/02/2017, encaminhamos à Instituição Intermediária o Ofício nº 33/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento 0226996), em que reiteramos as exigências apresentadas pelo Ofício nº 04/2017/CVM/SRE/SEP, que não haviam sido atendidas por meio do expediente de 26/01/2017 (citado no parágrafo 14 acima), bem como apresentamos nova exigência, em função do encaminhamento de documentação que ainda não havia sido analisada no âmbito da Oferta.

20. Dentre tais exigências, destacamos abaixo aquelas que se referem ao pleito de recurso em tela, sendo que a primeira delas já havia sido apresentada em 03/02/2017, no

âmbito do segundo impedimento de material publicitário, conforme mencionamos no parágrafo 16 acima:

“3.7.1 Da leitura de toda a documentação da Oferta, bem como da documentação enviada em resposta ao Ofício nº 04/2017/CVM/SRE/SEP de 19/01/2017, é possível verificar que a operação de emissão de CRI pretendida **essencialmente** se estrutura por meio de emissão de nova dívida corporativa, cuja “Devedora” será a BR Properties S.A., sendo que a destinação dos recursos obtidos será o reembolso de valor pago pela aquisição de um imóvel que indiretamente já pertencia à Devedora.

Considerando o exposto acima, entendemos que a operação em questão não atende aos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro”; e

“4. Tendo em vista o encaminhamento de novos documentos em resposta ao Ofício nº 4/2017/CVM/SRE/SEP, especialmente aqueles referentes à compra e venda do Imóvel Lastro (assim definido no Prospecto), apresentamos a seguinte exigência adicional:

4.1. Da leitura do Prospecto e dos demais documentos da Oferta, em conjunto com a escritura pública de compra e venda do Imóvel Lastro, depreende-se que a destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI será o “reembolso” do valor pago na aquisição do referido imóvel, que se deu em 27/12/2016. Sobre esse ponto, entendemos que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI lastreados em debêntures, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deverá ocorrer após a emissão dos CRI (operações futuras), não cabendo utilizar tais recursos como “reembolso” de transações imobiliárias passadas. Por conta disso, solicitamos adequar a documentação da Oferta de modo que a mesma passe a observar o entendimento em questão.

Sendo assim, caso pretenda prosseguir com a Oferta, solicitamos apresentar documentação atualizada, na qual seja possível verificar que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI atenda aos objetivos da Lei nº 9.514/97, conforme acima.”

21. Em 13/02/2017, encaminhamos à PFE-CVM o Memorando nº 8/2017-CVM/SRE/GER-1 (documento 0228719), por meio do qual solicitamos manifestação daquela área quanto:

“(i) à possibilidade de se estruturar uma oferta de CRI lastreado em debêntures cuja destinação dos recursos seja o “reembolso” de valor pago em transação imobiliária realizada antes da emissão dos CRI; e

(ii) à observância da presente Oferta à finalidade da Lei nº 9.514/97, especialmente no que diz respeito ao fato de o direcionamento dos recursos obtidos com a emissão dos CRI ser o reembolso de valor pago na aquisição de imóvel que já pertencia à Devedora.”

22. Em 14/02/2017, foi protocolado expediente na CVM (documento 0230207) apresentando correspondência elaborada por Marcelo Trindade, adiantando suas conclusões de parecer que estava sendo elaborado a respeito do tema em tela, o já mencionado Parecer Trindade.

23. Em 16/02/2017, foi então protocolado expediente na CVM (documento 0231521) contendo o Recurso ora em análise, o qual encontra-se integralmente transcrito na seção “IV – Alegações da Ofertante” do presente Memorando.

24. Foi requerido pela Ofertante o recebimento do Recurso com efeito suspensivo, o que foi concedido por esta área técnica por meio do Ofício nº 43/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento 0231890), encaminhado em 17/02/2017, ocasionando, desta forma, a suspensão do prazo de análise da Oferta.

25. Em 22/02/2017, a PFE-CVM encaminhou a esta área técnica o já mencionado Parecer PFE (documento 0234916), o qual se encontra transcrito na seção “III – Parecer PFE” do presente documento.

26. Finalmente, em 03/03/2017, foi protocolado expediente na CVM (documentos 0237135 e 0237139), por meio do qual foi encaminhado o Parecer Trindade.

II. Estrutura dos CRI e Características da Oferta

27. A Oferta prevê a distribuição de até 550.000 CRI, somente para investidores qualificados, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o total de até R\$ 550.000.000,00, sob o regime de garantia firme de colocação, tendo o Banco Itaú BBA S.A. como coordenador líder (“Coordenador Líder”), com vencimento previsto para 17/03/2021, 19/03/2024 e 19/03/2030, respectivamente, para as séries 149ª, 150ª e 151ª.

28. Conforme mencionamos na parte inicial do presente Memorando, os CRI serão lastreados em debêntures emitidas pela Devedora (“Debêntures”), sendo que os recursos obtidos com a emissão de tais debêntures foram utilizados pela Devedora para adquirir o Imóvel Lastro (aquisição ocorrida em 27/12/2016), o qual pertencia ao Fundo, cujo único cotista é a Devedora.

29. Já a destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI será o reembolso do valor pago na aquisição do referido Imóvel Lastro.

30. Tais debêntures foram emitidas em 07/12/2016 para distribuição no âmbito da Instrução CVM nº 476/09, possuindo cláusula de repactuação das condições (incluindo prazo e remuneração), repactuação que, caso não seja aceita por seus titulares, ensejará a recompra das Debêntures pela Devedora para manutenção em tesouraria, repactuação das condições em função do resultado do procedimento de *bookbuilding* previsto para a Oferta e posterior cessão à Securitizadora, que emitirá uma CCI representativa de tais títulos para constituir o lastro dos CRI.

31. Não obstante, caso os atuais titulares das Debêntures aceitem a repactuação a ser proposta pela Devedora, tais títulos não serão cedidos à Securitizadora, o que ensejará a não emissão dos CRI e a consequente revogação da Oferta, antes da obtenção de seu registro na CVM.

32. Ademais, há a previsão de que seja constituído regime fiduciário sobre as Debêntures e as CCI, ou seja, sobre os títulos que compoem o lastro dos CRI, tendo como agente fiduciário a Pentágono S.A. DTVM.

33. O fluxograma com a descrição da estrutura pretendida para a operação de securitização de que trata a Oferta encontra-se abaixo, conforme consta da última versão apresentada na CVM de seu Prospecto:



1) A Devedora cede Debêntures, que comprou no mercado secundário de terceiros investidores, para a Emissora;

2) A Emissora emite a CCI representativa dos Créditos Imobiliários por meio da Escritura de Emissão de CCI. A Emissora realiza a emissão dos CRI com lastro na CCI, conforme o disposto no Termo de Securitização, os quais serão distribuídos publicamente no mercado de capitais brasileiro pelos Coordenadores, nos termos da Instrução CVM 400;

3) Os Investidores subscrevem e integralizam os CRI;

4) Com os recursos obtidos pela venda dos CRI, observado o cumprimento das demais condições previstas no Contrato de Cessão, a Emissora realiza o pagamento do Valor da Cessão à Cedente;

5) Aperfeiçoada a cessão dos Créditos Imobiliários à Emissora, os pagamentos dos Créditos Imobiliários decorrentes da Escritura de Emissão de Debêntures serão feitos diretamente à Emissora pela Devedora; e

6) A Emissora por sua vez utilizará estes recursos para remunerar e amortizar os CRI, conforme cronograma de pagamentos da operação previsto no Termo de Securitização.

34. A partir da data de integralização dos CRI, cada série de tais títulos (149ª, 150ª e 151ª) fará jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal unitário correspondentes a, respectivamente, DI (série 149ª) e IPCA (séries 150ª e 151ª), acrescidos de sobretaxas a serem definidas em procedimento de *bookbuilding*.

35. A amortização da 149ª série de CRI será realizada em 2 parcelas iguais, enquanto que a amortização das séries 150ª e 151ª ocorrerão, respectivamente, em 3 e 13 parcelas iguais.

36. Há a previsão de que o Imóvel Lastro seja dado em garantia dos CRI, por meio de alienação fiduciária, bem como de que outras garantias sejam constituídas, como: (i) a cessão fiduciária de direitos creditórios oriundos do Imóvel Lastro; e (ii) a cessão fiduciária de Aplicação Financeira (conforme definida no Prospecto, no valor de R\$ 550 milhões).

III. Parecer PFE

“PARECER n. 00010/2017/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU

NUP: 19957.009618/2016-30

INTERESSADOS: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

ASSUNTOS: ATIVIDADE FIM

EMENTA: CRI – Certificado de Recebíveis Imobiliários – Crédito Imobiliários – Origem – Destinação – Debêntures - Crédito Corporativo -Manifestações da PFE-CVM – Possibilidade - Reembolso de valor na aquisição de imóvel pertencente à Companhia Emissora - Finalidade da Lei 9.514/97 – Não cumprimento – Vínculo Real - Emissão de CRI – Art. 8º, I, da Lei 9.514/97.

Senhor Subprocurador-Chefe da GJU-2,

Fazemos referência ao Memorando nº 8/2017-CVM/SRE/GER-1, bem como ao Parecer nº 00065/2016/GJU – 2/PFE-CVM/ PGF/AGU, juntamente com os Despachos nºs 00076/2016/GJU–2/PFE-CVM/PGF/AGU e 00322/2016/PFE – CVM/PGF/AGU, para tecer as considerações que se seguem.

I – BREVE SÍNTESE DA CONSULTA

Trata-se de pedido de registro da oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) das 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização.

Os CRI terão como lastro Debêntures, emitidas pela BR Properties S.A. (“Devedora”), sendo que os recursos captados com a oferta serão destinados ao **reembolso** do valor da compra do Imóvel Lastro.

Nos termos do citado Memorando nº 8/2017-CVM/SRE/GER-1, a operação pode ser resumida da seguinte forma:

“1. Estrutura dos CRI e Características da Oferta

10. A Oferta prevê a distribuição de até 550.000 CRI, somente para investidores qualificados, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o total de até R\$ 550.000.000,00, sob o regime de garantia firme de colocação, não havendo qualquer montante mínimo de distribuição, tendo o Banco Itaú BBA S.A. como coordenador líder (“Coordenador Líder”), com vencimento previsto para 17/03/2021, 19/03/2024 e 19/03/2030, respectivamente para as séries 149ª, 150ª e 151ª.

11. Conforme mencionamos acima, os CRI serão lastreados nas Debêntures, emitidas pela Devedora, cuja destinação dos recursos obtidos será o reembolso do valor pago na aquisição do Imóvel Lastro, que pertencem ao Fundo, cujo único cotista é a Devedora.

12. Tais Debêntures, após serem recompradas pela Devedora, serão repactuadas e cedidas à Securitizadora, que emitirá uma CCI para cada série de debênture (“CCI”) e emitirá os CRI com lastro em tais títulos.

13. Ademais, será constituído o regime fiduciário sobre as Debêntures e as CCI, ou seja, sobre os títulos que compõem o lastro dos CRI, tendo como agente fiduciário a Pentágono S.A. DTVM”.

De se ressaltar que, conforme consta no prospecto da Oferta, o Imóvel Lastro foi adquirido pela Devedora junto ao **Ventura II-A - Fundo de Investimento Imobiliário FII**, cujo único cotista é a própria Devedora. Os recursos utilizados na aquisição são provenientes da emissão das Debêntures pela Devedora junto a um terceiro investidor.

Em vista do pedido de registro formulado, a SRE apresentou os seguintes questionamentos, solicitando a manifestação desta PFE no que se refere a:

(i) à possibilidade de se estruturar uma oferta de CRI lastreado em debêntures cuja destinação dos recursos seja o "reembolso" de valor pago em transação imobiliária realizada antes da emissão dos CRI; e

(ii) à observância da presente Oferta à finalidade da Lei nº 9.514/97, especialmente no que diz respeito ao fato de o direcionamento dos recursos obtidos com a emissão dos CRI ser o reembolso de valor pago na aquisição de imóvel que já pertencia à Devedora.

Feito este breve relato, seguem as nossas considerações.

II – CRÉDITO IMOBILIÁRIO – CONCEITO – LASTRO AO CRI.

A princípio, no que toca aos aspectos conceituais relativos ao Sistema Financeiro Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários, bem como as finalidades e características próprias do referido título, nos reportamos ao Parecer nº 00065/2016/GJU – 2/PFE-CVM/ PGF/AGU, em que a matéria já foi tratada com propriedade.

Outrossim compre desde logo ressaltar o entendimento desta PFE-CVM, consolidado nos Despachos nºs 00076/2016/GJU–2/PFE-CVM/PGF/AGU e 00322/2016/PFE – CVM/PGF/AGU, no que concerne a possibilidade de que créditos corporativos seja considerados aptos a lastrear a emissão de CRIs, desde que observados determinados requisitos, exarado por ocasião da análise do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 1ª série da 5ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários – Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. – PROC. SEI 19957.000587/2016-51.

À época, a opinião exteriorizada trouxe novos contornos à definição de créditos imobiliários, os quais, em alguns precedentes, vinham sendo assim caracterizados pelo Colegiado da CVM apenas no que tocava a sua origem.

De fato, até então, se considerava crédito imobiliário (que poderia servir de lastro ao CRI) como “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**” (Processos CVM n.º RJ 2006/6905 e RJ 2007/0547).

Nada obstante, no referido Despacho nº 00076/2016/GJU–2/PFE-CVM/PGF/AGU, acompanhado pelo Despacho 00322/2016/PFE – CVM/PGF/AGU, o Subprocurador-Chefe da GJU-2, em análise à decisão do Colegiado proferida no âmbito do processo n.º RJ 2012/12177, indeferindo pedido de registro de CRI, considerou que, o fato de o indeferimento ter se dado em função do fluxo de pagamento da operação proposta **não estar relacionado aos imóveis**, mas ao fluxo de caixa da devedora, que atuava no ramo hospitalar, abria espaço para que determinado crédito fosse considerado imobiliário no que tocava à sua destinação.

Dessarte, esta PFE-CVM concluiu que, uma vez que o fluxo de pagamento da operação encontrava-se relacionado ao setor imobiliário, haja vista que a empresa devedora (Cyrela S.A.) tratava-se de companhia aberta que tinha por objeto social “a incorporação, a compra e a venda de imóveis prontos ou a construir, residenciais e comerciais, terrenos e frações ideais, a locação e administração de bens imóveis, a construção de imóveis e a prestação de serviços de consultoria em assuntos relativos ao mercado imobiliários, estando, portanto relacionado ao setor imobiliário”, não haveria óbice a que as debêntures emitidas pela companhia servissem de lastro à emissão de CRIs.

O entendimento esposado, aparentemente, foi corroborado pelo Colegiado da CVM que, por unanimidade, deliberou pelo deferimento da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414, **acompanhando a posição da área técnica consubstanciada no Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1.**

No indigitado MEMORANDO, a SRE, citando o Despacho nº 00076/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, deixou consignado que:

“46. Sobre essa questão, concordamos com o entendimento da PFE-CVM de que o fluxo de pagamento da presente operação encontra-se relacionado ao setor imobiliário, considerando o objeto social da Devedora.

47. A despeito disso, entendemos que as operações de emissão de CRI estruturadas com lastro em debêntures não podem fugir de observar os requisitos legais, dentre os quais destacamos aquele previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/97, que requer a individualização do imóvel (ou imóveis), no Termo de Securitização, ao qual estará vinculado cada um dos créditos que lastreiam os CRI.

48. Nesse modelo de CRI lastreado em debêntures, tal vinculação deve se dar por meio da destinação dos recursos obtidos com a emissão a imóveis específicos, que deverão estar devidamente identificados no Termo de Securitização.

49. O risco que se apresenta nesse tipo de estrutura é aquele proveniente da verificação posterior da efetiva destinação dos recursos provenientes da emissão dos CRI.

50. Na estrutura tradicional, onde o crédito securitizado se origina de relação contratual que tem um imóvel como objeto, não há esse risco, dado que o recurso proveniente da emissão dos CRI será destinado exatamente para adquirir esse crédito”. Grifamos.

Pois bem. Em visto do exposto, há que se registrar que a questão colocada pela área técnica no caso em exame vai ao cerne do conceito de crédito imobiliário, que diz, justamente, com a observância da finalidade da Lei 9.514/97, qual seja, a promoção do financiamento imobiliário em geral, conforme preceitua o art. 1º do referido diploma legislativo.

Dessa forma, no que toca a destinação, não basta que o objeto social da empresa emissora de debêntures esteja relacionado ao setor imobiliário, parecendo-nos inafastável a exigência, porque decorrente da própria *mens legis*, de que a dívida tenha sido assumida com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Pode-se concluir, portanto, que os créditos terão natureza imobiliária quanto à destinação, desde a dívida tenha sido contraída para o fomento do mercado imobiliário brasileiro e seu pagamento seja efetuado com recursos decorrentes da exploração do objeto social de empresa do setor imobiliário (vide item 21 do Memorando nº 8/2017-CVM/SRE/GER-1).

Revela-se insuficiente, portanto, que o objeto social da emissora encontre-se relacionado a atividades ligadas a empreendimentos imobiliários em geral para que o crédito corporativo possa servir de lastro à emissão de CRI – fato que, a princípio, atenderia ao requisito do fluxo de caixa atrelado ao setor imobiliário para pagamento do título, inclusive para limitar o risco a que estaria sujeito o investidor.

Isso porque, não se pode olvidar que, na hipótese de um crédito corporativo, sua constituição, a rigor, poderia se dar sem que houvesse qualquer vinculação ao setor imobiliário, quer no que toca à destinação, quer no que concerne ao objeto social da sociedade emissora, o que constituiria um total desvirtuamento do título.

É preciso, portanto, que a destinação dos recursos vise, efetivamente, ao fomento do setor imobiliário, até mesmo para justificar a isenção do Imposto de Renda com a qual se beneficiará a companhia.

Caso contrário, a emissão da CRI sequer se justifica, havendo instrumentos próprios para que determinada sociedade anônima se capitalize, como ocorre com a própria emissão de debêntures, que inclusive poderá se dar com esforços restritos.

Sobre o tema, vale citar, por fim, o Parecer nº 00065/2016/GJU – 2/PFECVM/ PGF/AGU, o qual, ao tecer considerações sobre a CRA, ponderou que, por se tratar de título cuja remuneração goza de isenção imposto de renda, exige-se do aplicador do direito uma criteriosa interpretação da norma jurídica, com fulcro, inclusive, no que dispõe o art. 111 do CTN e a jurisprudência pátria sobre o tema.

Ora, no caso concreto, como visto, o Imóvel Lastro foi adquirido pela Devedora junto ao **Ventura II-A - Fundo de Investimento Imobiliário FII**, cujo único cotista é a própria Devedora. Parece-nos claro, portanto, que a finalidade da operação é unicamente, transferir à titularidade da BR Properties S.A. imóvel que, a rigor, já pertencia a referida sociedade.

Nesse sentido, como bem pontua a área técnica, “para atingir o objetivo de transferir o Imóvel Lastro do Fundo à Devedora, bastava liquidar o Fundo (cujo único cotista é a própria Devedora), pagando pelas cotas com ativos (Imóvel Lastro, nesse caso)” e sujeitar-se ao pagamento do imposto de renda retido na fonte (cf. art. 35, § 3º, da Instrução Normativa da RFB nº 1585, de 31 de agosto de 2015[1]).

Constata-se, portanto, os recursos obtidos com a emissão dos CRI serão utilizados para o reembolso de valor pago na aquisição de imóvel que já pertencia à Devedora, sem qualquer contrapartida ao mercado imobiliário brasileiro, fator que inviabiliza a caracterização dos créditos corporativos que servirão de lastro à operação como imobiliários, no que toca à sua destinação.

III – VÍNCULO REAL - EMISSÃO DE CRI – ART. 8º, I, DA LEI 9.514/97.

A área técnica requer, ainda, a análise da operação sob a ótica do disposto no art. 8º, I, da Lei 9.514/97, questionando acerca da “possibilidade de se estruturar uma oferta de CRI lastreado em debêntures cuja destinação dos recursos seja o “reembolso” de valor pago em transação imobiliária realizada **antes** da emissão dos CRI”.

O art. 8º, I, da referida lei preceitua que:

“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 (...).”

Pontua a SRE, com propriedade, que a emissão da CRI no caso em análise não se vincula a qualquer imóvel ou empreendimento imobiliário, sendo certo que o vínculo exigido pela lei somente restará configurado **após** a captação de recursos, quando então serão utilizados no reembolso da compra de imóvel já adquiridos pela BR Properties S.A.

A ausência de vinculação decorre da própria estrutura da oferta que, como visto, não visa a qualquer tipo de desenvolvimento mercado imobiliário brasileiro, mas pretende, tão-somente, incorporar à titularidade dominial da Devedora imóvel que integra o patrimônio do Ventura II-A - Fundo de Investimento Imobiliário FII, gozando, para tanto, das isenções fiscais próprias da captação de recursos via CRI.

Registra-se que, nos termos da decisão do Colegiado da CVM acerca do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 1ª série da 5ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários – Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A., citada supra, restou consignado que:

“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”.

O trecho do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1, transcrito acima, segundo nos parece, trata de dois pontos distintos, quais sejam: (i) a vinculação a determinado imóvel; (ii) e o prazo para utilização dos recursos, o qual deverá ocorrer, segundo o entendimento consolidado pelo Colegiado, até a data em que perdurem as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução 414.

A vinculação e o prazo para utilização dos recursos, portanto, não se confundem: a primeira decorre da lei, constituindo norma de caráter impositivo e, como tal, não pode ser afastada pela vontade das partes; o segundo afigura-se-nos como uma exigência estipulada pelo Agente Regulador no exercício de seu poder normativo e que visa justamente ao *enforcement* da regra legal, inclusive na consideração de que os créditos que lastreiam a operação não são imobiliários quanto à origem, mas em razão de sua destinação.

No mais, entendemos que a fixação de um prazo para que se promova a utilização dos recursos mostra-se fundamental, sob pena de que a operação se transmute em uma captação de recursos, realizada em dissonância com aquilo de pretende a lei.

Pois bem. No caso concreto, observa-se que os créditos a serem não possuem, efetivamente, natureza imobiliária, quer no que toca à sua origem, quer no que toca à sua destinação, pelas razões elencadas no item precedente. Dessarte, a operação de securitização com lastro em tais créditos violaria o disposto na lei, que exige a caracterização do vínculo real no momento da emissão da CRI.

O fato de a operação visar ao reembolso de imóvel já adquirido apenas reforça a ausência de direcionamento dos recursos ao fomento do mercado imobiliário, tratando-se, como bem pontua a área técnica, de mera operação de capitalização^[2].

IV - CONCLUSÃO

Pelo exposto, concluímos pela impossibilidade de que determinado CRI seja lastreado em debêntures cuja destinação dos recursos sirva ao "reembolso" de valor pago em transação imobiliária realizada anteriormente à emissão, por afronta ao disposto no artigo 8º, I, da Lei 9.514/97.

No mais, entendemos que a oferta em análise não atende à finalidade da Lei nº 9.514/97, haja vista que os recursos obtidos com a emissão dos CRI serão utilizados para o reembolso de valor pago na aquisição de imóvel que já pertencia à Devedora, sem qualquer contrapartida ao mercado imobiliário brasileiro.

É o parecer, s.m.j.

À consideração superior.

Rio de Janeiro, em 21 de fevereiro de 2017.

LUCIANA SARAIVA SCHIAVONI MILLER

Procuradora Federal

“DESPACHO n. 00017/2017/GJU 2/PFECVM/PGF/AGU

NUP: 19957.009618/201630

INTERESSADOS: COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS CVM

ASSUNTOS: ATIVIDADE FIM

De acordo com os termos do **PARECER n. 00010/2017/GJU 2/PFECVM/PGF/AGU**.

À SRE.

Rio de Janeiro, 22 de fevereiro de 2017.

CELSON LUIZ ROCHA SERRA FILHO

ProcuradorChefe em exercício

IV. Alegações da Ofertante

37. A Ofertante encaminhou o Recurso à CVM em 16/02/2017, por meio do qual apresentou suas alegações quanto ao tema em tela nos seguintes termos:

“Prezados Senhores:

Banco Itaú BBA S.A., instituição financeira com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Brigadeiro Faria Lima, n.º 3.500, 1º, 2º, 3º (parte), 4º e 5º andares, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º 17.298.092/0001-30, neste ato representada na forma do seu Estatuto Social (“Itaú BBA” ou “Coordenador Líder”) e RB Capital Companhia de Securitização, sociedade anônima com registro de companhia aberta perante a CVM sob o n.º 18406, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Amauri, n.º 255, 5º andar (parte), Jardim Europa, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º 02.773.542/0001-22, com seu estatuto social registrado na Junta Comercial do Estado de São Paulo (“JUCESP”) sob o NIRE 35.300.157.648 (“Emissora” ou “Securitizadora” e, em conjunto com o Coordenador Líder, “Recorrentes”), no âmbito da Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários das 149ª, 150ª e 151ª da 1ª (primeira) Emissão da Emissora (“Oferta”), vêm, respeitosamente, pela presente, com base na Deliberação CVM n.º 463, de 25 de julho de 2003, conforme em vigor (“Deliberação CVM 463”), interpor **RECURSO, com pedido de efeito suspensivo**, em face das exigências formuladas pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE (“SRE”), constante do **item 2.1** do Ofício n.º 28/2017/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício Material Publicitário”) e dos **itens 3.7.1 e 4.1** do Ofício n.º 33/2017/CVM/SRE/GER-1 (“Ofício Vícios Sanáveis”) e, em conjunto com o Ofício Material Publicitário, “Ofícios”, com base nas razões de fato e de direito abaixo apresentadas.

I – TEMPESTIVIDADE

I. A Emissora e o Coordenador Líder receberam o Ofício Material Publicitário em 3 de fevereiro de 2017 e o Ofício Vícios Sanáveis em 9 de fevereiro de 2017. Portanto, o recurso ora interposto é tempestivo, uma vez que foi respeitado o prazo regulamentar aplicável de 15 (quinze) dias estabelecido no item 1 da

acima.

g. Aperfeiçoada a cessão dos Créditos Imobiliários à Emissora, os pagamentos dos mesmos serão feitos diretamente à Emissora pela Devedora e a Emissora, por sua vez, utilizará estes recursos para remunerar e amortizar os CRI, conforme cronograma de pagamentos da operação previsto no Termo de Securitização.

4. Esta D. CVM analisou a estrutura acima proposta e, em 19 de janeiro de 2017, enviou à Emissora e ao Coordenador Líder o primeiro ofício de exigências da Oferta ("Ofício de Exigências").

5. Dando seguimento à Oferta, em 26 de janeiro de 2017:

(i) os questionamentos formalizados por meio do Ofício de Exigências foram respondidos e os respectivos documentos com as alterações pontuais solicitadas foram protocolados junto a essa D. CVM;

(ii) o Aviso ao Mercado da Oferta foi disponibilizado juntamente com o Prospecto Preliminar, na forma do artigo 54-A da Instrução CVM 400, nos websites da Emissora, dos Coordenadores, da CETIP, da BM&FBOVESPA e da CVM; e

(iii) conforme o cronograma da Oferta previsto no Aviso ao Mercado, foram iniciadas as apresentações de roadshow da Oferta.

6. Em 2 de fevereiro de 2017, teve início o período de reserva dos CRI, o qual se encerrou em 10 de fevereiro de 2017 para Pessoas Vinculadas e encerrar-se-á no dia 21 de fevereiro de 2017 para os demais investidores.

7. Contudo, em 3 de fevereiro de 2017, o Coordenador Líder e a Emissora receberam o Ofício Material Publicitário, com a exigência abaixo transcrita em seu item 2.1:

"2.1. Em resposta ao item 2.2.5 do Ofício nº 12/2017/CVM/SRE/GER-1, bem como da leitura de toda a documentação da Oferta, é possível verificar que a operação de emissão de CRI pretendida essencialmente se estrutura por meio de emissão de nova dívida corporativa, cuja "Devedora" será a BR Properties S.A., sendo que a destinação dos recursos obtidos será a aquisição de um imóvel que indiretamente já pertence à Devedora.

Considerando o exposto acima, entendemos que a operação em questão não atende aos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Sendo assim, caso pretenda prosseguir com a Oferta, solicitamos apresentar documentação atualizada, na qual seja possível verificar que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI atenda aos objetivos da Lei nº 9.514/97, conforme acima."

8. O Ofício Material Publicitário foi respondido pelo Coordenador Líder e pela Emissora em 6 de fevereiro de 2017, tendo sido apresentados a V.Sas. argumentos que, a nosso ver, fundamentam a conclusão de que os CRI objeto da Oferta têm como lastro financiamento imobiliário contratado através das Debêntures emitidas pela Devedora, cujos recursos foram utilizados – após a emissão e integralização das Debêntures – para aquisição do Imóvel pela Devedora. Conforme demonstrado na resposta do Ofício Material Publicitário, a operação que lastreia os CRI promove o financiamento imobiliário em geral preenchendo, a nosso ver, indubitavelmente, todos os requisitos necessários para a emissão dos CRI com lastro nos créditos imobiliários decorrentes das Debêntures representados pelas CCI.

9. Não obstante, o Coordenador Líder e a Emissora receberam o Ofício Vícios Sanáveis, o qual reiterou a exigência feita através do Ofício Material Publicitário, bem como acrescentou uma nova exigência relativa à destinação dos recursos decorrentes da integralização das Debêntures, nos seguintes termos:

"3.7.1 Da leitura de toda a documentação da Oferta, bem como da documentação enviada em resposta ao Ofício nº 04/2017/CVM/SRE/SEP de 19/01/2017, é possível verificar que a operação de emissão de CRI pretendida essencialmente se estrutura por meio de emissão de nova dívida corporativa, cuja "Devedora" será a BR Properties S.A., sendo que a destinação dos recursos obtidos será o reembolso de valor pago pela aquisição de um imóvel que indiretamente já pertencia à Devedora.

Considerando o exposto acima, entendemos que a operação em questão não atende aos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Sendo assim, caso pretenda prosseguir com a Oferta, solicitamos apresentar documentação atualizada, na qual seja possível verificar que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI atenda aos objetivos da Lei nº 9.514/97, conforme acima."

[...]

"4.1. Da leitura do Prospecto e dos demais documentos da Oferta, em conjunto com a escritura pública de compra e venda do Imóvel Lastro, depreende-se que a destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI será o "reembolso" do valor pago na aquisição do referido imóvel, que se deu em 27/12/2016. Sobre esse ponto, entendemos que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI lastreados em debêntures, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deverá ocorrer após a emissão dos CRI (operações futuras), não cabendo utilizar tais recursos como 'reembolso' de transações imobiliárias passadas. Por conta disso, solicitamos adequar a documentação da Oferta de modo que a mesma passe a observar o entendimento em questão."

10. Diante das exigências apresentadas nos Ofícios, fez-se necessário apresentar o presente Recurso fundamentado nas razões a seguir expostas.

IV – OBJETIVOS DA LEI N.º 9.514/97

Breve Introdução – A Lei nº 9.514/97

11. Inicialmente, é importante tecer breves comentários sobre a Lei n.º 9.514/97, na medida em que a falta de atendimento ao objetivo dessa lei foi apontada por esta D. Comissão como um óbice para o seguimento da Oferta.

12. Como é do conhecimento de V.Sas., a Lei n.º 9.514/97 foi editada em importante momento do mercado financeiro e imobiliário brasileiro, com o objetivo de fomentar o mercado imobiliário gerando novas formas de captação de recursos adicionais ao Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e ao Fundo Garantidor de Tempo de Serviço, os quais servem de base para o Sistema Financeiro de Habitação.

13. Neste cenário de escassez de recursos, criou-se um novo marco regulatório por meio do qual visava fomentar não apenas a habitação, mas sim o mercado imobiliário em geral.^[3] inclusive os empreendimentos de base imobiliária.^[4] Naquela época, o mercado imobiliário ansiava por instrumentos de captação de recursos para empreendimentos imobiliários em geral e não só para empreendimentos habitacionais, haja vista a falta de alternativas de funding para empreendimentos de base imobiliária.^[5]

14. Assim, introduziu-se no ordenamento jurídico pátrio dois instrumentos que revolucionaram a forma de concessão de financiamentos envolvendo imóveis no Brasil. São eles:

(i) a alienação fiduciária de bem imóvel, que já integrava nosso ordenamento jurídico quanto aos bens móveis e foi regulamentada na Lei n.º 9.514/97 para atender aos anseios do mercado financeiro por um instrumento mais célere, seguro e moderno para constituição de garantias em operações envolvendo bens imóveis;^[6] e

(ii) os certificados de recebíveis imobiliários, que introduziram no ordenamento pátrio instrumento há muito já utilizado em outras jurisdições para viabilizar o acesso da poupança popular a operações lastreadas em negócios imobiliários, por meio do mercado de capitais. Para tanto, foram também criadas as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, as quais operam mediante aquisição de créditos imobiliários e vinculação a uma emissão de valores

mobiliários, portanto securitizando tais créditos imobiliários e colocando os mesmos para negociação no mercado financeiro e de capitais.

Requisitos dos CRI nos termos da Lei 9.514/97

15. Ao criar os CRI, a Lei n.º 9.514/97 limitou-se a dispor que o CRI é um título de crédito lastreado em créditos imobiliários, sem sua conceituação, e estabeleceu, de maneira numerus clausus: (i) as características que os CRI devem possuir;^[7] e, também, (ii) os elementos que devem constar do Termo de Securitização^[8] através do qual os créditos imobiliários serão vinculados à emissão dos CRI.

16. A nosso ver, tanto as características dos CRI quanto do Termo de Securitização foram devidamente atendidas nos documentos da Oferta, e podem ser verificados nos documentos já apresentados e analisados por essa D. Comissão.

Natureza dos Créditos Imobiliários Utilizados como Lastro da Oferta e Possibilidade de sua Utilização como Lastro

17. Conforme já mencionado, o lastro dos CRI objeto da Oferta são as Debêntures emitidas pela Devedora. Nesse aspecto, cumpre relembrar que além de a destinação dos recursos oriundos das Debêntures ter sido essencialmente imobiliária (i.e., a aquisição do Imóvel), a Devedora é notória e tradicionalmente uma companhia atuante no mercado imobiliário brasileiro, conforme seu objeto social abaixo transcrito:

"Artigo 3º - Objeto Social. A Companhia tem por objeto social (i) a compra, venda e incorporação de imóveis comerciais prontos ou a construir; (ii) a administração de imóveis próprios ou de terceiros; (iii) o arrendamento, exploração comercial, locação e sublocação de imóveis comerciais próprios ou de terceiros, incluindo imóveis comerciais construídos sob medida (built-to-suit) pela Companhia; (iv) a prestação de serviços de consultoria de negócios; e (v) a participação em sociedades, associações, fundos de investimento imobiliário ou fundos de investimento em participações."

18. Ora, indubitável é que a emissão das Debêntures possui finalidade essencialmente imobiliária, dando origem aos Créditos Imobiliários que seriam vinculados aos CRI. Esta D. Comissão, inclusive, já se manifestou diversas vezes nesse sentido em operações semelhantes, tendo consignado que os CRI podem ter como lastro debêntures cuja destinação dos recursos captados seja imobiliária, além de terem delineado os elementos que devem estar presentes em operações de securitização imobiliária.

19. Um dos aspectos já analisados nesse contexto foi a possibilidade da emissão de CRI tendo como lastro debêntures emitidas por companhia, cujo objeto seja, de alguma forma, relacionado ao mercado imobiliários, de modo que o risco de crédito será baseado no seu core business. Tal possibilidade foi asseverada no Memorando n.º 84/2016-CVM/SRE/GER-1, datado de 11 de agosto de 2016 ("Memorando CVM 84") e no Memorando n.º 4/2017-CVM/SRE/GRE-1 datado de 18 de janeiro de 2017 ("Memorando CVM 4"), que consignaram que o vínculo imobiliário de tais operações decorre da destinação dos recursos captados através das debêntures emitidas.^[9] No âmbito do Memorando CVM 84, foi proposto, ainda, pela SRE 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 n.º 9.514/1997, deva ocorrer até a data de vencimento dos CRI (...)".

20. Ora, a Oferta trazida à análise de V.Sas. apresenta claramente o vínculo imobiliário exigido por V.Sas. Essa vinculação é demonstrada com clareza na Cláusula 4.1 da Escritura de Emissão de Debêntures, que estabeleceu como destinação dos recursos captados a aquisição do Imóvel pela Devedora.

21. Em suma, a nosso ver, é inquestionável que o lastro utilizado na Oferta está enquadrado dentro das modalidades de lastro passíveis de utilização em operações desta natureza. Inquestionável também é o fato da operação de emissão de debêntures representar um financiamento. Em suma, estamos diante de um financiamento para aquisição de um imóvel – i.e., um financiamento imobiliário.

Da Ausência de Delimitação do Campo de Utilização de Instrumentos Criados pela Lei n.º 9.514/97

22. Em que pese sequer estar sob questionamento o fato da operação utilizada como lastro dos CRI objeto da Oferta caracterizar financiamento imobiliário clássico, é importante destacar dois aspectos – apenas para atentar para a abrangência e inexistência de limitação para a utilização dos instrumentos criados através da Lei n.º 9.514/97.

23. O primeiro deles é o fato de que operações utilizadas como lastro de securitizações imobiliárias são, inúmeras vezes, decorrentes de negócios jurídicos que não revestem a natureza de "financiamento imobiliário". Exemplo muito claro são os inúmeros CRI emitidos no mercado brasileiro tendo como lastro alugueis pactuados em contratos de locação. É óbvio que um contrato de locação não é, na acepção técnica do termo, um financiamento imobiliário. E nem por isso se questiona a possibilidade de emissão de CRI lastreados em alugueis. Pelo contrário, celebra-se tal fato e se considera os alugueis uma espécie clássica de lastro de operações de securitização imobiliária.

24. O entendimento não poderia ser outro, tendo em vista que a Lei n.º 9.514/97 preconiza que os CRI são lastreados em "créditos imobiliários". E os contornos desse termo já vêm há muito sendo lapidados pelo mercado sob os auspícios cuidadosos desta D. Comissão. Neste sentido, existem diversas correntes para a definição do que seja crédito imobiliário para fins da referida lei, sendo que:

"a expressão crédito imobiliário pode ser entendida restritivamente, no sentido de que só os créditos oriundos da comercialização de imóveis podem ser securitizados, (...) que, de certa maneira, estão associadas à ideia da comercialização de imóveis. Pode-se também entender, diferentemente, que a expressão crédito imobiliário compreende todo e qualquer crédito vinculado a direito real imobiliário, sobretudo direito real de garantia, de modo que seria considerado crédito imobiliário um empréstimo não destinado à produção ou à comercialização de imóveis, mas que tivesse garantia real imobiliária. Há quem não vê a existência de vínculo real como elemento essencial da qualificação, de modo o que pode ser qualificado como crédito imobiliário o direito do locador oriundo de um contrato de locação de imóvel ou o crédito do promitente vendedor de imóvel."^[10]

25. O segundo aspecto digno de nota é que o outro importante instrumento criado através da Lei n.º 9.514/97, em especial após a instrução da Lei n.º 10.931/04, a alienação fiduciária de imóvel, também se presta a ser utilizada em operações que não caracterizam "financiamentos imobiliários" propriamente ditos. Diz-se isso porque o instituto da alienação fiduciária de imóveis é amplamente utilizado como garantia em operações de financiamento que nada tem a ver com o setor imobiliário.

26. Em outras palavras, no contexto mais amplo da Lei n.º 9.514/97, o contato com a área imobiliária, muitas das vezes, está limitado ao fato de um imóvel ser o objeto da garantia real constituída em favor do credor.^[11] Mas o financiamento pactuado, o tomador dos recursos ou mesmo a destinação dos fundos captados, pode nada ter a ver com o setor imobiliário. Por exemplo, um financiamento para capital de giro de uma empresa atuante no setor de energia elétrica que tenha como garantia um bem imóvel de propriedade da tomadora dos recursos. Nesse caso, o devedor não é do setor imobiliário, os recursos captados não serão utilizados no setor imobiliário e, sem dúvida, é razoável dizer que o setor imobiliário não será, nem de forma indireta, estimulado por tal operação. Mas nem por isso se questiona a possibilidade de realização da mesma ou da utilização de um instrumento também criado pela mesma Lei n.º 9.514/97 (a alienação fiduciária de bem imóvel) no seu contexto.

27. Repetindo o já dito acima, em que pese o fato da operação utilizada como lastro dos CRI objeto da Oferta caracterizar financiamento imobiliário clássico – e, portanto, estar expressamente enquadrada no objetivo imediato da Lei n.º 9.514/97, as considerações apresentadas neste item têm apenas o intuito de ilustrar que a utilização dos instrumentos criados pela Lei n.º 9.514/97 não está adstrita a operações em que seja estimulado o desenvolvimento do financiamento imobiliário em geral, e muito menos do mercado imobiliário brasileiro.

Da Inexistência de Impedimento de que Operações Realizadas dentro do mesmo Grupo Econômico sejam Utilizadas como Lastro de Certificados de Recebíveis Imobiliários

28. No que diz respeito ao ponto mencionado nos Ofícios, de que os recursos obtidos com a Oferta serão utilizados na aquisição de um Imóvel que indiretamente já pertence à Devedora, vale tecer as seguintes considerações.

29. Conforme descrito na resposta apresentada a essa r. Comissão em 26 de janeiro de 2017, a operação de compra e venda do Imóvel, financiada através das Debêntures, tem como partes a Devedora, como compradora, e o FII Ventura, como vendedor.

30. O FII Ventura é um fundo de investimento imobiliário constituído na forma da Lei n.º 8.668, de 25 de junho de 1.993, conforme em vigor ("Lei n.º 8.668/93"), e da

Instrução CVM 472, de 31 de outubro de 2008, conforme em vigor ("Instrução CVM 472"), administrado e gerido pelo BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM. Inquestionável que tal fundo é um veículo de investimento, titular de direitos e obrigações, que se presta a realizar aplicações em empreendimentos imobiliários, nos termos da Lei n.º 8.668/93, da Instrução CVM 472 e de outras regulamentações aplicáveis a fundos de investimento imobiliário editadas por esta r. Comissão. Ou seja, não se discute o fato do FII Ventura ser um veículo de investimento dotado de regras próprias e com atuação regulamentada pelas autoridades competentes para tanto.

31. O Imóvel foi adquirido pelo FII Ventura em agosto de 2010, época em que tinha como únicos cotistas a Devedora e o Banco BTG Pactual S.A., na proporção de 50% cada um.

32. Assim, vemos que o Imóvel integrou o patrimônio do FII Ventura por aproximadamente 7 anos, período no qual o FII Ventura executou seus objetivos e operações na forma permitida pela regulamentação em vigor e nos termos previstos no seu regulamento, agindo como proprietário do Imóvel para todos os fins, ou seja, celebrando contratos de locação, pagando tributos, zelando pela manutenção do Imóvel, etc. Enfim, exercendo todos os direitos e cumprindo todas as obrigações inerentes a um proprietário de bem imóvel.

33. Assim, não nos parece que, no momento em que o FII Ventura decide alienar o Imóvel para uma outra sociedade, devamos questionar o fato do mesmo ter, nesse momento, a Devedora como única cotista, como se não houvesse independência entre as duas entidades que figuram como parte da operação de compra e venda do Imóvel.

34. Conforme mencionado no item 3 acima, da mesma forma que todos os outros atos praticados pelo FII Ventura ao longo desses quase 7 anos, a compra e venda seguem todos os requisitos legais que se impõem para sua realização – celebrada por escritura pública, com representação legal de cada uma das partes na forma de seus documentos constitutivos, com registro da transferência de propriedade na matrícula do Imóvel, pagamento de emolumentos na lavratura da escritura de compra e venda, pagamento de ITBI no valor de R\$11.000.000,00 (onze milhões de reais), dentre outras formalidades pertinentes, conforme demonstramos em respostas aos Ofícios, nas quais anexamos a documentação comprobatória de nossa fundamentação.

35. Reiteramos, ainda, que tal compra e venda foi realizada a valor de mercado, observando o valor justo pelo qual o Imóvel era contabilizado no patrimônio do FII Ventura, observando a Instrução CVM 516, cujo valor foi ainda corroborado pelo laudo de avaliação constante como anexo XVIII ao Prospecto Preliminar.

36. Mas não obstante o cumprimento de todas as formalidades aplicáveis, apegam-se os Ofícios à alegação de que a operação imobiliária em comento é uma aquisição de imóvel que indiretamente já pertence à Devedora. A nosso ver, é necessário considerar a independência dos veículos constituídos sob a forma de fundo de investimento imobiliário – ressaltando-se, inclusive, que inicialmente as cotas do FII Ventura eram detidas pelo Devedora e o Banco BTG Pactual S.A., na proporção de 50% cada um – na maneira regulada por essa r. Comissão, bem como todas as medidas tomadas no âmbito da compra e venda que garantiram publicidade à operação, bem como uma negociação efetuada em parâmetros de mercado.

37. Com efeito, o fato do veículo em questão ser um fundo de investimento imobiliário não deveria merecer tratamento diferente da hipótese de operações envolvendo outras espécies de veículos de investimento, tal como ocorre com as sociedades de propósito específico controladas por um mesmo grupo econômico.

38. Sobre esse aspecto, nos causa reflexão se o Ofício tem por objetivo estabelecer que operações realizadas por veículos pertencentes ao mesmo grupo econômico não podem ser utilizadas como lastro em operações de securitização – em que pese o grande número de tais operações já existentes no mercado e também ainda por vir, ou mesmo se a intenção seria, de fato, estabelecer alguma restrição à realização de operações entre partes relacionadas em geral. Em nossa análise, inexistiu tal tipo de vedação na legislação pertinente, sendo que, inclusive, caso a venda tivesse sido realizada para parte não relacionada da Devedora, os recursos e/ou direitos oriundos da venda do Imóvel continuariam dentro do grupo econômico da Devedora e passíveis também de serem cedidos e/ou securitizados.

39. Tal como ocorre na presente Oferta, podemos encontrar alguns precedentes (abaixo relacionados) de emissões de certificados de recebíveis imobiliários aprovadas, ao nosso ver de forma extremamente técnica e correta por essa r. Comissão, que têm como lastro operações entre empresas ou fundos de investimento integrantes do mesmo grupo econômico cujo efeito foi a transferência de algum direito real (seja posse, cessão do direito de superfície ou propriedade).

40. Com base nos precedentes que listamos no Anexo I e de outras operações já aprovadas por essa r. Comissão, entendemos que a presente Oferta possui todas as características necessárias para seu enquadramento no âmbito da Lei n.º 9.514/97, quais sejam:

(i) os recursos das Debêntures, conforme a cláusula 5 da Escritura de Emissão de Debêntures, visaram a aquisição de imóveis, sendo tais imóveis de propriedade de um fundo de investimento imobiliário. Analogamente e em adição ao já fundamentado nas respostas ao item 2.2.5 do Ofício de Exigências, poderemos verificar em alguns precedentes abaixo que a legitimidade da transferência de imóvel intra grupo na constituição do lastro foi o suficiente para que esta r. Comissão considerasse a operação adequada aos propósitos da Lei n.º 9.514/97; e

(ii) o lastro da operação de que ora se trata são debêntures emitidas por uma empresa do segmento imobiliário que tem como objeto (a) a compra, venda e incorporação de imóveis comerciais prontos ou a construir; (b) a administração de imóveis próprios ou de terceiros; (c) o arrendamento, exploração comercial, locação e sublocação de imóveis comerciais próprios ou de terceiros, incluindo imóveis comerciais construídos sob medida (built-to-suit); (d) a prestação de serviços de consultoria de negócios; e (e) a participação em sociedades, associações, fundos de investimento imobiliário ou fundos de investimento em participações. De tal forma, conforme mencionado acima, assim como já foi analisado e aprovado por essa r. Comissão em precedentes recentes (vide Memorando CVM 84 e Memorando CVM 4), as debêntures emitidas por uma empresa do ramo imobiliário são passíveis de vinculação a certificados de recebíveis imobiliários.

41. Adicionalmente, a apresentação dos precedentes abaixo tem como propósito demonstrar para essa D. Comissão que a Oferta de que se trata não difere de outros casos já analisados e aprovados, inclusive, recentemente, conforme Anexo I a este Recurso.

Inexistência de Exigência Legal para que os Recursos Captados através de CRI sejam Gastos no Custeio de Despesas relacionadas a Fornecedores ou Prestadores de Serviço Atuantes no Setor Imobiliário

42. Não obstante existirem diversos exemplos de operações de securitização nas quais os recursos captados serão gastos no custeio de despesas relacionadas a fornecedores ou prestadores de serviço atuantes no setor imobiliário (i.e., despesas com construção e/ou manutenção de imóveis), não nos parece haver qualquer obrigatoriedade neste sentido na legislação ou na regulamentação aplicável.

43. Efetivamente, os lastros clássicos de emissão de CRI – compra e venda de imóvel, financiamento imobiliário e locação – não se revestem de tal característica. Isso porque, na compra e venda e no financiamento imobiliário, os recursos ficam circunscritos à operação de compra e venda em si; e na locação os recursos são utilizados pelo locador (que capta os recursos) para qualquer finalidade que o mesmo queira – sem qualquer necessidade de estimular participantes do setor imobiliário.

44. Portanto, esse aspecto também não nos parece ser um óbice à operação pretendida através da Oferta.

Atendimento aos objetivos da Lei n.º 9.514/97

45. Por fim, após a análise de cada um dos aspectos acima, voltamos agora ao caso concreto objeto da exigência formulada nos Ofícios, que seria o suposto não atendimento do objetivo da Lei n.º 9.514/97, descrito como nos Ofícios: "promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro".

46. O Ofício menciona dois elementos (i) promover o financiamento imobiliário em geral; e (ii) estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

47. Com a devida vênia, a Lei n.º 9.514/97 estabelece em seu artigo 1º que "O Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI **tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral**, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos." (grifamos).

48. Ou seja, o segundo item a que se apegam os Ofícios, "estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro", não é um objetivo consignado na Lei n.º 9.514/97 – e não o é porque o desenvolvimento do mercado imobiliário é uma consequência da promoção do financiamento imobiliário em geral e das diversas outras medidas implementadas pelo Governo para o setor.

49. Diante dos elementos presentes na Oferta e conforme já explorado acima, é inegável que a mesma caracteriza um "financiamento imobiliário", pois trata-se de captação de recursos empregados na aquisição de um imóvel. Sem qualquer reparo, é essa a definição clássica de financiamento imobiliário. E, portanto, é também

inegável que está sendo atingido o objetivo expressamente consignado na Lei n.º 9.514/97 de "promover o financiamento imobiliário em geral". Note-se que a citada lei ainda emprega o termo "em geral" – ou seja, sem qualquer restrição de natureza. Neste sentido, voltamos à contextualização do financiamento imobiliário mencionada acima, sendo que por meio desse marco regulatório, além de financiar a habitação, foi permitido gerar uma forma de funding para empreendimentos comerciais, seja para comercialização ou para sua exploração (os empreendimentos de base imobiliária acima referidos).^[12]

V – INEXISTÊNCIA DE NOVA DÍVIDA CORPORATIVA

50. Outro ponto de questionamento constante dos Ofícios e acima mencionado refere-se ao entendimento de que, na operação pretendida, ocorre uma "emissão de nova dívida corporativa cuja 'Devedora' será a BR Properties". A nosso ver, tal afirmação não prospera conforme explicitado a seguir:

51. A única dívida existente – e que continuará existindo – durante a vigência dos CRI será aquela decorrente das Debêntures emitidas em 7 de dezembro de 2016, cuja devedora é a BRPR. Importante ressaltar que tanto a Repactuação quanto a recompra das Debêntures pela BRPR em virtude da eventual não aceitação da Repactuação pelos atuais debenturistas são mecanismos já previstos na própria Escritura de Emissão de Debêntures desde a data de sua contratação e cuja implementação não acarreta, em nenhuma hipótese, a extinção da dívida ou a novação originalmente representada por tais Debêntures.

52. Nesse sentido, ressaltamos que a própria Lei n.º 6.404/76, no parágrafo terceiro de seu artigo 55,^[13] prevê que as Debêntures poderão ser adquiridas pela própria Companhia. Importante frisar que não se trata das hipóteses de (i) vencimento, (ii) amortização ou (iii) resgate das debêntures. Tais hipóteses são tratadas em dispositivos distintos da legislação, dado que são atos jurídicos diversos e produzem efeitos jurídicos também diferentes. Com efeito, a própria Lei n.º 6.404/76 reservou palavras distintas para cada uma de tais hipóteses: quando quis dizer vencimento, assim o fez. Quando quis dizer amortização, igualmente assim o fez. Quando quis dizer resgate, esse termo foi utilizado. E, por fim, quando quis dizer quisição, foi esse o termo empregado.

53. Aqui, como em qualquer exercício de hermenêutica jurídica, vale o princípio de que "verba cum effectu, sunt accipienda" – ou seja, "as palavras devem ser entendidas com efeito"; e, portanto, o **legislador não utiliza palavras inúteis**. E se usou a palavra "adquirir" em dispositivo distinto dos demais, é porque trata-se de fenômeno jurídico diferente que não pode ser confundido com outros que provocam a extinção dos títulos emitidos.

54. Diante disso, exercendo a faculdade legal de adquirir as debêntures por ela própria emitidas, a Devedora assim estruturou a Oferta, prevendo que as Debêntures seriam por ela adquiridas e mantidas em tesouraria caso a Repactuação não fosse aceita pelos titulares das mesmas e, ato contínuo, daria seguimento à securitização dos créditos imobiliários por elas representados com a cessão das Debêntures para a Securitizadora. Essa é uma prática tão comum no mercado brasileiro que a BM&FBOVESPA, ao apresentar as principais características das debêntures aos emissores e outros agentes de mercado, previu que "A escritura de emissão pode conter cláusula de repactuação, que significa renegociar as condições acertadas com os debenturistas, de forma a adequar as características dos títulos às condições de mercado. Caso os investidores não aceitem as novas condições propostas pela empresa, esta terá de adquirir as debêntures. As debêntures, uma vez adquiridas, podem ser canceladas ou permanecer em tesouraria (fora de circulação). Neste caso, a empresa poderá posteriormente recolocá-las no mercado para outros investidores."^[14]

55. Naturalmente, tal aquisição e manutenção em tesouraria seguida da subsequente cessão para a Securitizadora não provoca a extinção das Debêntures – requisito esse necessário para que se caracterizasse uma nova emissão ou, conforme termo utilizado por esta r. CVM, a emissão de uma "nova dívida corporativa". Ora, a própria Superintendência Jurídica da CVM (atual Procuradoria Federal Especializada) esclareceu, já em 1982, que "a recolocação das debêntures, que se conservam em carteira, não configura uma nova emissão".^[15] Na mesma linha, em 2011, quando instada a se manifestar no âmbito da Audiência Pública SDM n.º 01/11,^[16] em resposta à sugestão da Confederação Nacional das Instituições Financeiras – CNF e da Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA de que fosse esclarecido que "a emissora que recomprar suas debêntures poderá recoloca-las no mercado", a CVM manifestou-se no sentido de ser desnecessário esse esclarecimento, por ser pacífica a possibilidade de renegociação das debêntures recompradas, conforme segue: "A CVM entende desnecessário tal esclarecimento no texto da lei, tendo em vista que, inexistente qualquer vedação, sendo pacífica a possibilidade de a emissora negociar no mercado as debêntures recompradas."^[17]

56. Com efeito, a emissão de uma nova dívida pressupõe a extinção da anterior. A extinção de uma obrigação ocorre, como já pontificava o ilustre Professor Caio Mário da Silva Pereira,^[18] através do pagamento (incluindo aí qualquer de suas modalidades especiais: pagamento em consignação, pagamento com sub-rogação, imputação em pagamento e dação em pagamento) ou através de uma das formas de extinção da obrigação sem pagamento (que abrangem a novação, a compensação, a confusão e a remissão).

57. Sem alongar mais do que o necessário o raciocínio, nenhuma das hipóteses de extinção de obrigação acima mencionadas está presente no caso em tela, senão vejamos:

(i) pagamento e suas modalidades não há, pois a aquisição das Debêntures ocorre com base no exercício da possibilidade já contemplada na própria Escritura de Emissão de Debêntures;

(ii) novação também não ocorre, pois não há novação sem a vontade de novar, expressa ou tácita, mas inequívoca, como dispõe o artigo 361 do Código Civil. Não existe "novação tácita", constituindo este pressuposto um traço fundamental para a configuração do instituto. O que importa para a caracterização do referido pressuposto, é que se defina na forma juridicamente prevista, "que tenha havido e entrado no mundo jurídico a vontade de novar".^[19] tanto assim que, segundo determina o artigo 361 do Código Civil, não havendo ânimo de novar, a segunda obrigação simplesmente confirma a primeira.

(iii) compensação não se caracteriza por não haver, neste caso, duas pessoas ocupando, ao mesmo tempo, a posição de credor e devedor uma da outra – como exige o artigo 368 do Código Civil. Nessa linha, Pontes de Miranda, de maneira clara e objetiva, discorre que "havendo entre duas pessoas obrigações de pagamento recíprocas, se há de entender que se extinguíram"^[20] – o que claramente não é o caso da operação em comento. O Superior Tribunal de Justiça também já se manifestou a respeito, consignando que "é pressuposto do instituto da compensação a existência de reciprocidade das obrigações ou de bilateralidade de créditos. A evidente ausência de reciprocidade ou de bilateralidade de créditos impede a compensação";^[21]

(iv) confusão muito menos, pois para que seja configurada seria necessário que credor e devedor se confundissem na mesma pessoa, reunindo crédito e a dívida na mesma pessoa – conforme artigo 381 do Código Civil. Mais uma vez aqui vale citar Pontes de Miranda, que define com precisão os contornos do instituto: "Se o crédito e a dívida se reúnem na mesma pessoa, isto é, se a mesma pessoa, que era devedor, passa a ser também credor, ou a que era credor passa a ser devedor, extingue-se, de regra, a relação jurídica pelo princípio de que ninguém pode ser credor e devedor de si mesmo, uma vez que o fim foi obtido".^[22] Na mesma linha já se manifestou a própria CVM, ao avaliar a possibilidade de aquisição de debêntures para posterior recolocação no mercado pela companhia emissora, conforme externado pela então Superintendência Jurídica da CVM (atual Procuradoria Federal Especializada), por meio do Parecer/CVM/SJU/Nº 074/82, conforme segue: "A recolocação das debêntures no mercado pela companhia emissora é possível nos termos da lei cambial, porque as debêntures constituem títulos de crédito que incorporam o direito literal e autônomo neles afirmado, cujo reendosso ao emitente não opera a confusão, antes do seu vencimento." Ou seja, parece-nos claro que, ao adquirir suas próprias debêntures para manutenção em tesouraria, a Devedora exerce direito expressamente previsto em lei especial que regula as sociedades por ações, e, portanto, não passa a ocupar a posição de credora de si própria. Não se opera, portanto, a confusão patrimonial que é causa extintiva de obrigações.

(v) remissão, por fim, também não há, pois tal instituto pressupõe um ato de liberação do credor, sem receber pagamento, conforme regulado no artigo 385 do Código Civil. A caracterização da remissão pressupõe a "renúncia efetuada pelo credor, que, espontaneamente, abre mão de seus direitos (...) colocando-se na impossibilidade de exigir-lhes o respectivo cumprimento".^[23] fato que, claramente, não ocorre no caso em tela.

58. Em resumo, cada uma das hipóteses acima requer o preenchimento de determinados requisitos para que sejam caracterizadas – e nenhuma delas é verificada quando uma sociedade por ações adquire debêntures de sua própria emissão e as mantém em tesouraria para posterior revenda.

59. Ou seja, carece de fundamentação legal a alegação de que a cessão das Debêntures para a Securitizadora representaria a emissão de uma "nova dívida", pois isso pressupõe a extinção da anterior. Como tal extinção não ocorreu no caso concreto, conforme acima demonstrado, para se admitir que a alegação formulada na exigência ora atacada é verdadeira, seria forçoso considerar que a Devedora, na realidade, duplicou sua dívida – pois a primeira (Debêntures) não foi extinta e uma nova teria sido emitida.

60. Negar os fatos nesse caso, significaria dizer que a aquisição das próprias debêntures por uma sociedade por ações implica a extinção da obrigação. Significaria dizer que, apesar de autorizado e tratado de forma distinta pela Lei n.º 6.404/76, os efeitos jurídicos da aquisição das próprias debêntures são os mesmos do pagamento dos títulos. Tal interpretação, como se pode imaginar, teria efeitos extremamente nocivos ao mercado em geral e traria extrema insegurança jurídica se adotada por essa CVM, autoridade máxima do Mercado de Capitais brasileiro.

VI – AUSÊNCIA DE REEMBOLSO DE VALORES PAGOS PELA AQUISIÇÃO DE IMÓVEL

61. Conforme mencionado no item 5 acima, a aquisição do Imóvel pela Devedora ocorreu em momento posterior à emissão das Debêntures e ao desembolso dos recursos decorrentes de sua integralização. Ou seja, a compra do Imóvel ainda não tinha ocorrido no momento em que o lastro imobiliário foi constituído.
62. O evento que poderá se seguir à emissão das Debêntures e aquisição do Imóvel é a aquisição das mesmas pela Devedora e sua cessão subsequente para a Securitizadora. Ao ceder as Debêntures para a Securitizadora, a Devedora está, nada mais nada menos, que alienando um ativo e recebendo o preço correspondente. Ou seja, vendendo as Debêntures e recebendo o preço de cessão.
63. Assim, não há que se falar em reembolso do preço de aquisição do Imóvel, mas simplesmente em pagamento do preço de cessão das Debêntures, como em qualquer operação de securitização.
64. Caso o argumento de reembolso de valores mencionado nos Ofícios prospere, não poderia existir operação de securitização em que o lastro é constituído em momento temporal anterior ao da cessão dos créditos para a companhia securitizadora, sob pena de se estar sempre "reembolsando" algum valor que teria sido desembolsado pelo credor original da dívida.
65. Para que fique clara a colocação, caso a afirmação acima fosse verdadeira, nenhuma das operações de securitização realizadas tendo como lastro, por exemplo, financiamentos imobiliários existentes na carteira de uma instituição financeira ou companhia hipotecária, se enquadraria nos objetivos da Lei n.º 9.514/97, pois em absolutamente todos os casos, o lastro securitizado é composto de centenas – ou milhares – de contratos de financiamento cujos recursos já foram desembolsados pelos bancos e a aquisição do imóvel já foi realizada. Diga-se de passagem, a nosso ver, esse é exatamente o objetivo da Lei n.º 9.514/97, ao criar os instrumentos de securitização de recebíveis imobiliários.

VII – CONCLUSÃO

66. Em conclusão, os CRI objeto da Oferta têm como lastro financiamento imobiliário contratado através de debêntures emitidas pela Devedora, cujos recursos foram utilizados com a destinação específica de custear a compra de imóvel que já é de propriedade do FII Ventura desde agosto de 2010, conforme pactuada através de Escritura Pública de Compra e Venda de Bem Imóvel celebrada entre comprador (Devedora) e vendedor (FII Ventura), contando ainda com uma garantia sob a forma de alienação fiduciária de imóvel.
67. De qualquer ângulo que se possa olhar a Oferta, podemos encontrar o seu viés imobiliário, em razão da destinação dos recursos desembolsados em virtude das Debêntures para compra do Imóvel (financiamento imobiliário), somada: (i) à garantia existente na Oferta de alienação fiduciária do Imóvel em garantia; ou (ii) ao fato de que os recursos a serem utilizados pela Devedora para pagamento das Debêntures e, conseqüentemente dos CRI, terem sua origem nas atividades imobiliárias desenvolvidas pela Devedora, conforme contemplado no objeto social da BRPR. Vale destacar que, na presente Oferta, não apenas um, mas ambos os requisitos indicados nos itens (i) e (ii) acima, estão preenchidos.
68. Assim sendo, com a máxima vênia ao entendimento apresentado até então através dos Ofícios, parece-nos claro que (i) a operação que lastreia os CRI objeto da Oferta promove o financiamento imobiliário em geral e, portanto, preenche, todos os requisitos necessários para que os CRI sejam emitidos e a securitização dos créditos imobiliários representados pelas Debêntures seja realizada; (ii) não existe "nova dívida corporativa" porque em nenhum momento desde sua emissão as Debêntures deixaram de existir; e (iii) não há que se falar em reembolso de valores, pois o Imóvel é adquirido após a emissão das Debêntures e a transferência de recursos pela Emissora para a BRPR quando da emissão dos CRI terá como razão única e exclusiva o pagamento do valor da cessão dos créditos imobiliários.

VIII – EFEITO SUSPENSIVO

69. Tendo em vista a presença do *fumus boni iuris* por tudo o que se demonstrou acima, as Recorrentes, requerem, ainda, a concessão imediata de efeito suspensivo ao presente feito em relação ao prazo para cumprimento das exigências formuladas nos Ofícios, até a apreciação do presente Recurso por essa SRE (em juízo de reconsideração) ou pelo E. Colegiado da CVM (em grau recursal), conforme o caso.

IX – PEDIDO

70. Por todo o acima exposto, os Recorrentes respeitosamente requerem, nos termos da Deliberação CVM 463, a essa D. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários:

- (i) a concessão do efeito suspensivo pleiteado; e
- (ii) o processamento do presente Recurso, para que se exerça o juízo de reconsideração, se assim entender oportuno e cabível, diante dos argumentos ora apresentados; ou
- (iii) caso negado o pedido de reconsideração formulado no item (ii) acima, alternativa e subsidiariamente, que seja o presente Recurso relatado e submetido à apreciação do Colegiado dessa Autarquia.

71. Por oportuno, apresentamos novamente (Anexo II) a esta r. CVM, conforme expediente já protocolado em 14 de fevereiro, correspondência preparada pelo Prof. Marcelo Trindade, adiantando as conclusões de parecer que está sendo por ele elaborado a respeito dos temas tratados no presente Recurso. Nessa linha, com a devida vênia de V.Sas., nos reservamos o direito de apresentar posteriormente tal parecer.

72. Por fim, as Recorrentes esclarecem ainda que o presente Recurso não representa o cumprimento de qualquer uma das exigências formuladas por V.Sas. através do Ofício de Vícios Sanáveis.

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos os votos de estima e consideração e subscrevemo-nos.

Anexo I

Precedentes

- (i) 135ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela RB Capital Companhia de Securitização lastreados em créditos imobiliários devidos por empresa do grupo Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários realizada pela Emissora em 12 de julho de 2016, a qual foi registrada nessa r. Comissão em 7 de julho de 2016 sob o n.º CVM/SRE/CRI/2016-014.

Os certificados de recebíveis imobiliários emitidos têm como lastro os créditos imobiliários decorrentes do "Instrumento Particular de Compromisso Irrevogável e Irretroatável de Venda e Compra de Fração Ideal e Outras Avenças", firmado entre a Schialpha Participações Ltda. ("Schialpha"), na qualidade de vendedora, e a ORK Empreendimentos Imobiliários Ltda. ("ORK"), na qualidade de compradora, e a Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A. ("Iguatemi"), na qualidade de interveniente anuente ("Compromisso de Compra e Venda Iguatemi"), por meio do qual a Schialpha se comprometeu a vender à ORK a fração ideal, de 78% (setenta e oito por cento) dos imóveis, sobre os quais foi erigido o empreendimento imobiliário consistente em centro de varejo na modalidade Shopping Center por meio do Condomínio Voluntário do Subcondomínio denominado por "Shopping Center Iguatemi Alphaville".

A Schialpha cedeu os créditos imobiliários decorrentes do Compromisso de Compra e Venda Iguatemi para a RB Companhia, que, por sua vez, vinculou-os aos certificados de recebíveis imobiliários.

Conforme descrito nas páginas 63, 173 a 180, e 188 do respectivo prospecto definitivo da oferta, [\[24\]](#) a Schialpha e a ORK pertencem ao mesmo grupo econômico, qual seja, o grupo econômico da Iguatemi.

(ii) 108ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela RB Capital Companhia de Securitização lastreados em créditos imobiliários devidos por empresa do grupo Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários realizada pela Emissora, realizada em 17 de setembro de 2015, a qual foi registrada nessa r. Comissão em 11 de setembro de 2015 sob o nº CVM/SRE/CRI/2015-010.

Os certificados de recebíveis imobiliários emitidos têm como lastro os créditos imobiliários decorrentes do "Instrumento Particular de Compromisso Irrevogável e Irretroatável de Venda e Compra de Fração Ideal e Outras Avenças", firmado entre a Galleria Empreendimentos Imobiliários Ltda. ("Galleria"), na qualidade de vendedora, e a Nova Galleria Empreendimentos Imobiliários Ltda. ("Nova Galleria"), na qualidade de compradora, e a Iguatemi, na qualidade de interveniente anuente ("Compromisso de Compra e Venda Galleria"), por meio do qual a Galleria se comprometeu a vender à Nova Galleria a fração ideal, de 78% (setenta e oito por cento) dos imóveis, sobre os quais foi erigido o empreendimento imobiliário consistente em centro de varejo na modalidade Shopping Center, denominado por "Shopping Galleria".

A Galleria cedeu os créditos imobiliários decorrentes do Compromisso de Compra e Venda Galleria para a Emissora, que, por sua vez, vinculou-os aos certificados de recebíveis imobiliários.

Conforme descrito nas páginas 48, 149 a 152, e 158 do respectivo prospecto definitivo da oferta, a Galleria e a Nova Galleria pertencem ao mesmo grupo econômico, qual seja, o grupo econômico da Iguatemi.[\[25\]](#)

(iii) 8ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela Gaia Securitizadora S.A. lastreados em créditos imobiliários devidos por empresa do grupo Guararapes Confeccões S.A.

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários realizada pela Gaia Securitizadora S.A. ("Gaia"), realizada em 26 de julho de 2016, a qual foi registrada nessa r. Comissão em 27 de julho de 2016 sob o nº CVM/SRE/CRI/2016-017.

Os certificados de recebíveis imobiliários emitidos têm como lastro os créditos imobiliários decorrentes do "Contrato de Locação de Imóveis para Fins Não Residenciais", firmado entre a Guararapes Confeccões S.A. ("Guararapes"), na qualidade de locadora, e a Lojas Riachuelo S.A. ("Riachuelo"), na qualidade de locatária ("Contrato de Locação Guararapes"), por meio do qual a Riachuelo locou imóveis de propriedade da Guararapes (ou em relação aos quais a Guararapes é detentora de direitos aquisitivos).

A Guararapes cedeu os créditos imobiliários decorrentes do Contrato de Locação Guararapes para a Gaia, que, por sua vez, vinculou-os aos certificados de recebíveis imobiliários.

Conforme descrito nas páginas 185 a 214 do respectivo prospecto definitivo da oferta, a Riachuelo é controlada integralmente pela Guararapes.[\[26\]](#)

(iv) 99ª e 100ª Séries da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela RB Capital Securitizadora S.A. lastreados em créditos imobiliários devidos pela Petrobrás Distribuidora S.A.

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários realizada pela RB Capital Securitizadora S.A. ("RB S.A."), realizada em 25 de maio de 2012 e 28 de maio de 2012, conforme a respectiva série, a qual foi registrada nessa r. Comissão em 1º de junho de 2012 sob os nºs CVM/SRE /CRI/2012-009 e CVM/SRE/CRI/2012-010.

Os certificados de recebíveis imobiliários emitidos têm como lastro os créditos imobiliários decorrentes de contratos de locação celebrados entre o Fundo de Investimento Imobiliário FCM ("FCM"), na qualidade de locador, e a Petrobrás Distribuidora S.A. ("BR"), na qualidade de locatária ("Contratos de Locação BR"), por meio do qual a BR locou imóveis de propriedade do FCM (ou em relação aos quais o FCM é detentor de direitos de posse ou uso).

O FCM cedeu os créditos imobiliários decorrentes dos Contratos de Locação BR para a RB S.A., que, por sua vez, vinculou-os aos certificados de recebíveis imobiliários.

Conforme descrito nas páginas 279 a 282 do respectivo prospecto definitivo da oferta, a BR é cotista majoritária do FCM.[\[27\]](#)

(v) 85ª, 86ª e 87ª Séries da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela RB Capital Securitizadora S.A. lastreados em créditos imobiliários devidos pela Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários realizada pela RB S.A., realizada em 15 de dezembro de 2011, a qual foi registrada nessa r. Comissão em 5 de janeiro de 2012 sob os nºs CVM/SRE/CRI/2012-001, CVM/SRE/CRI/2012-002 e CVM/SRE/CRI/2012-003.

Os certificados de recebíveis imobiliários emitidos têm como lastro os créditos imobiliários decorrentes de contratos de locação celebrados entre o Fundo de Investimento Imobiliário RB Logística ("FII RB Logística"), na qualidade de locador, e a Petróleo Brasileiro S.A. – Petrobras ("Petrobrás"), na qualidade de locatária ("Contratos de Locação Petrobrás"), por meio do qual a Petrobrás locou imóveis de propriedade do FII RB Logística (ou em relação aos quais o FII RB Logística é detentor de direitos de posse ou uso).

O FII RB Logística cedeu os créditos imobiliários decorrentes dos Contratos de Locação Petrobrás para a RB S.A., que, por sua vez, vinculou-os aos certificados de recebíveis imobiliários.

Conforme descrito nas páginas 161 a 165 do respectivo prospecto definitivo da oferta, a Petrobrás é cotista majoritária do FII RB Logística.[\[28\]](#)

Ainda em 2 de dezembro de 2013, foi deferida nova oferta de certificados de recebíveis imobiliários lastreados em créditos imobiliários cedidos pelo FII RB Logística que contava com a mesma estrutura da operação acima. A emissão em referência é a 302ª, 303ª e 304ª Séries da 1ª Emissão da Brazilian Securities Companhia de Securitização, registradas sob o nº CVM/SRE/CRI/2013/015, CVM/SRE/CRI/2013/016 e CVM/SRE/CRI/2013/017. Para maiores informações, consultar o prospecto definitivo da oferta.[\[29\]](#)

(vi) 97ª, 98ª e 99ª Séries da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela RB Capital Companhia de Securitização lastreados em créditos imobiliários devidos por lojistas e pela BR Malls Participações S.A.

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários realizada pela Emissora, realizada em 18 de março de 2014, a qual foi registrada nessa r. Comissão em 2014 sob os nºs CVM/SRE/CRI/2014-003, CVM/SRE/CRI/2014-004 e CVM/SRE/CRI/2014-005.

Os certificados de recebíveis imobiliários emitidos têm como lastro os créditos imobiliários decorrentes de contratos de locação celebrados entre a Ecisa Participações Ltda. ("Ecisa"), a Ecisa Engenharia Comércio e Indústria Ltda. ("Ecisa Engenharia") e a Nattca2006 Participações S.A. ("Nattca", e, em conjunto com a Ecisa e a Ecisa Engenharia, "Locadoras BR Malls") na qualidade de locadoras, e os respectivos locatários das lojas ("Contratos de Locação Lojistas"), bem como dos respectivos "Instrumento Particular de Contrato de Locação de Bem Imóvel para fins Não Residenciais com Condição Suspensiva e Outras Avenças" celebrados entre a Ecisa ou a Nattca, conforme o caso, e a BR Malls Participações S.A. ("Contratos de Locação BR Malls" e "BR Malls", respectivamente).

Os Contratos de Locação BR Malls têm por objeto a locação das lojas dos respectivos shopping center a partir da data em que os Contratos de Locação Lojistas vencerem ou forem terminados antecipadamente por qualquer motivo. A partir de então, os créditos imobiliários passam a ser devidos pela BR Malls.

As Locadoras BR Malls cederam os créditos imobiliários decorrentes dos Contratos de Locação Lojistas e dos Contratos de Locação BR Malls para a RB S.A., que, por sua vez, vinculou-os aos certificados de recebíveis imobiliários.

Conforme descrito nas páginas 225 a 239 do respectivo prospecto definitivo da oferta,[\[30\]](#) as Locadoras BR Malls pertencem ao mesmo grupo econômico, qual seja, o grupo econômico da BR Malls.

(vii) 39ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários emitidos pela RB Capital Securitizadora S.A. lastreados em créditos imobiliários devidos pelo fundo de Investimento Imobiliário – FII Top Center

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários realizada pela RB S.A., realizada em 26 de março de 2010, a qual foi registrada nesta Comissão em 07 de maio de 2010 sob o nº CVM/SRE/CRI/2010-026.

Os certificados de recebíveis imobiliários emitidos têm como lastro os créditos imobiliários decorrentes do "Instrumento Particular de Compromisso Irrevogável e Irretroatável de Venda e Compra de Imóvel e Outras Avenças", firmado entre a Paulis Shopping Administradora e Incorporadora Ltda. ("Paulis") na qualidade de vendedora e o Fundo de Investimento Imobiliário – FII Top Center ("FII Top Center"), na qualidade de comprador ("Compromisso de Compra e Venda Top Center"), por meio do qual a Paulis se comprometeu a vender ao FII Top Center o imóvel, sobre os quais foi erigido o empreendimento imobiliário consistente em centro de varejo na modalidade shopping center, denominado por "Shopping Top Center".

A Paulis cedeu os créditos imobiliários decorrentes do Compromisso de Compra e Venda Top Center para a RB S.A., que, por sua vez, vinculou-os aos certificados de recebíveis imobiliários.

Conforme descrito na capa do respectivo prospecto definitivo da oferta, [\[31\]](#) a Paulis e a única cotista do FII Top Center pertencem ao mesmo grupo econômico, qual seja, o grupo econômico da General Shopping Brasil S.A.

V. Nossas Considerações

38. Primeiramente, cabe ressaltar que o Recurso é tempestivo, uma vez que foi protocolado dentro do prazo previsto pela Deliberação CVM nº 463/03.

39. Antes de iniciarmos a análise do referido Recurso, cabe lembrar quais foram os entendimentos proferidos por esta área técnica que foram objeto do Recurso (constantes da exigência 2.1 do Ofício nº 28/2017/CVM/SRE/GER-1 e das exigências 3.7.1 e 4.1 do Ofício nº 33/2017/CVM/SRE/GER-1):

(i) "Da leitura de toda a documentação da Oferta, bem como da documentação enviada em resposta ao Ofício nº 04/2017/CVM/SRE/SEP de 19/01/2017, é possível verificar que a operação de emissão de CRI pretendida **essencialmente** se estrutura por meio de emissão de nova dívida corporativa, cuja "Devedora" será a BR Properties S.A., sendo que a destinação dos recursos obtidos será o reembolso de valor pago pela aquisição de um imóvel que indiretamente já pertencia à Devedora.

Considerando o exposto acima, entendemos que a operação em questão não atende aos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Sendo assim, caso pretenda prosseguir com a Oferta, solicitamos apresentar documentação atualizada, na qual seja possível verificar que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI atenda aos objetivos da Lei nº 9.514/97, conforme acima.";

(ii) "Da leitura do Prospecto e dos demais documentos da Oferta, em conjunto com a escritura pública de compra e venda do Imóvel Lastro, depreende-se que a destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI será o "reembolso" do valor pago na aquisição do referido imóvel, que se deu em 27/12/2016. Sobre esse ponto, entendemos que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI lastreados em debêntures, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deverá ocorrer após a emissão dos CRI (operações futuras), não cabendo utilizar tais recursos como "reembolso" de transações imobiliárias passadas. Por conta disso, solicitamos adequar a documentação da Oferta de modo que a mesma passe a observar o entendimento em questão."

40. Ademais, cabe verificarmos alguns dispositivos da regulamentação aplicável aos CRI, além de como esta Autarquia vem evoluindo seu entendimento ao longo do tempo a respeito do que poderia ou não constituir lastro para emissão de tais títulos.

41. Nesse sentido, cabe destacar o previsto nos seguintes dispositivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual os CRI foram criados:

"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.

Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.

Art. 7º O CRI terá as seguintes características:

I - nome da companhia emitente;

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

III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";

IV - forma escritural;

V - nome do titular;

VI - valor nominal;

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

VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;

IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;

X - lugar de pagamento;

XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.

§ 1º O registro e a negociação do CRI far-se-ão por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.

§ 2º O CRI poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Créditos, garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo.

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." (grifos nossos)

42. Da leitura dos dispositivos legais acima expostos, verifica-se dois pontos que consideramos importante destacar na presente análise, quais sejam: (i) que os CRI devem ser lastreados em créditos imobiliários; e (ii) que os créditos imobiliários que lastream os CRI devem estar vinculados a imóveis.

43. Ademais, verifica-se também que a referida Lei não define o que venha a ser crédito imobiliário, tampouco menciona quais seriam os créditos imobiliários passíveis de lastrear CRI, de modo que o entendimento sobre esse tema vem sendo construído ao longo do tempo pela CVM, por meio de decisões proferidas no âmbito de diversos casos concretos que foram submetidos à apreciação de seu Colegiado.

44. Por meio de tais decisões, a CVM vem, de certa maneira, expandindo a abrangência do que poderia ser crédito imobiliário passível de lastrear CRI, para além daqueles considerados créditos imobiliários tradicionais (os que se originam de financiamento imobiliário ou da compra e venda de um imóvel).

45. Sobre esse tema, cabe mencionar Decisão do Colegiado da CVM datada de 10/07/2007 (Processo CVM nº RJ-2007-0547), no âmbito de recurso interposto contra decisão da SRE, que indeferiu o registro definitivo de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI da 2ª série, 1ª emissão da Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização, por entender não ser possível a emissão de CRI com lastro em créditos ainda não constituídos.

46. Naquela decisão, o Colegiado da CVM manteve o entendimento da SRE, acompanhando voto do Relator do caso, o então Presidente da CVM Marcelo Trindade, cujos seguintes trechos vale destacar:

*“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 podem 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 Luis 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).(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 frequentemente 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).

6. Finalmente, com a edição da Instrução 444/06, que disciplina os FIDC não padronizados, ficou claro que os direitos creditórios podem ter por objeto créditos “de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas” (art. 1º, §1º, VI). Assim, a regulamentação estabeleceu que mesmo os direitos creditórios deverão ter por base relações já existentes, embora a existência do próprio crédito e seu montante possam ser incertos.(2)

7. Diante disso, parece-me que a interpretação que a área técnica está dando ao art. 8º da Lei 9.514/97 é correta. A lei não fala em direitos creditórios, mas em “créditos imobiliários (...) expressamente vinculados à emissão”, e ainda exige que do Termo de Securitização conste “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 a que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido”. O art. 6º da lei define como CRI o “título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro”.

*8. Portanto, concordo em que **os ativos passíveis de securitização por meio de CRI são os créditos imobiliários, e não os direitos creditórios de origem imobiliária — adotando-se a distinção antes referida. Isto é: é preciso que o crédito esteja constituído, e seu valor seja determinado, para que se possa proceder à emissão de CRI com base nele. E isto se dá porque o CRI é um título de crédito criado por lei, cujas características não podem ser alteradas pela CVM.***

9. Nada impede, naturalmente, que operações com base em créditos futuros sejam estruturadas através de FIDC, pois a regulamentação da CVM expressamente o admite, observadas as ressalvas antes feitas quanto à prévia existência de uma relação jurídica, como previsto na Instrução 444/06.

10. Logo, os aluguéis que ainda virão a ser contratados, seja sobre imóveis desocupados, seja sobre imóveis que ainda virão a ser construídos (a futura expansão do shopping center), não se constituem em créditos imobiliários (e talvez nem mesmo em direitos creditórios). Já os aluguéis decorrentes da renovação futura de contratos de locação hoje existentes, também não constituem créditos imobiliários, mas talvez possam ser considerados como direitos creditórios.” (grifos nossos)

47. Como se destacou por meio do voto supra, a CVM já reconheceu que, além dos lastros tradicionais em emissões de CRI (contrato de financiamento imobiliário e contrato de compra e venda de imóvel), contratos de aluguéis também poderiam ser considerados créditos imobiliários passíveis de constituir lastro de CRI, desde que fossem contratos vigentes no momento da securitização, e não aqueles que pudessem ser no futuro constituídos.

48. Ademais, foi também destacado por meio do referido voto entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM em 2003, de 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”.

49. Por conta do entendimento supra, de que o crédito que é imobiliário por conta de sua destinação não poderia servir de lastro em emissões de CRI, a SRE decidiu levar à apreciação do Colegiado da CVM, em 2013, um caso em que os CRI seriam lastreados em debêntures de emissão de Rede D’or São Luiz S.A. (Processo CVM nº RJ-2012-12177), sendo que os recursos obtidos com a emissão de tais títulos seriam destinados a financiar a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, ou seja, as referidas debêntures, caso pudessem ser créditos imobiliários, o seriam na sua destinação, e não na sua origem.

50. Conforme se verifica da ata da Reunião do Colegiado que decidiu sobre aquele caso (de 26/03/2013), “a SRE manifestou-se favoravelmente ao registro da oferta em tela, por entender que, embora a Devedora não tenha como objeto social a exploração (como venda ou aluguel, por exemplo) dos imóveis que pretende adquirir, edificar ou expandir, utilizar-se-ia de fato de financiamento imobiliário, ao emitir as Debêntures que seriam subscrições pelo BTG Pactual (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures.”

51. O Colegiado da CVM, por sua vez, “discordou da manifestação da área técnica, por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária.”

52. Mais recentemente, a SRE encaminhou à apreciação do Colegiado da CVM pleito de dispensa de requisito previsto na Instrução CVM nº 414/04, no âmbito de oferta pública de distribuição de CRI com lastro em debêntures de emissão de Cyrela Brazil Realty S.A. (Processo CVM nº 19957.000587/2016-51), em que os recursos obtidos com a emissão seriam destinados a determinados empreendimentos imobiliários da devedora das debêntures.

53. Apesar de o caso em questão ter sido levado ao Colegiado primordialmente para tratar de dispensa de requisitos da norma de CRI, a SRE abordou, por meio do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1, o fato de o lastro dos CRI ser constituído por debêntures, ou seja, ser um crédito imobiliário de acordo com a sua destinação.

54. Ao abordar o referido tema, a SRE entendeu que o caso em questão diferia do caso da oferta de CRI com lastro em debêntures de emissão de Rede D’or São Luiz S.A. (“Rede D’or”), e que os motivos que levaram o Colegiado da CVM a propor o indeferimento do pedido de registro naquele caso (de Rede D’or) não estavam presentes no caso de Cyrela Brazil Realty S.A. (“Cyrela”), uma vez que o fluxo de pagamento dessa operação, apesar de não estar relacionado a imóveis, mas sim ao fluxo de caixa da devedora, poderia ser caracterizado como de natureza imobiliária, uma vez que a Cyrela tem por objeto social “a incorporação, a compra e a venda de imóveis prontos ou a construir, residenciais e comerciais, terrenos e frações ideais, a locação e administração de bens imóveis, a construção de imóveis e a prestação de serviços de consultoria em assuntos relativos ao mercado imobiliários, estando, portanto relacionado ao setor imobiliário”.

55. Adicionalmente ao entendimento acima, a SRE propôs 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.”

56. Já o Colegiado da CVM, “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.”

57. Com a aprovação dessa operação pelo Colegiado da CVM, em conjunto com a decisão proferida no âmbito do caso de Rede D’or, em nosso entendimento, a possibilidade de emissão de CRI lastreados em debêntures passou a estar pacificada, nos casos em que:

(i) a devedora das debêntures seja atuante no setor imobiliário; e

(ii) 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, ocorra até a data da liquidação das debêntures e 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 direcionamento 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 414.

58. Nesse sentido, cabe mencionar que operação similar à de Cyrela foi submetida à apreciação do Colegiado da CVM, em 24/01/2017, também para fins de dispensa de requisitos da Instrução CVM 414, no âmbito da oferta pública de CRI lastrados em debêntures de emissão de Aliance Shopping Centers S.A. (Processo CVM nº 19957.009281/2016-61), a qual também foi aprovada pelo Colegiado da CVM por unanimidade.

59. Uma vez revisitados os casos apreciados pelo Colegiado da CVM por meio dos quais tem evoluído o conceito de crédito imobiliário passível de constituir lastro em emissões de CRI, voltaremos ao caso em tela, que envolve a emissão de CRI lastreados em debêntures de emissão da BR Properties S.A.

60. À primeira vista, considerando que a BR Properties S.A. (emissora das Debêntures) é companhia atuante no setor imobiliário^[32] e ainda que tais debêntures foram emitidas com a finalidade de prover recursos para a aquisição de um imóvel, a operação em tela parecia observar os requisitos que vêm sendo exigidos com base nos últimos precedentes para uma emissão de CRI lastreados em debêntures (conforme elencamos no parágrafo 57 acima).

61. Não obstante, ao analisarmos os detalhes da referida operação, nos chamou a atenção o fato de o imóvel que fora adquirido com a emissão das Debêntures pertencer, no momento da aquisição, a um FII cujo o único cotista é a própria BR Properties S.A., o que não havia sido destacado em nenhum momento na documentação que instruiu o pedido de registro da Oferta.

62. Talvez a característica acima mencionada não nos tivesse chamado a atenção, não fosse o fato de os CRI serem lastreados em debêntures, onde a destinação dos recursos é que caracteriza tais títulos como crédito imobiliário.

63. Conforme veremos adiante quando comentarmos os precedentes trazidos pela Ofertante, já houve emissões registradas de CRI com lastro em contratos de compra e venda de imóveis ou de aluguel de imóveis entre os do mesmo grupo econômico (todas lastreadas em créditos imobiliários na sua origem), em que a SRE não abordou o tema sob esse prisma.

64. A despeito disso, entendemos que independentemente do tipo de crédito que constitui lastro em emissões de CRI (seja ele imobiliário na origem ou na destinação), toda a emissão dos referidos títulos deve observar a finalidade para a qual foram criados, e talvez aquelas operações, caso fossem analisadas sob esse prisma, pudessem ser reavaliadas por esta área técnica.

65. Nessa linha, todas as operações que envolvam a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários devem observar a finalidade da Lei que os criou (Lei nº 9.514/97), conforme consta de seu art. 1º, nos seguintes termos:

“Art. 1º O Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos.”

66. Ademais, depreende-se da leitura da Exposição de Motivos da referida Lei quais foram os objetivos gerais almejados com a sua promulgação e mais especificamente aqueles relacionados com a criação dos CRI, conforme trechos transcritos abaixo:

*“12. O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes de desregulamentação da economia e modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva. **Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado de financiamento imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização.***

*13. **Destaca-se a criação da figura de um novo título de crédito** [o CRI], característico e destinado às operações do mercado secundário. A criação da figura desse novo título vem acompanhada da definição das condições legais para a efetiva securitização de créditos imobiliários, previstos rigorosos mecanismos de segurança e proteção ao investidor. Dessa forma, abrem-se perspectivas inéditas para o funcionamento de um mercado secundário de créditos imobiliários e a **estruturação de operações de captação de recursos capazes de robustecer grandemente o financiamento habitacional.***

(...)

*23. Além dessas garantias, o projeto de lei permite a aplicação, na negociação de bens imóveis, do contrato de alienação fiduciária, que já integra nosso ordenamento jurídico quanto aos bens móveis. Reside aí a grande inovação: por oferecer segurança quanto à execução sem delongas da garantia, **o contrato de alienação fiduciária constitui poderoso estímulo ao crédito, ao investimento nos Certificados de Recebíveis Imobiliários e portanto à aquisição e produção de imóvel mediante pagamento a prazo.** Trata-se de verdadeira pedra angular no novo modelo de financiamento habitacional ora proposto.*

(...)

*26. Pelas razões apresentadas, estamos convictos de que o presente projeto de lei **crie as condições para mobilizar volume crescente de recursos para o setor habitacional, com redução tendencial dos custos dos financiamentos, seja pela ampliação da oferta de imóveis, seja pela diminuição dos riscos implícitos na concessão de crédito.** Estaremos assim atingindo três objetivos fundamentais do governo de Vossa Excelência, nomeadamente: geração de renda e empregos, ampliação do acesso da população à moradia e promoção do crescimento sustentado da economia.”* (grifos nossos)

67. Ainda sobre a exposição de motivos da referida Lei, consideramos pertinentes as seguintes palavras da Diretora Norma Jonssem Parente, em sua manifestação de voto no âmbito do Processo CVM RJ-2003-5639, o qual foi acompanhado pelo Colegiado da CVM em reunião datada de 18/11/2003:

“A mesma exposição, destacando o efeito multiplicador que a construção civil tem na economia como um todo, demonstra que a criação do CRI abre perspectivas inéditas para a ‘estruturação de operações de captação de recursos capazes de robustecer grandemente o financiamento habitacional’.

Conclui-se com convicção que esta Lei visa a criar as condições para mobilizar um volume crescente de recursos para o setor habitacional, com o que se estará atingindo três objetivos fundamentais: geração de renda e empregos, ampliação do acesso da população à moradia e promoção do crescimento sustentado da economia.” (grifo nosso)

68. Ainda sobre esse tema, cabe destacar trechos do Parecer PFE-CVM, que encontra-se integralmente transcrito na seção anterior do presente Memorando:

(...)

*Pois bem. Em visto do exposto, há que se registrar que a questão colocada pela área técnica no caso em exame vai ao cerne do conceito de crédito imobiliário, que diz, justamente, com a observância da **finalidade da Lei 9.514/97, qual seja, a promoção do financiamento imobiliário em geral,** conforme preceitua o art. 1º do referido diploma legislativo.*

*Dessa forma, no que toca a destinação, não basta que o objeto social da empresa emissora de debêntures esteja relacionado ao setor imobiliário, **parecendo-nos inafastável a exigência,** porque decorrente da própria mens legis, **de que a dívida tenha sido assumida com o objetivo de promover o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.***

*Podese concluir, portanto, que **os créditos terão natureza imobiliária quanto à destinação, desde a dívida tenha sido contraída para o fomento do mercado imobiliário brasileiro e seu pagamento seja efetuado com recursos decorrentes da exploração do objeto social de empresa do setor imobiliário** (vide item 21 do Memorando nº 8/2017CVM/SRE/GER1).*

Revela-se insuficiente, portanto, que o objeto social da emissora encontre-se relacionado a atividades ligadas a empreendimentos imobiliários em geral para que o crédito corporativo possa servir de lastro à emissão de CRI – fato que, a princípio, atenderia ao requisito do fluxo de caixa atrelado ao setor imobiliário para pagamento do título, inclusive para limitar o risco a que estaria sujeito o investidor.

Isso porque, não se pode olvidar que, na hipótese de um crédito corporativo, sua constituição, a rigor, poderia se dar sem que houvesse qualquer vinculação ao setor imobiliário, quer no que toca à destinação, quer no que concerne ao objeto social da sociedade emissora, o que constituiria um total desvirtuamento do título.

É preciso, portanto, que a destinação dos recursos vise, efetivamente, ao fomento do setor imobiliário, até mesmo para justificar a isenção do

Imposto de Renda com a qual se beneficiará a companhia.**Caso contrário, a emissão da CRI sequer se justifica, havendo instrumentos próprios para que determinada sociedade anônima se capitalize, como ocorre com a própria emissão de debêntures, que inclusive poderá se dar com esforços restritos.**

(...)

Ora, no caso concreto, como visto, o Imóvel Lastro foi adquirido pela Devedora junto ao Ventura IIA Fundo de Investimento Imobiliário FII, cujo único cotista é a própria Devedora. **Parece-nos claro, portanto, que a finalidade da operação é unicamente, transferir à titularidade da BR Properties S.A. imóvel que, a rigor, já pertencia a referida sociedade.**

Nesse sentido, como bem pontua a área técnica, **“para atingir o objetivo de transferir o Imóvel Lastro do Fundo à Devedora, bastava liquidar o Fundo (cujo único cotista é a própria Devedora), pagando pelas cotas com ativos (Imóvel Lastro, nesse caso)” e sujeitar-se ao pagamento do imposto de renda retido na fonte** (cf. art. 35, § 3º, da Instrução Normativa da RFB n.º 1585, de 31 de agosto de 2015[1]).

, portanto, **que os recursos obtidos com a emissão dos CRI serão utilizados para o reembolso de valor pago na aquisição de imóvel que já pertencia à Devedora, sem qualquer contrapartida ao mercado imobiliário brasileiro, fator que inviabiliza a caracterização dos créditos corporativos que servirão de lastro à operação como imobiliários, no que toca à sua destinação.**” (grifos nossos)

69. Diante do exposto acima, ratificamos nosso entendimento de que *“a operação em questão não atende aos objetivos da Lei n.º 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro”*, conforme comunicamos em exigência à Ofertante, uma vez que os recursos obtidos com a emissão das debêntures que constituirão o lastro dos CRI foram, ao fim, destinados à aquisição de imóvel que já pertencia indiretamente à Devedora.

70. Apenas como informação adicional, cabe destacar que as ofertas de CRI com lastro em debêntures de emissão de Cyrela e de Aliansce (precedentes citados anteriormente) ambas contaram com destinação dos recursos a determinados empreendimentos imobiliários em curso das referidas empresas, o que, em nosso entendimento, estimula o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro, atendendo, dessa forma, aos objetivos da Lei n.º 9.514/97.

71. Cabe tecermos agora alguns comentários com relação ao outro entendimento manifestado por esta área técnica no âmbito da análise do pedido de registro da Oferta, *“de que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI lastreados em debêntures, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei n.º 9.514/1997, deverá ocorrer após a emissão dos CRI (operações futuras), não cabendo utilizar tais recursos como “reembolso” de transações imobiliárias passadas.”*

72. Primeiramente, cabe lembrar que a possibilidade de emissão de CRI com lastro em debêntures já foi uma evolução no entendimento da CVM, conforme mencionamos na parte inicial da presente seção.

73. Não obstante haver atualmente essa possibilidade, a estrutura de CRI com lastro em debêntures não pode deixar de observar os preceitos legais, como, por exemplo, o vínculo imobiliário previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei n.º 9.514/1997.

74. Nesse sentido, sendo a debênture um crédito imobiliário na sua destinação passível de lastrear CRI, é exatamente a destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI a imóveis que configurará esse vínculo, devendo a mesma, em nosso entendimento, ser realizada a partir da emissão dos referidos títulos.

75. Do contrário, abrir-se-ia a possibilidade para a emissão de CRI com lastro em debêntures que foram emitidas há anos atrás, com a finalidade de se adquirir algum imóvel, cabendo apenas que o emissor de tais títulos repactue as cláusulas da sua escritura de emissão (alongando prazo e ajustando remuneração a mercado), de modo a poder utilizá-los na emissão do referido CRI no momento atual, o que, em nossa opinião, representaria um risco importante também no que se refere ao atendimento dos objetivos da Lei n.º 9.514/97, uma vez que se estaria captando recursos por meio dos referidos títulos junto à poupança popular sem que tais recursos fossem destinados a desenvolver o mercado imobiliário brasileiro.

76. Haveria ainda a possibilidade de que debêntures com cláusula de repactuação no modelo acima mencionado, e que já constituem lastro de um CRI, por exemplo, com prazo de 5 anos, possam vir a ser repactuadas muito próximas de seu vencimento, gerando a liquidação antecipada dos CRI que lastreavam, mas ficando disponíveis, agora com prazo de vencimento repactuado, a constituir lastro de um novo CRI, tudo porque um dia tais debêntures foram emitidas com a finalidade de se adquirir um imóvel.

77. Entendemos que tal risco é ainda mais nocivo, uma vez que haveria por parte dos emissores dessas debêntures o interesse claro em criar um lastro com prazo indeterminado para futuras emissões de CRI, considerando que os detentores desses CRI não seriam prejudicados com tal prática, dado que a liquidação antecipada poderia ocorrer muito próxima do vencimento original dos CRI, o que, na realidade, pouco impactaria o investimento por eles realizado (em termos de remuneração e prazo), mas viabilizaria a repactuação das debêntures, nos moldes que ocorre no presente caso, de modo a permitir a emissão de um novo CRI.

78. Sobre esse tema, cabe ainda mencionar alguns trechos da opinião da PFE-CVM, nos termos do Parecer elaborado por aquela área em resposta à consulta da SRE, opinião essa com a qual concordamos:

“Pontua a SRE, com propriedade, que a emissão da CRI no caso em análise não se vincula a qualquer imóvel ou empreendimento imobiliário, sendo certo que o vínculo exigido pela lei somente restará configurado após a captação de recursos, quando então serão utilizados no reembolso da compra de imóvel já adquirido pela BR Properties S.A.

A ausência de vinculação decorre da própria estrutura da oferta que, como visto, não visa a qualquer tipo de desenvolvimento mercado imobiliário brasileiro, mas pretende, tão somente, incorporar à titularidade dominial da Devedora imóvel que integra o patrimônio do Ventura II-A Fundo de Investimento Imobiliário FII, gozando, para tanto, das isenções fiscais próprias da captação de recursos via CRI.

Registra-se que, nos termos da decisão do Colegiado da CVM acerca do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 1ª série da 5ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários – Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. [Caso Cyrela], citada supra, restou consignado que:

“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 n.º 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 n.º 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 n.º 84/2016CVM/SRE/GER1.”

O trecho do Memorando n.º 84/2016CVM/SRE/GER1, transcrito acima, segundo nos parece, trata de dois pontos distintos, quais sejam: (i) a vinculação a determinado imóvel; (ii) e o prazo para utilização dos recursos, o qual deverá ocorrer, segundo o entendimento consolidado pelo Colegiado, até a data em que perdurem as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei n.º 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução 414.

A vinculação e o prazo para utilização dos recursos, portanto, não se confundem: a primeira decorre da lei, constituindo norma de caráter impositivo e, como tal, não pode ser afastada pela vontade das partes; o segundo afigura-se-nos como uma exigência estipulada pelo Agente Regulador no exercício de seu poder normativo e que visa justamente ao enforcement da regra legal, inclusive na consideração de que os créditos que lastreiam a operação não são imobiliários quanto à origem, mas em razão de sua destinação.

No mais, entendemos que a fixação de um prazo para que se promova a utilização dos recursos mostra-se fundamental, sob pena de que a operação se transmute em uma captação de recursos, realizada em dissonância com aquilo de pretende a lei.

Pois bem. No caso concreto, observa-se que os créditos a serem cedidos não possuem, efetivamente, natureza imobiliária, quer no que toca à sua origem, quer no que toca à sua destinação, pelas razões elencadas no item precedente. Dessarte, a operação de securitização com lastro em tais créditos violaria o disposto na lei, que exige a caracterização do vínculo real no momento da emissão da CRI.

O fato de a operação visar ao reembolso de imóvel já adquirido apenas reforça a ausência de direcionamento dos recursos ao fomento do mercado imobiliário, tratando-se, como bem registra a área técnica, de mera operação de capitalização.” (grifos nossos)

79. Considerando o exposto acima, reafirmamos nosso entendimento *“de que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI lastreados em debêntures, de modo a*

configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deverá ocorrer após a emissão dos CRI (operações futuras), não cabendo utilizar tais recursos como "reembolso" de transações imobiliárias passadas", de modo que restaria prejudicada a estrutura montada para a presente operação.

80. Uma vez analisados os dois pontos que ensejaram as exigências objeto do Recurso, cabe verificarmos as principais alegações trazidas pela Recorrente.

81. Primeiramente, a Recorrente argumentou que a Oferta observa os requisitos estipulados pela CVM para emissões de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários na sua destinação, uma vez que as Debêntures foram emitidas com a finalidade específica de aquisição do Imóvel Lastro, o que faz com que tal operação represente um financiamento imobiliário.

82. Sobre esse ponto, conforme comentamos anteriormente, à primeira vista, considerando que a BR Properties S.A. (emissora das Debêntures) é companhia atuante no setor imobiliário e ainda que tais debêntures foram emitidas com a finalidade de prover recursos para a aquisição de um imóvel, a operação em tela parecia observar os requisitos que vêm sendo exigidos com base nos últimos precedentes para uma emissão de CRI lastreados em debêntures.

83. Não obstante, ao se verificar que a destinação dos recursos oriundos da emissão de tais títulos foi a aquisição de imóvel que já pertencia indiretamente à Devedora, torna-se patente que a operação em tela não cumpre com a finalidade prevista pela Lei nº 9.514/97 ao criar os CRI.

84. Há que se considerar ainda que as próprias Debêntures já foram emitidas com cláusula de repactuação a ser exercida em até 180 dias de sua emissão, o que, a nosso ver, leva a crer que tais títulos já foram emitidos com o propósito de serem repactuados para constituírem lastro em futura oferta de CRI.

85. Sendo assim, não parece que o intuito tanto da emissão das Debêntures, como da aquisição do Imóvel Lastro, foram, desde o início, a colocação de uma dívida a um custo mais atrativo para a Devedora por meio de uma oferta de CRI, título que conta com isenção de imposto de renda para pessoas físicas.

86. Um outro argumento apresentado pela Recorrente foi o de que não há delimitação do campo de utilização dos instrumentos criados pela Lei nº 9.514/97, de modo que os referidos instrumentos não foram criados apenas para estimular o financiamento imobiliário. Dois exemplos apresentados sobre esse fato foram: (ii.1) os aluguéis não são considerados como financiamento, não obstante a CVM reconhece a possibilidade de que contratos de aluguel constituam lastro de CRI; e (ii.2) o instituto da alienação fiduciária, que também foi criado pela referida Lei, não se presta a garantir apenas operações de financiamento imobiliário, uma vez que pode haver alienação fiduciária de bem imóvel para garantir operações que em nada estimulam o desenvolvimento do mercado imobiliário.

87. Sobre esse ponto, entendemos que os instrumentos criados pela Lei nº 9.514/97 tiveram sim o intuito maior de cumprir com a finalidade e objetivo da referida Lei.

88. O mercado de aluguéis, por exemplo, é de suma importância para o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro, uma vez que representa uma das principais formas de se obter renda através do investimento em imóveis. Assim, tendo sido permitido que contratos de aluguel possam ser considerados créditos imobiliários para efeito de lastro de CRI, criou-se um estímulo a mais para os detentores dos referidos créditos continuarem alugando seus imóveis, bem como expandirem seus investimentos em imóveis para aluguel, desenvolvendo, dessa forma, o mercado imobiliário brasileiro.

89. Já no que tange ao fato de o instrumento da alienação fiduciária de bem imóvel poder ser utilizado tanto em operações de cunho imobiliário ou não, entendemos que, a despeito dessa possibilidade, o intuito maior da criação do referido instrumento foi a sua utilização em operações que estimulem o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

90. Ademais, entendemos que o fato de haver a possibilidade de uso do referido instrumento em operações que não sejam essencialmente imobiliárias continua, ainda assim, em consonância com a finalidade da Lei nº 9.514/97, uma vez que tal possibilidade amplia os usos possíveis para um bem imóvel, o que, em nosso entendimento, também vai ao encontro do objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro.

91. A Recorrente ainda apresentou o argumento de que o Fundo era proprietário do Imóvel Lastro há 7 anos, sempre executando seus deveres e obrigações previstos na legislação aplicável. O fato de a Devedora ser a única cotista do Fundo no momento da aquisição do Imóvel Lastro não implica em perda de independência entre as partes (Fundo e Devedora), de modo que a venda do referido imóvel pelo Fundo à Devedora deveria ser considerada, para todos os fins, uma transação independente e realizada a mercado (ressaltando que a mesma contou com laudo de avaliação e pagou todos os impostos aplicáveis), de modo que esse fato não poderia ser a base para impedir que tal transação seja considerada apta a justificar a destinação dos recursos como imobiliária e que observa os objetivos almejados pela Lei nº 9.514/97 ao criar os CRI.

92. Sobre esse ponto, conforme já mencionamos anteriormente, independentemente de a aquisição do Imóvel Lastro pela Devedora junto ao Fundo ter observado todos os requisitos legais, tudo leva a crer que tal transação foi planejada já se pensando na oportunidade de emitir CRI com lastro nas Debêntures, tendo em vista que a própria escritura de emissão dos referidos títulos já previa a sua repactuação e recompra para a tesouraria da Devedora em até 180 dias.

93. Dessa forma, em nosso entendimento, apesar de ter sido a aquisição do Imóvel Lastro com recursos oriundos da emissão das Debêntures uma transação legal, tais títulos não estariam aptos a constituir lastro em uma emissão de CRI, primordialmente porque a destinação dos recursos da referida emissão não observa a finalidade da Lei nº 9.514/97, uma vez que o Imóvel Lastro já pertencia à Devedora.

94. A Recorrente argumentou também que inexistente vedação na legislação pertinente a que créditos oriundos de transação imobiliária realizada entre partes relacionadas possam ser utilizados como lastro em emissões de CRI, sendo que, inclusive, caso a venda do Imóvel Lastro tivesse sido realizada para parte não relacionada da Devedora, os recursos e/ou direitos oriundos da referida operação continuariam dentro do grupo econômico da Devedora e passíveis também de serem cedidos e/ou securitizados.

95. Como vimos na parte inicial desta seção, a Lei não definiu o que seriam créditos imobiliários, muito menos taxou quais créditos poderiam constituir lastro em emissões de CRI.

96. É nesse contexto que a CVM vem delimitando quais seriam os créditos que poderiam ou não constituir lastro em emissões de CRI, sempre, a nosso ver, considerando para tal a finalidade e os objetivos da Lei que criou os referidos títulos.

97. Dessa forma, em nada deixaria a CVM de observar a legislação aplicável, caso entendesse que determinadas transações imobiliárias realizadas entre partes relacionadas não podem constituir lastro de CRI, pois não cumprem com a finalidade da Lei nº 9.514/97.

98. Quanto ao argumento de que, mesmo se a venda do Imóvel Lastro fosse efetivada junto a terceiro, os recursos provenientes da transação permaneceriam dentro do grupo econômico da Devedora, cabe tecer alguns comentários.

99. Primeiramente, cabe mencionar o que a operação ora em análise representa para o grupo econômico da Devedora: ao emitir debêntures que ao fim serão securitizadas para adquirir imóvel que já constituía parte de seus ativos, a operação em questão se resume a uma emissão de dívida corporativa, ou seja, à criação de um passivo (debêntures) e à criação de um ativo (caixa).

100. O imóvel a ser adquirido não muda de "mãos"; já constava indiretamente nos ativos da Devedora e lá continuará.

101. Já se o Imóvel Lastro fosse efetivamente alienado a terceiro não pertencente ao grupo econômico da Devedora, o resultado da operação envolveria uma redução no ativo imobilizado (transferência do imóvel para terceiro), a criação de um novo ativo (créditos provenientes da venda do imóvel) e, após a cessão de tais créditos à securitizadora, os mesmos seriam substituídos por outro ativo (caixa).

102. Dessa forma, a operação, ao final, substituiria um ativo imobilizado do grupo econômico da Devedora por créditos imobiliários oriundos da alienação do imóvel, que depois seriam substituídos por caixa, como resultado da cessão dos referidos créditos à securitizadora, ou seja, o resultado clássico de uma operação de securitização (troca de um ativo por outro ativo).

103. Portanto, vê-se que a operação que se pretende realizar traz o mesmo efeito de uma emissão de dívida corporativa, e não o efeito esperado em uma operação clássica de securitização. Isso ocorre exatamente porque as debêntures seriam créditos imobiliários na sua destinação, e não na origem, como ocorre no caso clássico.

104. Sendo assim, em casos como o presente, torna-se claro que a destinação dos recursos obtidos com a oferta é que irá delinear se as debêntures poderiam ser consideradas ou não crédito imobiliário passível de constituir lastro de CRI.

105. Ademais, a Recorrente ainda apresentou 7 precedentes em que a CVM registrou ofertas de CRI com lastro em contratos entre partes relacionadas, os quais encontram-se listados no Anexo I ao Recurso e resumidos pela tabela abaixo:

Quadro 1 – Precedentes apresentados pelas Requerentes					
Data do registro da Oferta	Montante	Emissão	Lastro	Devedor	Destinação dos Recursos

27/07/2016	R\$ 150 milhões	1ª série da 8ª emissão da Gaia	Contrato de locação entre a Guararapes Confecções S.A. (locador) e a Lojas Riachuelo S.A. (locatária)	Lojas Riachuelo S.A.	Pagamento da cessão do contrato de locação à Guararapes Confecções S.A. (cedente), que detém 100% de participação nas Lojas Riachuelo S.A. (devedora).
07/07/2016	R\$ 275 milhões	135ª série da 1ª emissão da RB Capital	Contrato de compra e venda de fração ideal do imóvel lastro (Shopping Center Iguatemi Alphaville	Ork Empr. Imobiliários SPE Ltda. (compradora do imóvel lastro)	Pagamento da fração ideal do imóvel lastro, pelo devedor, à Scialpha Participações Ltda. (cedente e vendedora). Compradora e vendedora são integralmente controladas pela Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.
11/09/2015	R\$ 210 milhões	108ª série da 1ª emissão da RB Capital	Contrato de compra e venda de fração ideal do imóvel lastro (Shopping Galleria)	Nova Galleria Empr. Imobiliários Ltda. (compradora do imóvel lastro)	Pagamento da fração ideal do imóvel lastro, pelo devedor, à Galleria Empr. Imobiliários Ltda. (cedente e vendedora). Compradora e vendedora são integralmente controladas pela Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.
18/03/2014	R\$ 403,2 milhões	97ª, 98ª e 99ª Séries da 1ª Emissão da RB Capital	Contratos de locação de lojas dos Shoppings Campinas e Estação, celebrados entre SPEs controladas integralmente pela BR Malls e lojistas	Locatários das lojas do Shopping e, eventualmente, Br Malls (Contrato Tampão)	Pagamento às cedentes do valor de Cessão dos contratos de locação. Caso os contratos tampão entrassem em vigor, a operação passaria a ter lastro em contratos firmados entre a BR Malls e SPEs por ela controladas.
01/06/2012	R\$ 512,1 milhões	99ª e 100ª séries da 1ª emissão da RB Capital	Contrato de locação de 2 imóveis em construção e 19 postos de combustíveis, celebrado entre o FII FCM (locador) e a Petrobrás Distribuidora S.A (locatária)	Petrobras Distribuidora S.A.	Pagamento da cessão do contrato de locação ao FII FCM (99% das cotas da Petrobras Distribuidora S.A. e 1% da Pavarini DTVM Ltda.)
05/01/2012	R\$ 405 milhões	85ª, 86ª e 87ª séries da 1ª emissão da RB Capital	Contrato de locação de laboratório de fluidos e sede administrativa Macaé, celebrado entre o FII RB Logística (locador) e a Petrobras S.A. (locatária)	Petrobras S.A.	Pagamento da cessão do contrato de locação ao FII RB Logística (99% das cotas da Petrobras Distribuidora S.A. e 1% da Pentágono DTVM Ltda.)
07/05/2010	R\$ 62,2 milhões	39ª série da 1ª emissão da RB Capital	Contrato de compra e venda de fração ideal do imóvel lastro (Shopping Top Center)	FII Top Center (compradora do imóvel lastro), cujo único quotista é a JUD e Incorporadora Ltda.	Pagamento da fração ideal do imóvel lastro, pelo devedor, à Paulis Shopping Adm. e Inc. Ltda. (cedente e vendedora). Compradora e vendedora são integralmente controladas pela General Shopping Brasil S.A.

106. Sobre esse ponto, cabe destacar que os 7 precedentes elencados pela Recorrente referem-se a ofertas de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários na sua origem (contratos de locação ou contrato de compra e venda de imóvel), e não na destinação, como ocorre na presente Oferta, onde a destinação dos recursos é que definirá se as Debêntures podem ou não constituir lastro de CRI.

107. A despeito de os lastros dos precedentes trazidos pela Recorrente serem constituídos por créditos imobiliários tradicionalmente aceitos em operações de emissão de CRI, tais operações não podem deixar de observar a finalidade da Lei nº 9.514/97.

108. Os precedentes acima mencionados parecem não ter sido analisados por esta área técnica sob esse prisma, talvez por conta de os mesmos terem tido como lastro créditos considerados imobiliários na sua origem, situação em que a destinação dos recursos captados com a emissão dos CRI não é fator determinante para se classificar o crédito como imobiliário, ou talvez por conta de as relações existentes entre as partes naquelas operações não terem sido destacadas na documentação das ofertas.

109. Não obstante, entendemos que tais precedentes não vinculam a atuação futura da SRE, e caso fossem analisados sob o aspecto da observância ou não à finalidade da Lei nº 9.514/97, talvez tivessem que ser reavaliados.

110. Nesse sentido, cabe destacar trecho do voto do então Presidente da CVM, Marcelo Trindade, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-0547, o qual foi acompanhado pelo Colegiado da CVM, em reunião datada de 10/07/2007:

“Por outro lado, é forçoso reconhecer, como fez a SRE, que em outros processos foi deferido o registro de operações similares para a emissão de CRI, por erro. Esse erro, entretanto, não confere à recorrente o direito a que a CVM persista no mesmo equívoco, o qual, uma vez verificado, deve ser corrigido. Não se aplica, aqui, o disposto no inciso XII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99, segundo o qual nos processos administrativos deve ser assegurada a “interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação”. Isto porque a interpretação erroneamente adotada — ainda que por omissão — não diz respeito à aplicação de sanções, ou a questões que repercutam nas relações do administrado com terceiros, mas apenas na concessão do registro, que deve ser sempre efetuado apenas nos casos e formas legais.”

111. A Recorrente ainda alegou que, não obstante existirem diversos exemplos de operações de securitização nas quais os recursos captados serão gastos no custeio de despesas relacionadas a fornecedores ou prestadores de serviço atuantes no setor imobiliário (i.e., despesas com construção e/ou manutenção de imóveis), não parece haver qualquer obrigatoriedade neste sentido na legislação ou na regulamentação aplicável.

112. Complementou a Recorrente ainda destacando que, efetivamente, os lastros clássicos de emissão de CRI – compra e venda de imóvel, financiamento imobiliário e locação – não se revestem de tal característica. Isso porque, na compra e venda e no financiamento imobiliário, os recursos ficam circunscritos à operação de compra e venda em si, e na locação os recursos são utilizados pelo locador (que capta os recursos) para qualquer finalidade que o mesmo queira – sem qualquer necessidade de estimular participantes do setor imobiliário.

113. Sobre o primeiro ponto, concordamos com a Recorrente que não há obrigatoriedade na legislação aplicável às ofertas de CRI no sentido de que os recursos oriundos da emissão dos referidos títulos sejam direcionados ao custeio de despesas relacionadas a fornecedores ou prestadores de serviço atuantes no setor imobiliário.

114. Conforme já mencionamos anteriormente, existem dois tipos de créditos passíveis de lastrear CRI, aqueles que são imobiliários na sua origem (como contratos de financiamento imobiliário, de aluguel e de compra e venda de imóveis) e aqueles que são imobiliários na sua destinação (como as debêntures).

115. No que se refere às operações lastreadas em créditos imobiliários na sua origem, entendemos que o vínculo imobiliário não depende da destinação dos recursos, pois

sempre haverá um imóvel que originou os referidos créditos, de modo que deve ser verificado apenas se a operação que gerou o lastro dos CRI observa a finalidade da Lei nº 9.514/97, ou se é uma operação que não tem outro sentido econômico, realizada única e exclusivamente para dar origem aos créditos imobiliários necessários para se emitir CRI, de modo que nem indiretamente atinja o objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro.

116. Já no que tange às operações lastreadas em créditos imobiliários na sua destinação, o vínculo imobiliário está ligado exatamente à destinação dos recursos captados com a operação, de modo que, na maioria das vezes, tal vinculação se dá, como bem observou a Recorrente, por meio de gastos no custeio de despesas relacionadas a fornecedores ou prestadores de serviço atuantes no setor imobiliário (i.e., despesas com construção e/ou manutenção de imóveis).

117. Não obstante, nada impede que tal vinculação ocorra por meio da destinação dos recursos captados com a operação de forma diversa das acima mencionadas, desde que observe a finalidade da Lei nº 9.514/97 ao criar os CRI, o que, em nosso entendimento, não ocorre na presente Oferta.

118. Quanto à alegação de que na compra e venda e no financiamento imobiliário, os recursos ficam circunscritos à operação de compra e venda em si, e na locação os recursos são utilizados pelo locador (que capta os recursos) para qualquer finalidade que o mesmo queira – sem qualquer necessidade de estimular participantes do setor imobiliário, reiteramos que tais operações constituem créditos imobiliários na sua origem, e que, nesses casos, a destinação dos recursos não é o fator que fará com que a operação atenda ou não aos objetivos da Lei nº 9.514/97, mas sim a transação em si que gerou tais créditos.

119. Nesse sentido, tanto operações de financiamento imobiliário e de compra e venda de imóveis, quanto operações de locação de imóveis, normalmente atingem esse objetivo de forma natural, pois já ocorrem no âmbito do mercado imobiliário brasileiro, a não ser que sejam artificialmente realizadas, desprovidas de sentido econômico, com o intuito exclusivo de gerar lastro para a emissão de CRI, ou seja, de viabilizar uma captação mais barata de recursos.

120. A Recorrente pontuou ainda que a SRE, em suas exigências, manifestou-se no sentido de que a operação em tela compreende a emissão de nova dívida, o que não seria verdade, visto que as debêntures que constituirão o lastro dos CRI são as mesmas que foram emitidas com a finalidade de adquirir o Imóvel Lastro. Todo o trâmite que ocorrerá com a repactuação e recompra dos referidos títulos para a tesouraria da Devedora é previsto na legislação aplicável e não acarreta em extinção das Debêntures. Ou seja, carece de fundamentação legal a alegação de que a cessão das Debêntures para a Securitizadora representaria a emissão de uma "nova dívida", pois isso pressupõe a extinção da anterior. Como tal extinção não ocorreu no caso concreto, para se admitir que a alegação formulada na exigência ora atacada é verdadeira, seria forçoso considerar que a Devedora, na realidade, duplicou sua dívida – pois a primeira (Debêntures) não foi extinta e uma nova teria sido emitida.

121. A esse respeito, cabe destacar que em nossas exigências foi pontuado que “a operação de emissão de CRI pretendida **essencialmente** se estrutura por meio de emissão de nova dívida corporativa”, e não que se tratava de nova dívida de fato.

122. Portanto, entendemos que, independente de não haver juridicamente nova dívida sendo criada com a operação em tela, o fato de haver a repactuação das Debêntures e sua posterior cessão à Securitizadora equivale a dizer que **na essência** houve a emissão de nova dívida, dado que os referidos títulos irão sofrer alterações significativas em suas principais condições (remuneração e prazo).

123. Não obstante, entendemos que a diferenciação acima em nada afeta as conclusões a que estamos chegando por meio do presente Memorando, sobre a impossibilidade de que a Oferta obtenha seu registro nas condições em que se apresenta.

124. Por fim, a recorrente alegou que a aquisição do Imóvel Lastro pela Devedora ocorreu em momento posterior à emissão das Debêntures e ao desembolso dos recursos decorrentes de sua integralização. Ou seja, a compra do Imóvel Lastro ainda não tinha ocorrido no momento em que o lastro imobiliário foi constituído. Assim, não há que se falar em reembolso do preço de aquisição do Imóvel Lastro com os recursos oriundos da Oferta, mas simplesmente em pagamento do preço de cessão das Debêntures, como em qualquer operação de securitização.

125. Ainda complementou a Recorrente no sentido de que caso o argumento de reembolso de valores mencionado nas exigências da SRE prospere, não poderia existir operação de securitização em que o lastro é constituído em momento temporal anterior ao da cessão dos créditos para a companhia securitizadora, sob pena de se estar sempre "reembolsando" algum valor que teria sido desembolsado pelo credor original da dívida. Nesse caso, nenhuma das operações de securitização realizadas tendo como lastro, por exemplo, financiamentos imobiliários existentes na carteira de uma instituição financeira ou companhia hipotecária, se enquadraria nos objetivos da Lei nº 9.514/97, pois em absolutamente todos os casos, o lastro securitizado é composto de centenas – ou milhares – de contratos de financiamento cujos recursos já foram desembolsados pelos bancos e a aquisição do imóvel já foi realizada.

126. Sobre o fato de o lastro imobiliário (emissão das Debêntures) ter sido constituído anteriormente à aquisição do Imóvel Lastro e que por isso não haveria que se falar em reembolso do preço de aquisição do referido imóvel com a emissão das Debêntures, cabe enfatizar que o reembolso a que estamos nos referindo é aquele que ocorre com o direcionamento dos recursos oriundos da emissão dos CRI.

127. Independentemente de tais recursos estarem sendo direcionados para pagar o preço da cessão das Debêntures à Securitizadora, em uma análise mais ampla, considerando que tais Debêntures já foram emitidas com cláusula de repactuação com o claro intuito de constituir lastro em operação futura de emissão de CRI (conforme comentamos anteriormente), entendemos que os recursos captados através da Oferta visam sim o reembolso do valor pago na aquisição do Imóvel Lastro.

128. Sobre o argumento de que mesmo nas operações tradicionais de emissão de CRI, onde o lastro é composto por contrato de financiamento imobiliário ou por contrato de compra e venda de imóveis, a transação imobiliária se deu no passado e a cessão dos créditos imobiliários representaria um reembolso do valor desembolsado por uma das partes na referida transação, cabe destacar que os exemplos trazidos pela Recorrente são de casos em que o crédito é imobiliário na sua origem.

129. Nesses casos, reafirmamos nosso entendimento de que a destinação dos recursos não é o fator que fará com que a operação atenda ou não aos objetivos da Lei nº 9.514/97, mas sim a transação em si que gerou tais créditos, conforme mencionamos nos parágrafos 118 e 119 acima.

130. Reafirmamos ainda, no que tange às operações lastreadas em créditos imobiliários na sua destinação, como ocorre no presente caso, que o vínculo imobiliário está ligado exatamente à destinação dos recursos captados com a operação e, em nosso entendimento, tal vínculo não poderia se dar por meio de reembolso de valor pago no âmbito de transações imobiliárias passadas.

131. Isso porque, nesses casos, de modo que a destinação dos recursos a imóveis possa cumprir com o objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro, observando a finalidade da Lei nº 9.514/97, tal destinação deve se dar posteriormente à captação dos recursos oriundos da emissão dos CRI.

132. Ademais, conforme comentamos nos parágrafos 74 a 79 acima, haveria o risco de que uma transação imobiliária pudesse ser utilizada indefinidamente para constituir lastro de CRI, desde que as debêntures, ou outro título que tenha sido emitido para financiar tal transação, possam ser repactuados diversas vezes, constituindo lastro de diversas emissões de CRI, uma seguida da outra.

VI. Conclusão

133. 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 nosso entendimento de que:

(i) a Oferta, da forma como foi estruturada, não observa a finalidade da Lei nº 9.514/97 ao criar os CRI, uma vez que conta com lastro em créditos considerados imobiliários pela sua destinação e os recursos oriundos da emissão serão direcionados, em essência, ao reembolso de valor gasto pela Devedora na aquisição de imóvel que a ela já pertencia indiretamente;

(ii) o direcionamento dos recursos oriundos de ofertas de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários pela sua destinação devem ocorrer a partir da emissão dos referidos títulos, não cabendo o direcionamento de recursos ao reembolso de gasto imobiliário realizado anteriormente à emissão dos CRI, por não cumprir com a finalidade prevista pela Lei nº 9.514/97.

Atenciosamente,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1

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

Atenciosamente,

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral

[1] <http://normas.receita.fazenda.gov.br/sijut2consulta/link.action?idAto=67494&visao=a->

[2] De se ressaltar que a hipótese não se confunde com aquela prevista no art. 33-A, da Lei 9.514/1997, que trata da transferência de dívida de financiamento imobiliário, com garantia real, inclusive sob a forma de sub-rogação, em que ocorre a "transferência da qualidade creditória para aquele que solveu a obrigação de outrem ou emprestou o necessário para isso". MARIO, Caio. Instituições de Direito Civil, vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 1999, p. 199. No caso, o credor originário transfere ao novo credor todos os direitos decorrentes do contrato de financiamento, liberando, assim, o mutuário de obrigações para consigo. Não se cuida, portanto, de reembolso, mas de refinanciamento de dívida imobiliária com transferência de credor.

[3] Neste sentido, o autor do anteprojeto da Lei nº 9.514/97, Melhim Namem Chalhub, nos ensina que "O novo modelo é distinto do SFH que José Maria Aragão refere-se à Lei nº 9.514/1997 como 'um divisor de águas no tratamento do problema habitacional no âmbito financeiro, ao incorporar uma filosofia radicalmente distinta da que inspirou a Lei 4.380, de 21.08.64...'. A distinção está particularmente no modo de mobilização de recursos e no objeto de sua aplicação, pois, enquanto o SFH opera mediante captação de recursos do público e sua aplicação em crédito habitacional, no SFH a captação de recursos se faz mediante venda de ativos (cessão de créditos) e sua aplicação tem por objeto o crédito imobiliário, em geral." (CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais. Estudos e Pareceres. 2012, página 500). Adicionalmente, completa que "ao criar condições para o funcionamento de um mercado secundário de crédito imobiliário, as Leis nºs 9.514/1997 e 10.931/2004 abriram perspectivas para a operações que limitavam os negócios de financiamento no setor ao crédito habitacional" (página 515 do referido livro).

[4] "Nos empreendimentos de base imobiliária (EBI), o foco do empreendedor é receber renda por meio da exploração do espaço físico edificado, sendo o exemplo mais corrente o dos escritórios para locação (EEL) (...)" (LIMA JUNIOR, João da Rocha. Real Estate: modelagem e investimentos em empreendimentos imobiliários / João da Rocha Lima Jr., Claudio Tavares de Alencar, Eliane Monetti. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. Página 376)

[5] Neste sentido, o Professor João Rocha da Lima Jr. e o Professor Cláudio Tavares de Alencar, publicaram o seguinte: "(...) Não há no mercado oferta de financiamentos de longo prazo, a taxas sustentáveis pela capacidade de geração de renda dos EBI, de forma que os empreendedores não dispõem do meio mais tradicional para alavancagem da sua capacidade de investimento nesse setor. Como resultado, a demanda deve ser respondida com empreendimentos produzidos exclusivamente recursos de investimento de capital próprio de investidores." (Boletim Técnico da Escola Politécnica da USP – Departamento de Engenharia de Construção Civil, 2004).

[6] Com a introdução da Medida Provisória nº 2.223, de 4 de setembro de 2001, posteriormente convertida na Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, conforme alterada ("Lei nº 10.931/04"), foi permitido que a alienação fiduciária de bem imóvel garanta qualquer espécie de obrigações.

[7] "Art. 7º O CRI terá as seguintes características:

I - nome da companhia emitente;

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

III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";

IV - forma escritural;

V - nome do titular;

VI - valor nominal;

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

VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;

IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;

X - lugar de pagamento;

XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem."

[8] "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."

[9] "48. Nesse modelo de CRI lastreado em debêntures, tal vinculação deve se dar por meio da destinação dos recursos obtidos com a emissão a imóveis específicos, que deverão estar devidamente identificados no Termo de Securitização."

[10] CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais. Estudos e Pareceres. 2012, página 491.

[11] O autor do anteprojeto da Lei nº 9.514/97, Melhim Namem Chalhub, assevera ainda que "presumivelmente, um dos motivos que leva o investidor a optar pela compra de um título lastreado por um crédito imobiliário é a certeza de que há um imóvel vinculado ao crédito, de modo que, em caso de inadimplemento do devedor, essa vinculação lhe confere legitimidade para promover a venda do imóvel e apropriar-se do produto da venda, até o limite do seu crédito." (CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais. Estudos e Pareceres. 2012, página 491).

[12] Cabe à D. Comissão o papel de regulamentar o mercado de capitais brasileiro, o que o fez, no caso dos certificados de recebíveis imobiliários, por meio da Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998, posteriormente revogada pela atual e vigente Instrução CVM 414. Neste sentido, a CVM tem a incumbência de certificar se as operações de securitização imobiliária estão devidamente enquadradas no ordenamento jurídico pátrio. Assim, como podemos verificar pelos precedentes apontados neste Recurso (dentre outras operações não elencadas) e nas análises feitas por esta D. CVM no âmbito do Processo CVM RJ 2001/1981, examinado pelo Colegiado em 14.05.2002, dos Processos CVM RJ2006/6905 e RJ2007/0547, examinados pelo Colegiado em 10.07.2007, do Memorando CVM 84 e do Memorando CVM 4, podemos inferir que esta D. Comissão, em linha com a intenção do legislador e dos interesses do Governo, podemos notar o reiterado entendimento pela CVM de que operações cujo lastro seja locação comercial (independentemente do objeto social da locadora/cedente), compromisso de compra e venda, debêntures imobiliários (emitidas tanto para financiamento residencial quanto comercial) são passíveis de serem enquadradas como objeto da Lei nº 9.514/97, e, portanto, passíveis de vinculação em certificados de recebíveis imobiliários.

[13] "§ 3º É facultado à companhia adquirir debêntures de sua emissão:

I - por valor igual ou inferior ao nominal, devendo o fato constar do relatório da administração e das demonstrações financeiras; ou

II - por valor superior ao nominal, desde que observe as regras expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários."

[14] BM&FBOVESPA. Guia de Debêntures - Emissor. Outubro de 2015. Consultado em 15 de fevereiro de 2017.

[15] Vide Parecer/CVM/SJU/Nº 074/82, emitido pela então Superintendência Jurídica (atual Procuradoria Federal Especializada) da CVM em 18 de outubro de 1982.

[16] Que teve por objeto parte da redação da Medida Provisória n.º 517, de 2010, acerca do regime legal das debêntures.

[17] Vide Relatório de Análise da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado acerca da Audiência Pública SDM n.º 01/11.

[18] Pereira, Caio Mário da Silva. Instituições de Direito Civil. 20ª ed. Rio de Janeiro. Forense, 2005. Vol. II.

[19] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1959, tomo XXV, §3.019, p. 73.

[20] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1959, tomo XXIV, §2.968-2.999, p. 315.

[21] Superior Tribunal de Justiça. Relator Ministro Mauro Campbell Marques, Segunda Turma. AgRg no REsp 1563629 / RS Agravo Regimental no Recurso Especial 2015/0272827-3. Julgado em 24 de novembro de 2015. Consultado em 15 de fevereiro de 2017.

[22] PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado*. Rio de Janeiro: Borsoi, 1959, tomo XXV, §3.008, p. 38

[23] MONTEIRO, Washington de Barros. Curso de Direito Civil: Direito das Obrigações. São Paulo : Saraiva, 1979, p. 326.

[24] Link para a localização do prospecto definitivo da oferta para maiores informações: https://downloads.xpi.com.br/BO/11072016_PROSPECTO_DEFINITIVO_IGUATEMI.pdf.

[25] Link para a localização do prospecto definitivo da oferta para maiores informações: http://downloads.xpi.com.br/BO/23092015_PROSPECTO_DEFINITIVO.pdf

[26] Link para a localização do prospecto definitivo da oferta para maiores informações: https://www.bradescobbi.com.br/Site/Ofertas_Publicas/Default.aspx (neste site localizar "CRI Gararapes" e acessar o "Prospecto Definitivo").

[27] Link para a localização do prospecto definitivo da oferta para maiores informações: https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itaubBBA/Prospectos/CRI_BR_Distribuidora_Prospecto_Definitivo_99_e_100_Series_da_1_Emissao_da_pdf

[28] Link para a localização do prospecto definitivo da oferta para maiores informações: https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itaubBBA/Prospectos/CRI_Petrobras_-_Prospecto_definitivo_-_85,_86_e_87_Series_da_1_Emissao_da_RB.pdf

[29] http://www.bfre.com.br/braziliansecurities/images/arquivos/cri/documentos/CRI_BS%20302,303,304_prospecto%20definitivo_05.12.2013.pdf

[30] Link para a localização do prospecto definitivo da oferta para maiores informações: https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itaubBBA/Prospectos/CRI_BR_Malls_Prospecto_Definitivo_97,_98_e_99_Series_da_1_Emissao_da_RB_Co.pdf

[31] Link para a localização do prospecto definitivo da oferta para maiores informações: <http://rbcapitalsecuritizadora.com/emissoes/rb-capital-securitizadora-sa/default.aspx?tipo=securitizadora&id=57> (neste site, selecionar em Prospecto no item "Documentos da Operação")

[32] A Companhia tem por objeto social (i) a compra, venda e incorporação de imóveis comerciais prontos ou a construir; (ii) a administração de imóveis próprios ou de terceiros; (iii) o arrendamento, exploração comercial, locação e sublocação de imóveis comerciais próprios ou de terceiros, incluindo imóveis comerciais construídos sob medida (built-to-suit) pela Companhia; (iv) a prestação de serviços de consultoria de negócios; e (v) a participação em sociedades, associações, fundos de investimento imobiliário ou fundos de investimento em participações.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 07/03/2017, às 14:58, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 07/03/2017, às 15:22, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 07/03/2017, às 19:26, 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 **0238251** e o código CRC **DDF87ABA**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0238251** and the "Código CRC" **DDF87ABA**.