



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

VOTO

Interessados: RB Capital Companhia de Securitização
BR Properties S.A.

Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis imobiliários da 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização

Manifestação de Voto

1. Trata-se de recurso (“Recurso”) apresentado pela RB Capital Companhia de Securitização (“Ofertante”) e pelo Banco Itaú BBA S.A., na qualidade de coordenador líder (em conjunto com a Ofertante, “Recorrentes”) contra exigências da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de até 550.000 certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”), com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o total de até R\$ 550.000.000,00.
2. Segundo consta do pedido, o lastro dos CRI consiste em 550.000 debêntures (“Debêntures”) no valor total de R\$550.000.000,00 emitidas pela BR Properties S.A. (“Devedora” ou “Companhia”) em dezembro de 2016 e subscritas, na ocasião, por nove fundos de investimento (“Debenturistas”).
3. As Debêntures possuem cláusula de repactuação das suas condições (incluindo prazo e remuneração), em até 180 dias contados da data de sua emissão, por decisão do conselho de administração da Companhia^[1].
4. A não aceitação da repactuação pelos Debenturistas ensejará a recompra dos referidos títulos pela Companhia, que poderá cedê-los à Ofertante, a qual, por sua vez, emitirá uma cédula de crédito imobiliário (“CCI”) representativa das Debêntures para fins de constituição do lastro dos CRI.

5. Por outro lado, na hipótese de os Debenturistas concordarem com a repactuação das condições das Debêntures, estas não serão cedidas à Ofertante, o que ensejará a não emissão dos CRI e a consequente revogação da Oferta.
6. Os recursos obtidos pela Companhia mediante a emissão das Debêntures já foram integralmente utilizados, em dezembro de 2016, na aquisição de imóvel pertencente ao Ventura II-A - Fundo de Investimento Imobiliário FII (“Imóvel” e “Fundo Ventura”, respectivamente), cujo único cotista é a própria Devedora.
7. Já os recursos captados com a Oferta, conforme consta do prospecto preliminar, *“serão utilizados exclusivamente pela Emissora para pagar à Cedente o Valor da Cessão e, por consequência, tais recursos não impactarão a situação patrimonial e os resultados da Emissora”*.
8. Diante desse contexto, a SRE encaminhou ofício de exigências, informando que (i) não seria possível estruturar uma oferta de CRI lastreada em debêntures cujos recursos captados sejam destinados ao reembolso de valor pago em transação imobiliária realizada antes da emissão dos CRI; e (ii) a Oferta não estaria observando à finalidade da Lei nº 9.514/1997 (“Lei 9.514”), considerando tratar-se de reembolso de valor pago na aquisição de imóvel que já pertencia à Devedora.
9. Paralelamente, em resposta à consulta da área técnica, a Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE-CVM”) corroborou o posicionamento da SRE acima por entender, resumidamente, que:
 - a) Os créditos terão natureza imobiliária quanto à destinação desde que a dívida tenha sido contraída para o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro e seu pagamento seja efetuado com recursos decorrentes da exploração do objeto social de empresa do setor imobiliário; e
 - b) No caso concreto, 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 por meio do Fundo Ventura, sem qualquer contrapartida ao mercado imobiliário brasileiro, o que inviabilizaria a caracterização dos créditos corporativos que servirão de lastro à operação como imobiliários, no que toca à sua destinação.
10. No Recurso, a Ofertante alega, destacadamente, que:
 - a) A Lei 9.514 limitou-se a dispor que o CRI é um título de crédito lastreado em créditos imobiliários, estabelecendo taxativamente as características que os CRI devem apresentar, o que teria sido atendido no caso concreto;

b) O lastro dos CRI objeto da Oferta são debêntures emitidas pela Devedora cujos recursos captados foram destinados a um propósito imobiliário e a Devedora é uma companhia atuante no mercado imobiliário brasileiro, conforme seu objeto social;

c) Assim, a Oferta estaria atingindo o objetivo expressamente consignado na Lei 9.514 de promover o financiamento imobiliário em geral, sem qualquer restrição de natureza;

d) Não se deveria questionar o fato de o Fundo Ventura ter a Devedora como única cotista, como se não houve independência entre as duas entidades, uma vez que a referida transação foi feita a valor de mercado, além de seguir todos os requisitos legais que se impõem para sua realização;

e) Inexiste vedação, na legislação, a que operações realizadas por veículos pertencentes ao mesmo grupo econômico sejam utilizadas como lastro em operações de securitização;

f) A recompra das Debêntures pela Devedora não representa emissão de nova dívida, pois a única dívida existente durante a vigência dos CRI será aquela decorrente das Debêntures emitidas em dezembro de 2016, cuja devedora é a Companhia, e a sua repactuação não acarreta, em nenhuma hipótese, extinção ou novação; e

g) A aquisição do Imóvel pela Devedora ocorreu em momento posterior à emissão das Debêntures, ou seja, antes da constituição do lastro imobiliário, de modo que não há que se falar em reembolso, mas sim em pagamento do preço de cessão das Debêntures.

11. A SRE manteve a sua posição inicial pelo indeferimento do Recurso, pelas razões já apresentadas.

12. Como bem colocado pela área técnica, são vários os pontos controvertidos nesse Processo. No entanto, entendo que a definição sobre se há, na presente operação, crédito imobiliário à luz da Lei 9.514 combinada com a Instrução CVM nº 414/2004 (“Instrução 414”), é uma discussão que precede às demais questões levantadas pelo Recorrentes e pela SRE.

13. Devido a certas particularidades inerentes ao caso concreto, conforme passarei a defender mais adiante, entendo que as Debêntures não cumprem com o conceito de crédito imobiliário para fins de emissão pública de CRI, pelo que não é necessário adentrar, nessa ocasião, na avaliação da regularidade ou não das demais características da Oferta.

14. Na ausência de uma clara definição legal, esse conceito vem sendo lapidado pelo Colegiado da CVM, desde pelo menos 2002, em diversas ocasiões^[2].

15. No que importa para o presente caso, os três precedentes mais recentes tratavam de ofertas públicas de distribuição de CRI com lastro em debêntures emitidas por companhias abertas atuantes no setor imobiliário, em que os recursos obtidos com a emissão dos certificados seriam utilizados pelas respectivas securitizadoras para pagamento à cedente do valor da cessão, o qual seria empregado no financiamento de determinados empreendimentos imobiliários específicos e previamente identificados pelas devedoras[3].
16. Acompanhando o entendimento da SRE, o Colegiado anuiu com a possibilidade de emissão de CRI cujo lastro fosse constituído por créditos imobiliários na sua destinação (as chamadas dívidas corporativas), e não apenas os créditos imobiliários tradicionais (que se originam de financiamento imobiliário ou da compra e venda de um imóvel). As decisões também consideraram que as devedoras das debêntures atuavam no setor imobiliário, de modo que o fluxo de pagamentos do CRI seria resultante de atividades desempenhadas no setor.
17. Portanto, não há dúvidas de que, atualmente, a posição prevalecente é a de que não apenas os créditos imobiliários tradicionais, mas também as dívidas corporativas são passíveis de lastrear a emissão de um CRI.
18. Ocorre que, no caso concreto, embora as Debêntures emitidas pela Companhia sejam, de fato, uma dívida corporativa, da maneira como foi estruturada, elas não podem ser consideradas como crédito imobiliário hábil a lastrear a presente oferta pública de CRI.
19. Isso porque, analisando as informações disponíveis no *website* da CVM a respeito do Fundo Ventura, verificou-se que, em 8.12.2016, ou seja, no dia seguinte à emissão das Debêntures, foi realizada assembleia geral extraordinária de cotistas que aprovou, dentre outros, a venda do Imóvel à Companhia por R\$550.000.000,00 e a subsequente liquidação do Fundo Ventura com entrega da totalidade do seu patrimônio aos cotistas.
20. Considerando que a Devedora é cotista exclusiva, os recursos que ingressaram no patrimônio do Fundo Ventura em decorrência da emissão das Debêntures foram imediatamente retornados à Companhia, em sua quase totalidade, por meio da amortização e resgate de cotas. Essa informação pode ser confirmada nas demonstrações financeiras divulgadas pelo Fundo Ventura, segundo as quais parte das cotas teria sido amortizada em espécie, com recursos provenientes da venda do Imóvel[4].
21. Assim, estamos diante de uma situação em que os valores captados por meio da emissão de dívida terminaram no caixa da própria Devedora, livres de qualquer destinação, uma vez que a liquidação do Fundo Ventura foi deliberada na mesma ocasião da aprovação da venda do Imóvel, logo no dia seguinte à emissão da dívida.

22. Ou seja, desde o princípio já se sabia que os recursos utilizados para a aquisição do Imóvel seriam direcionados, na realidade, ao caixa da própria Companhia, desvinculados de qualquer projeto imobiliário específico.
23. Nesse sentido, da forma como foi estruturada e de acordo com as informações disponíveis, a operação, no caso concreto, aparenta ser desprovida de substância econômica e ter sido idealizada com o objetivo principal de constituir, de maneira artificial, o lastro do CRI.
24. E, como se pode observar da jurisprudência da CVM desenhada ao longo do tempo, no CRI por destinação, os recursos arrecadados com a dívida corporativa devem sempre ser empregados pela devedora em atividade legítima relacionada ao mercado imobiliário, previamente indicada nos documentos da oferta.
25. Nesse contexto, portanto, a emissão pública de CRI não pode representar mera operação de capitalização da empresa devedora, o que desvirtuaria a essência da Lei 9.514, mas sim estar vinculada ao efetivo financiamento de um projeto imobiliário.
26. Sob essa dinâmica em que, na prática, os valores captados com as Debêntures não deixaram o patrimônio da Devedora, denotando uma ausência de destinação real, portanto, não me parece que a dívida corporativa de que se trata possa ser considerada como um crédito imobiliário hábil a lastrear a emissão de CRI nos termos da Instrução 414, Lei 9.514 e precedentes da CVM.
27. Nesses termos, o Recurso não merece provimento.
28. É como voto.

Rio e Janeiro, 26 de junho de 2017.

Leonardo P. Gomes Pereira

Presidente

[1] Segundo a cláusula 6.26.1, item VIII, da escritura de Debêntures, a não repactuação no prazo indicado acarreta o vencimento automático das obrigações decorrentes das Debêntures.

[2] Processo CVM nº RJ2001/1981, decidido em 14.5.2002; Processo CVM nº RJ2002/3032, decidido em 13.5.2003; Processos CVM nº RJ2006/6905 e RJ2007/0547, decididos em 10.7.2007; Processo

CVM nº RJ2012/12177, apreciado nas reuniões de 26.3 e 13.6.2013.

[3] Processo CVM nº 19957.000587/2016-51, decidido em 16.8.2016 (Cyrela Brazil Realty S.A.); Processo CVM nº 19957.009281/2016-61, decidido em 24.1.2017 (Aliansce Shopping Centers S.A.); e Processo CVM nº 19957.001682/2017-53, decidido em 2.5.2017 (Direcional Engenharia S.A.), todos originados em pedidos de dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414.

[4] Nota Explicativa nº 8, item “a”, das Demonstrações Financeiras em 29.12.2016 (data de encerramento das atividades do Fundo Ventura).



Documento assinado eletronicamente por **Leonardo Porciúncula Gomes Pereira, Presidente**, em 27/06/2017, às 13:41, 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 **0307629** e o código CRC **DC8DAB57**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0307629 and the "Código CRC" DC8DAB57.