COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 36/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 17 de maio de 2018.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Pedido de registro de oferta pública de distribuição dos CRI da 103ª série da 1ª emissão da Ápice Securitizadora S.A. - Processo CVM nº 19957.001939/2018-58**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de distribuição ("Oferta") de Certificados de Recebíveis Imobiliários ("CRI") da 103ª série da 1ª emissão da Ápice Securitizadora S.A. ("Ofertante", "Securitizadora"), que encontra-se em análise no âmbito do Processo em referência.
2. Os CRI terão como lastro uma cédula de crédito imobiliário ("CCI") representativa de crédito imobiliário devido integralmente pela Sociedade Beneficente Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein ("Devedora", ou "Hospital Albert Einstein"), decorrentes de cédula de crédito bancário ("CCB") emitida em favor do Banco Safra S.A.
3. A Ofertante solicita dispensa de observância do requisito previsto pelo inciso III do § 1º do art. 5º da Instrução CVM nº 414/04 ("Instrução CVM 414"), que requer que, caso seja ultrapassado o limite de 20% por devedor ou coobrigado em relação aos créditos imobiliários que lastreiam os CRI, como ocorre no caso em tela, o devedor ou coobrigado em questão deverá ser sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404/76 ("LSA"), e auditadas por auditor independente registrado na CVM.
4. Tendo em vista que a Devedora é constituída como uma associação civil sem fins lucrativos, a Ofertante embasa seu pedido de dispensa indicando que o Hospital Albert Einstein, apesar de não ser organizado como uma sociedade empresarial, tem suas demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a LSA e auditadas pela PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes.
5. Assim, conforme será visto em detalhes na seção "II – Alegações da Ofertante" do presente Memorando, a Ofertante entende que o fato de a Devedora ser uma

associação civil sem fins lucrativos em nada prejudicaria a situação do titular do CRI.

I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta

6. A Oferta prevê a distribuição de 400.000 CRI, com valor nominal unitário de R$ 1.000,00, perfazendo o total de até R$ 400.000.000,00, sob o regime de garantia firme de colocação, a qual será intermediada pelo Banco J. Safra S.A e pelo BB Banco de Investimento S.A. e vencerão em 2025.

7. Conforme mencionamos na parte inicial do presente Memorando, os CRI terão como lastro uma CCI representativa de crédito imobiliário devido integralmente pela Devedora, decorrentes de CCB emitida em favor do Banco Safra S.A.

8. A presente emissão de CRI contará ainda com regime fiduciário dos créditos imobiliários que comporão o lastro dos referidos títulos, os quais serão destacados do patrimônio da Emissora, constituindo, dessa forma, patrimônio separado, destinando-se especificamente ao pagamento dos CRI e das demais obrigações relativas ao regime fiduciário.

9. Os CRI contarão ainda, em garantia, com a alienação fiduciária de imóvel (terreno localizado no bairro do Morumbi, na cidade de São Paulo – "Terreno"), no qual será desenvolvido o empreendimento imobiliário para o qual a Devedora se compromete a destinar os recursos oriundos da Oferta ("Empreendimento Lastro").

10. O Empreendimento Lastro, por sua vez, trata-se do prédio que abrigará o Centro de Ensino e Pesquisa do Hospital Albert Einstein.

11. Segundo consta da documentação da Oferta, a construção do referido Empreendimento Lastro ainda não foi iniciada, sendo que se estimam gastos com sua construção no valor de R$ 63 milhões em 2018, R$ 199 milhões em 2019 e R$ 225,6 milhões em 2020, perfazendo um total de R$ 487,6 milhões, montante suficiente para alocação do volume total da Oferta em tela.

12. Os CRI serão admitidos para negociação no mercado secundário nos módulos CETIP 21 e PUMA, ambos administrados e operacionalizados pela B3.

13. Os CRI serão distribuídos exclusivamente a investidores que se enquadrem no conceito de investidor qualificado ou profissional, conforme definidos nos artigos 9º-A e 9º-B da Instrução CVM nº 554/14.

14. Já os recursos obtidos com a emissão dos CRI serão destinados pela Devedora para construção e desenvolvimento do Empreendimento Lastro no Terreno, não sendo admitida a alocação de tais recursos ao reembolso de custos já incorridos e desembolsados pela Devedora referentes à aquisição do Terreno e/ou ao desenvolvimento do Empreendimento Lastro.

15. Conforme se verifica da documentação da Oferta, a Devedora não poderá incluir novos empreendimentos como destinatários dos recursos oriundos da Emissão, devendo o Empreendimento Lastro permanecer o mesmo até a Data de Vencimento.

16. Ainda, verifica-se, no que tange à destinação de recursos da Oferta em tela, que a mesma está em linha com precedente similar recentemente deliberado pelo Colegiado da CVM[1], destacando-se o fato de a operação em análise observar o requisito legal previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/97 (*"individuação do imóvel a que esteja vinculado"*), uma vez que os recursos a serem captados por meio dos CRI serão destinados a imóvel específico, previamente identificado na documentação da Oferta, até o vencimento dos referidos títulos, devendo tal destinação ser comprovada junto ao Agente Fiduciário da operação por meio de relatórios a serem elaborados

trimestralmente pela Devedora até que haja a efetiva destinação da totalidade dos recursos captados no âmbito da Oferta.

II. Alegações da Ofertante

17. Com vistas a obter o sucesso de seu pleito, a Ofertante encaminhou a fundamentação abaixo transcrita, com os grifos originais:

> *"(...)*
>
> *1. Em 6 de março de 2018 foi apresentado a essa D. CVM o pedido de registro da Oferta em referência, a qual consiste em uma distribuição pública de certificados de recebíveis imobiliários pela Emissora, com lastro no Crédito Imobiliário.*
>
> *2. Tendo em vista a peculiaridade residente no fato de que, no caso ora em análise, a Devedora da totalidade do Crédito Imobiliário foi constituída sob a forma de **associação civil** (e não sob a forma de sociedade empresária), no próprio pedido de registro da Oferta acima mencionado foi incluído pedido de dispensa do requisito constante no parágrafo 1º do artigo 5º da Instrução CVM 414[2] ("Pedido de Dispensa de Requisito").*
>
> *3. Posteriormente, em 4 de abril de 2018, a CVM enviou o Ofício n.º 21/2018-CVM/2018/CVM/SRE/SEP ("Ofício CVM") para comunicar as exigências realizadas para registro da Oferta, dentre as quais se destaca a exigência 3.5.21, abaixo transcrita:*
>
> > *"3.5.21 Com relação ao pleito de dispensa do requisito previsto no §1º do artigo 5º da Instrução CVM 414, informamos que o mesmo deverá ser submetido à apreciação pelo Colegiado da CVM, o que se dará tempestivamente ao longo do prazo de análise do pedido de registro da Oferta."*
>
> *4. Nesse sentido, gostaríamos de prestar alguns esclarecimentos e trazer ao conhecimento de V.Sas. algumas premissas a serem adotadas no cumprimento das exigências formuladas através do Ofício CVM, de forma a possibilitar e fundamentar a análise do Pedido de Dispensa de Requisito pelo Colegiado da CVM, nos termos da legislação aplicável.*
>
> ***II. Cumprimento de Determinadas Exigências – Complemento ao Pedido de Registro***
>
> *5. De forma a viabilizar a análise do Pedido de Dispensa de Requisito, informamos a V.Sas. que as exigências constantes do Ofício CVM abaixo transcritas serão tempestivamente cumpridas na forma abaixo prevista:*
>
> > *- Exigência 3.2.9: Fatores de Risco - Aperfeiçoar redação, em linha com a Decisão do Colegiado de 26/01/2010, no âmbito do Processo CVM Nº RJ-2009-6814, incluindo fator de risco específico ao fato de a Devedora não ser uma sociedade empresária as implicações advindas de sua natureza específica, a fim de informar adequadamente os investidores acerca dos riscos característicos da insolvência civil, a que se sujeita a Devedora;*
>
> *Em atendimento a essa exigência, pretendemos incluir no Prospecto Preliminar, na seção de "Fatores de Riscos – Riscos Relacionados aos CRI e à Oferta" um fator de risco específico sobre o fato de a Devedora ser uma associação civil e as consequências advindas disso, em especial informando acerca dos riscos característicos da insolvência civil nos seguintes termos:*

"Risco Relativo à Insolvência da Devedora

A natureza de associação civil sem fins lucrativos faz com que a Devedora esteja sujeita aos procedimentos de insolvência civil, um regime que possui menos privilégios jurídicos em relação aos demais devedores sujeitos à lei de falências.

A Devedora é uma associação civil sem fins lucrativos, não sendo caracterizada portanto como uma sociedade empresária sujeita aos institutos previstos na Lei nº 11.101/2005, como recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência. Consequentemente, aplica-se à Devedora, em eventual cenário de insolvência, as regras relativas à insolvência civil, regulada pelos artigos 748 e seguintes da Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973 (Código de Processo Civil anterior), conforme estabelecido no art. 1.052 da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).

Em um cenário de insolvência, o devedor pode acordar com seus credores a forma de pagamento de seus débitos no procedimento de insolvência civil (art. 783 do CPC/73). A Lei nº 11.101/05, por meio dos institutos das recuperações judicial e extrajudicial, apresenta regras expressas que favorecem o acordo com os credores, bem como indica expressamente diferentes meios de recuperação do devedor, a fim de que a empresa em recuperação possa retomar a sua capacidade de honrar com as obrigações decorrentes de suas atividades. A título exemplificativo, em uma recuperação judicial ou extrajudicial, todos os credores submetidos a esses procedimentos receberão seus créditos na forma prevista no plano de recuperação, o qual deve ser aprovado pelos credores de acordo com os critérios e quóruns estabelecidos na lei. Em uma insolvência civil, por outro lado, o acordo sobre a forma de pagamento aos credores deve ter a concordância da totalidade dos credores do devedor, o que consequentemente torna mais difícil a sua aprovação.

O fato de a Devedora estar sujeita às regras de insolvência civil e não às previstas na Lei nº 11.101/05 poderá, portanto, fazer com que a Devedora tenha maior dificuldade em se recuperar economicamente e honrar com suas obrigações perante seus credores em um eventual processo de insolvência civil, principalmente se comparado com os processos de recuperação judicial ou extrajudicial, ou de falência. Consequentemente os titulares dos CRI poderão ter maiores dificuldades de reaver os valores investidos em casos de insolvência da Devedora, se comparado às sociedades empresárias devedoras sujeitas às regras da Lei nº 11.101/05.

Portanto, o instituto da insolvência desfavorece a Devedora (como única devedora do Crédito Imobiliário que lastreia os CRI) e seus credores, visto que o instituto da falência cria mecanismos mais amplos de recuperação do devedor."

(...)

III. O Artigo 5º da Instrução CVM 414 e seus Objetivos

6. A restrição quanto à concentração de créditos imobiliários em único devedor prevista no artigo 5º da Instrução CVM 414 tem origem na preocupação de um aumento do risco associado à inadimplência de devedores responsáveis por percentuais expressivos da dívida que lastreia os CRI. No entanto, em diversas operações tal restrição pode ser pouco razoável. Dessa forma, a própria Instrução cria exceções a esta regra em determinadas hipóteses, desde que sejam oferecidas informações adicionais sobre os referidos devedores.

7. Nesse sentido, o Edital de Audiência Pública da CVM n.º 04/2006 de 24 de abril de

2006 prevê que:

> *"Observou-se, porém, que a mitigação da exigência em questão poderá acarretar um aumento do risco associado à inadimplência de devedores responsáveis por volumes expressivos dos créditos imobiliários. Nesse passo, a solução concebida para conciliar a necessidade de proteção dos investidores, e ao mesmo tempo acolher a manifestação dos participantes da audiência pública, é a instituição de exigência de disponibilização de informações sobre devedores ou coobrigados expressivos dos créditos imobiliários que servem de lastro para a emissão dos CRI.*
>
> *Em operações de securitização, o elemento de análise de maior relevância para os investidores reside nas características dos créditos que servem de lastro para a emissão de valores mobiliários. Assim, a disponibilização de informações sobre a situação financeira e patrimonial dos devedores expressivos é medida que se impõe, de forma a se permitir que os investidores possam mensurar adequadamente o risco do investimento ofertado."*

8. Pode-se observar do disposto acima que a finalidade de proporcionar informações adicionais sobre o devedor que concentre mais de 20% dos créditos imobiliários que lastreiam operações de CRI encontra-se atendida no caso em referência, tendo em vista que (i) as demonstrações financeiras da Devedora elaboradas de acordo com a Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada ("Lei n.º 6.404/76") e auditadas por auditor independente, devidamente registrado na CVM, serão apresentadas em anexo ao Prospecto; e (ii) as demais informações exigidas pela Instrução CVM 400 para devedores responsáveis por mais de 20% dos créditos imobiliários foram devidamente incluídas no Prospecto da Oferta.

IV. Precedentes Aplicáveis

IV.1. FIDC SETRANSP

9. Esse precedente trata de dispensa de requisito previsto no artigo 40-A, §1º da Instrução CVM n.º 356, de 17 de dezembro de 2001, conforme alterada ("Instrução CVM 356")[3] e foi objeto de decisão do Colegiado da CVM em reunião de 7 de outubro de 2008 (Proc. CVM nº RJ 2008/7080, "Precedente SETRANSP"). Tal dispensa se refere à necessidade de um fundo de investimento em direitos creditórios ("FIDC") poder adquirir direitos creditórios de um devedor que represente mais de 20% do seu patrimônio líquido apenas nos casos excetuados na própria norma, dentre os quais se destaca o devedor (i) ser uma sociedade empresária; e (ii) possuir demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a Lei n.º 6.404/76 e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

10. Tendo em vista a similaridade entre o disposto no artigo 40-A, §1º da Instrução CVM 356 e o previsto no artigo 5º, §1º da Instrução CVM 414, entendemos que a análise do Precedente SETRANSP colabora com o entendimento do caso ora em análise.

11. O Precedente SETRANSP trata de um FIDC que possui como único devedor o Sindicato das Empresas de Transporte Coletivo Urbano de Passageiros de Goiânia ("SETRANSP"), uma associação civil constituída sob a forma de sindicato. O objetivo principal do FIDC era a aquisição dos direitos creditórios representados pelas faturas diárias de serviços sacadas contra o SETRANSP pelas concessionárias do serviço de transporte público em Goiânia, tendo em vista que a SETRANSP é

responsável por toda arrecadação de receitas do serviço de transporte urbano, a qual é repassada às concessionárias de acordo com faturas diárias geradas de forma automática.

12. A decisão do Colegiado da CVM no Precedente SETRANSP foi favorável à concessão de dispensa de requisito, com base em determinados argumentos, dentre os quais se destacam: (i) o fato de a SETRANSP possuir demonstrações financeiras relativas ao último exercício social devidamente auditadas por auditor independente registrado na CVM; (ii) existência de fator de risco relativo à concentração dos créditos em único devedor e à possível insolvência da SETRANSP.

IV.2. CRI Hospital Sabará

13. Esse precedente trata de dispensa de requisito previsto no artigo 5º, §1º da Instrução CVM 414 e foi objeto de decisão do Colegiado da CVM em reunião de 26 de janeiro de 2010 (Processo CVM nº RJ 2009/6814, "Precedente Hospital Sabará"). Tal dispensa se refere à necessidade de um único devedor categorizado como fundação de direito privado ser o único devedor de créditos imobiliários que serviam de lastro para a emissão de CRI.

14. Em síntese, no caso de que ora se trata neste item, o pedido de dispensa teve por base os seguintes principais argumentos: (i) existência nos instrumentos constitutivos do Hospital Sabará de obrigação de elaborar anualmente suas demonstrações financeiras, as quais deverão ser auditadas por auditor independente; (ii) a insolvência civil a que está sujeita as fundações "revela-se um processo equivalente ao da falência para o devedor não comerciante que deixa de ter, em sua esfera de responsabilidade patrimonial, bens suficientes para responder por suas dívidas (artigo 748 do CPC) ou que age de forma a demonstrar a seus credores fortes indícios de desequilíbrio patrimonial (artigo 750 do CPC)"[4]; e (iii) existência de concessão de dispensa de requisito no caso do Precedente SETRANSP.

15.O pedido de dispensa de requisito contido no artigo 5º, §1º da Instrução CVM 414 no Precedente Hospital Sabará foi concedido por maioria, com base em memorando da área técnica que recomendou a concessão de dispensa com base nos seguintes fatos:

(i) as demonstrações financeiras do Hospital Sabará, relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão dos CRI, devidamente auditada por auditor independente constavam como anexo o prospecto da oferta, nos termos dos itens 5.3 e 6.1 do Anexo III-A da Instrução CVM 400;

(ii) constar do prospecto compromisso de o Hospital Sabará atualizar anualmente suas demonstrações financeiras auditadas junto à Securitizadora "até a data de vencimento dos CRI";

(iii) consta do boletim de subscrição redação em que o investidor declara ter conhecimento da natureza jurídica do devedor e dos fatores de risco relativos a tal questão; e

(iv) inclusão no Prospecto de fatores de risco relativos à concentração dos créditos imobiliários que lastreiam os CRI em devedor único e à possível insolvência do Hospital Sabará.

V. Razões para concessão de dispensa do requisito previsto no §1º do artigo 5º da Instrução CVM 414

16. Sobre o pedido de dispensa objeto da presente correspondência, inicialmente observamos que a Instrução CVM 400 dispõe em seu artigo 4º que:

"Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.

§ 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

I - a categoria do registro de companhia aberta (art. 4º, § 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976);

*II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados **ou o valor total da oferta**;*

III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º);

IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;

V - características da oferta de permuta;

VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou

*VII - **ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados**." (grifos nossos)*

17. Sendo assim, conforme preceituado na legislação aplicável, cabe ao Colegiado da CVM a análise do pleito para "excepcionalizar a vedação imposta na Instrução CVM nº 414, sendo que, de toda forma, a decisão deverá ser motivada, e todas as circunstâncias presentes deverão constar dos documentos relativos aos valores mobiliários em questão, atendendo, assim, ao princípio do full disclosure."[5]

18. Como forma de dar subsídios ao Colegiado da CVM para concessão do pedido de dispensa em referência reiteramos que a Devedora possui suas demonstrações financeiras elaboradas de acordo com a Lei n.º 6.404/76 e auditadas pela PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes, instituição devidamente registrada na CVM sob o n.º 2879 desde 1º de novembro de 1978, tendo sido inclusive as demonstrações financeiras relativas ao exercício social findo em 31 de dezembro de 2017, bem como o respectivo relatório do auditor independentes, publicados no Diário Oficial do Estado de São Paulo, na edição de 27 de março de 2018.

19. Ainda sobre a questão das Demonstrações Financeiras da Devedora, existe obrigação constante da Cláusula 16, Parágrafo Único da CCB, de que a Devedora disponibilize ao Credor em até 3 (três) meses contados do término de cada exercício social, cópia das demonstrações financeiras consolidadas da Devedora auditadas por auditor independente registrado na CVM, relativas ao respectivo exercício social, preparadas de acordo com os princípios contábeis determinados pela legislação e regulamentação em vigor, bem como de acordo com a Lei n.º 6.404/76.

20. Além disso, como forma de atender ao princípio da adequada informação e proteção ao investidor, foram adotadas as seguintes precauções no âmbito da Oferta: (i) inclusão de fator de risco acerca da concentração do lastro na Devedora; (ii) inclusão de fator de risco sobre a hipótese de insolvência da Devedora (vide item 5 acima); (iii) direcionamento da Oferta apenas para investidores qualificados (definidos nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, conforme alterada); e (iv) inclusão no boletim de subscrição de declaração do investidor no sentido de que o mesmo se enquadra na definição de investidor qualificado e analisou adequadamente os fatores de risco constantes do Prospecto,

bem como inclusão das declarações previstas no artigo 4º, §4º da Instrução CVM 400.

VI. Conclusão

21. Diante do acima exposto, por entender que (i) o objetivo almejado pela regulamentação aplicável ao caso em tela, no sentido de que seja assegurado que o devedor responsável por mais de 20% (vinte por cento) dos créditos imobiliários que lastreiam os CRI elabore e dê a devida publicidade às suas demonstrações financeiras, devidamente auditadas por auditores independentes registrados na CVM; (ii) existem precedentes do Colegiado da CVM no sentido de conceder a dispensa pleiteada em situações equivalentes; e (iii) foram adotadas todas as medidas e precauções indicadas nos referidos precedentes para concessão de dispensa do requisito constante do artigo 5º, §1º da Instrução CVM 414, solicitamos que a SRE encaminhe para o Colegiado da CVM o pedido de dispensa tratado nesta correspondência, manifestando-se favoravelmente à concessão do mesmo."

III. Nossas Considerações

18. As regras que delimitam a proporção de créditos imobiliários por devedor, bem como as exceções a tais limites estão previstas no art. 5º da Instrução CVM 414, nos seguintes termos:

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

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

I – tenha registro de companhia aberta;

II – seja instituição financeira ou equiparada; ou

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

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

I – ***até a data de vencimento dos CRI****; ou*

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

§4º Relativamente às sociedades empresariais responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos créditos imobiliários que lastreiam a emissão dos CRI, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de demonstrações financeiras na forma prevista no inciso III do §1º deste artigo, desde que os CRI:

I – sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação dos CRI no mercado secundário; ou

II – sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais do que 50 (cinquenta) investidores profissionais.

§5º Na hipótese de que trata o inciso II do §4º deste artigo, os CRI subscritos somente poderão ser negociados pelo titular antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição, caso a negociação se dê entre os titulares dos CRI, ou caso o titular aliene todos os CRI subscritos para um único investidor.

§6º Cumpre à instituição intermediária zelar pela observância do disposto nos §§ 4º e 5º deste artigo nas negociações de CRI no mercado secundário.

§7º Para efeito do disposto neste artigo, equiparam-se ao devedor ou coobrigado o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum." (grifos nossos)

19. Ademais, cabe ressaltar que limitação similar é também imposta pelo item 5.3 do Anexo III-A (anexo que trata das operações de securitização objeto de oferta pública de distribuição) da Instrução CVM nº 400/03 ("Instrução CVM 400"), nos seguintes termos:

"5.3. Em se tratando de devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios, além das informações referidas no item 5.2, devem ser apresentadas suas demonstrações financeiras, elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404/76, e a regulamentação editada pela CVM, auditadas por auditor independente registrado na CVM, referentes ao último exercício social. Essas informações não serão exigíveis quando o devedor ou coobrigado for instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, e nas hipóteses em que haja dispensa de apresentação ou de arquivamento na CVM das demonstrações financeiras, na forma da regulamentação em vigor."

20. Da leitura dos dispositivos normativos acima expostos, verifica-se que, em regral geral, a concentração de créditos imobiliários de um mesmo devedor deva limitar-se a 20% do total de créditos que lastreiam uma emissão.

21. Não obstante, previu-se uma possibilidade de exceção a esse limite, desde que observados um dos requisitos constantes dos incisos I a III do §1º do art. 5º da Instrução CVM 414, que, na prática, equivalem aos requisitos previstos pelo Anexo III-A da Instrução CVM 400.

22. Entre tais requisitos, destaca-se a necessidade de que o devedor seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na LSA, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

23. A possibilidade de dispensa da observância ao requisito supra no presente caso, ou seja, que o devedor que concentra mais de 20% dos créditos imobiliários não seja sociedade empresarial, mas mesmo assim que tenha suas demonstrações financeiras elaboradas da forma indicada nas Instruções CVM 414 e 400, já foi alvo de análise do Colegiado da CVM como se nota da leitura do seguinte precedente ("Precedente Hospital Sabará"):

"PEDIDO DE DISPENSA DE REQUISITOS - REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CRI – PÁTRIA COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS – PROC. RJ2009/6814

Trata-se de apreciação de pedido apresentado por Pátria Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários ("Companhia"), com fulcro no art. 4º da Instrução nº

400/03, de dispensa de requisitos de registro no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 2ª série de certificados de recebíveis imobiliários (CRI Série II) da 3ª emissão da Companhia. A Companhia pede que seja dispensada (i) da publicação dos Anúncios de Início e Encerramento da Distribuição em periódico, exigida pelo art. 29 da Instrução nº 400/03, e ***(ii) da observação do limite máximo de 20% por devedor dos créditos imobiliários que lastreiam a presente emissão de CRI, estabelecida no art. 5º da Instrução nº 414/04.***

A Companhia fundamenta a segunda dispensa pleiteada, sob a justificativa de que o único devedor a lastrear os CRIs é o Hospital Sabará, que se encontra atualmente constituído sob a forma de uma fundação de direito privado, tipo societário não contemplado no § 1º do art. 5º da Instrução nº 414/04.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou-se favoravelmente à concessão das dispensas no Memo/SRE/GER-1/10/10*. Quanto à primeira dispensa, a SRE ressaltou a existência de precedentes no mesmo sentido e,* ***quanto à segunda, destacou, dentre outros argumentos, que não haveria óbice à sua concessão, uma vez que:***

i. ***as demonstrações financeiras do Hospital Sabará, relativas ao exercício social imediatamente anterior à data da emissão dos CRI Série II, devidamente auditadas por auditor independente, constam como anexo ao prospecto da ofeta, nos termos dos itens 5.3 e 6.1 do Anexo III-A da Instrução nº 400/03****;*

ii. ***constará do prospecto o compromisso de o Hospital Sabará atualizar anualmente as suas demonstrações financeiras auditadas, junto à Companhia até a data de vencimento dos CRI, nos termos do inciso I do § 2º do art. 5º da Instrução CVM 414/04****; e*

iii. ***constará do boletim do subscrição termo pelo qual o investidor declarará ter conhecimento da excepcionalidade da presente oferta, além de contemplar o disposto nas alíneas "a" e "b" do inciso I do § 4º da Instrução nº 400/03****.*

Ainda quanto à segunda dispensa, ***a Procuradoria Federal Especializada da CVM – PFE-CVM manifestou o entendimento de que cabe, no presente caso, ao Colegiado excepcionar justificadamente a vedação imposta pelo art. 5º da Instrução nº 404/04****. Além disso,* ***a PFE-CVM considerou que, em todo caso, deverão constar dos documentos relativos aos valores mobiliários ofertados informações adequadas sobre os riscos específicos ao regime jurídico da fundação de direito privado, em especial os riscos relativos à insolvência civil, de modo a atender ao princípio do "full disclosure"****.*

Em relação à primeira dispensa, o Colegiado destacou que os precedentes mencionados pela SRE não se mostram pertinentes, tendo em vista a edição recente da Instrução nº 476, em janeiro de 2009, que regulamentou as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos. Dentre outras características, tal Instrução estabelece um regime de publicidade simplificado em razão do público qualificado e limitado a que se destinam tais ofertas. Assim, desde a edição dessa Instrução, os ofertantes dispõem de um meio de acesso ao mercado que os desonera da publicação dos anúncios. Inclusive, em virtude da edição da Resolução CMN nº 3.792/09, as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos podem ser dirigidas a entidades fechadas de previdência complementar. Além disso, o Colegiado ressaltou que os precedentes mencionados dizem respeito a casos em que as ofertas eram voltadas a um único investidor, ao contrário do presente caso, em que a oferta se destina a um grupo de investidores. Por essas razões, O Colegiado deliberou, por unanimidade, indeferir a primeira dispensa, ressaltando a importância de as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários seguirem o regime de publicidade

apropriado, estabelecido na Instrução nº 400/03.

Em relação à segunda dispensa, após amplo debate, vencidos os Diretores Eli Loria e Otavio Yazbek, o Colegiado deliberou concedê-la por considerar, com base na manifestação da SRE, presentes as peculiaridades que justificam a concessão da excepcionalidade.

Entretanto, o Colegiado condicionou o deferimento da dispensa a que a Companhia proceda, no prazo de 10 dias, ao aperfeiçoamento da seção de fatores de risco do prospecto da presente oferta, a fim de informar adequadamente os investidores acerca dos riscos característicos da insolvência civil, a que se sujeita o Hospital Sabará.

Ficaram vencidos os Diretores Eli Loria e Otavio Yazbek por entenderem que o fato de o art. 5º, § 1º, da Instrução nº 414/04 apenas admitir que o limite máximo de 20% seja ultrapassado no caso de devedor constituído sob a forma de sociedade empresária se deve, não somente à forma de divulgação de informações pelo emissor, mas também ao risco incorrido pelo investidor. Nesse sentido, os Diretores ressaltaram que, no caso de CRIs lastreados em créditos originados por uma fundação de direito privado, os investidores estariam correndo os riscos relativos ao regime da insolvência civil, o que a regra pretendeu evitar." (grifos nossos)

24. Como se verifica da leitura da decisão supra, esta área técnica, ao encaminhar o tema ao Colegiado da CVM, condicionou sua opinião favorável à referida dispensa tendo em vista os seguintes fatores mitigadores presentes naquele precedente:

"i. as demonstrações financeiras do Hospital Sabará, relativas ao exercício social imediatamente anterior à data da emissão dos CRI Série II, devidamente auditadas por auditor independente, constam como anexo ao prospecto da oferta, nos termos dos itens 5.3 e 6.1 do Anexo III-A da Instrução nº 400/03;

ii. constará do prospecto o compromisso de o Hospital Sabará atualizar anualmente as suas demonstrações financeiras auditadas, junto à Companhia até a data de vencimento dos CRI, nos termos do inciso I do § 2º do art. 5º da Instrução CVM 414/04; e

iii. constará do boletim do subscrição termo pelo qual o investidor declarará ter conhecimento da excepcionalidade da presente oferta, além de contemplar o disposto nas alíneas "a" e "b" do inciso I do § 4º da Instrução nº 400/03."

25. A SRE, ainda, antes de encaminhar o caso para deliberação pelo Colegiado da CVM, formulou consulta junto à Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PFE") sobre referida possibilidade da dispensa.

26. Em resposta à consulta formula por esta SRE/GER-1, houve manifestação da Procuradoria Federal Especializada desaconselhando a excepcionalidade da norma prevista no art. 5º da Instrução CVM 414 àquele caso, nos seguintes termos, constantes do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010:

"A finalidade da norma parece-nos clara, qual seja, reduzir os riscos dos adquirentes [dos CRI], haja vista que a concentração em um único devedor aumenta a possibilidade de inadimplemento, comprometendo o lastro da operação – no caso, os créditos imobiliários de origem idêntica.

No que se refere à distinção entre falência e insolvência civil, na hipótese de o patrimônio do devedor ser inferior à totalidade de suas dívidas, a execução se dará por concurso de credores (execução concursal). Sendo o devedor uma sociedade empresária, esse processo será o da falência, disciplinado pela lei 11.101/05; em se

tratando de sociedade simples, será o da insolvência civil, previsto no Código de Processo Civil, art. 748 e seguintes.

O regime falimentar possui princípios e particularidades próprias, tratando o devedor empresário com mais privilégios jurídicos que a legislação processual civil em relação ao demais insolventes.

Regido pelos princípios da viabilidade da empresa em crise e da conservação da atividade empresarial viável, decorrentes da importância das atividades de produção e circulação de bens e serviços no mercado e em toda a sociedade, o direito falimentar prevê a possibilidade de recuperação judicial e extrajudicial, "medidas que possibilitam ao devedor empresário a oportunidade de se reorganizar para cumprir, em parte que seja, suas obrigações. Na recuperação judicial ou na homologação judicial da recuperação extrajudicial, todos os credores se submetem ao plano aprovado pela maioria, em função do qual pode-se, por exemplo, estabelecer a remissão parcial de dívidas ou a prorrogação dos prazos de pagamento.(...) O devedor que não explora empresarialmente nenhuma atividade econômica não goza de favor legal semelhante, já que a suspensão da execução concursal de seu patrimônio está condicionada à anuência de todos os credores (CPC, art 783)." ***[6]***

Verifica-se, portanto, que a lei de falências procura criar diversos mecanismos que permitam à sociedade empresária a preservação da empresa, com destaque para a recuperação judicial e extrajudicial (capítulos III e VI da Lei de Falências), em que será possível, v.g., a criação de uma assembléia geral de credores. A assembléia, a teor do artigo 35 da Lei de Falências, poderá deliberar sobre a aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor, bem como a constituição do Comitê de Credores, a escolha de seus membros e sua substituição, dentre outras matérias.

Outrossim, conforme art. 50 de Lei, Art. 50, 'constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

I – concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;

II – cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;

III – alteração do controle societário;

IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;

V – concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;

VI – aumento de capital social;

VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;

VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;

IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;

X – constituição de sociedade de credores;

XI – venda parcial dos bens;

XII – equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;

XIII – usufruto da empresa;

XIV – administração compartilhada;

XV – emissão de valores mobiliários;

XVI – constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor'.

Dessa forma, a lei falimentar procura, ao máximo, a recuperação do empresário, sendo que a falência somente será decretada após esgotadas as possibilidades de recuperação, com a participação ativa de todos os credores no processo.

Já na insolvência civil, s.m.j, a possibilidade de inadimplemento total das obrigações com a extinção da sociedade parece-nos mais acentuada, visto que, uma vez liquidada a massa sem que tenha sido efetuado o pagamento integral de todos os credores, embora o devedor insolvente continue obrigado pelo saldo, não há muito a fazer, salvo aguardar pela extinção das obrigações inadimplidas pela prescrição. De fato, a teor do artigo 758 do Código de Processo Civil, serão consideradas extintas todas as obrigações do insolvente civil, decorrido o prazo de 5 (cinco) anos, contados da data do encerramento do processo de insolvência (artigos 774 e seguintes do CPC).

Conclui-se, portanto, que ao restringir a possibilidade de elevação da concentração de créditos às sociedades empresárias, a Instrução 414/2004 visa, exatamente, àquela finalidade de reduzir o risco de inadimplemento, na consideração de que a lei falimentar, de fato, favorece o empresário, criando mecanismos mais amplos de recuperação do devedor.

Por derradeiro, registramos que o presente caso não guarda paralelo exato com a decisão do Colegiado relativa à superação do limite de concentração por devedor de direitos creditórios detidos por um FIDC, em que figurava como devedor uma associação civil, o SETRANSP (vide Ata da Reunião do Colegiado n.º 39, de 07 de outubro de 2008).

O caso foi objeto de análise no MEMO/PFE-CVM/GJU-2/N.º 673/2008 [cuja teor se encontra transcrito na seção "Nossas Considerações", abaixo], em que os créditos que serviriam de lastro para o FIDC seriam decorrentes da prestação de serviço público de transporte, ou seja, o fluxo de caixa de valores pagos pelos usuários por aquele serviço.

Na ocasião, esta PFE entendeu que "em relação aos riscos advindos da eventual dispensa, no caso concreto, é mister notar que, muito embora se afirme que o serviço prestado (pelas credoras/concessionárias) é pago antecipadamente pelos usuários – o que afastaria o risco de inadimplemento -, e que como o SETRANSP é mero instrumento administrativo para se fazer chegar os valores às concessionárias, ***fica claro da análise dos fatos que consta como devedora a SETRANSP. Assim, riscos haverá, em nosso juízo, de inadimplemento por parte da SETRANSP, ainda que tal não ocorra por força do inadimplemento dos usuários ou mesmo por problemas com a prestação dos serviços pelas concessionárias". (****Grifamos).*

Entretanto, a Procuradoria manifestou entendimento de que, devido à pluralidade de devedores de fato (embora houvesse um único devedor de direito, a SETRANSP), ***restariam minimizados os riscos da operação.***

Outrossim, havia manifestação da então requerente, em especial em razão da Deliberação nº 062, de 2008, da Câmara Deliberativa de Transportes Coletivos da Região Metropolitana de Goiânia, que pretendia assegurar, no caso de alteração do gestor do sistema de bilhetagem, a continuidade do FIDC em questão.

Nenhuma das duas situações (pluralidade de devedores de fato e garantia do poder concedente) se encontra presente na hipótese, o que, aliado às demais razões esposadas no presente MEMO, desaconselhariam que a norma do artigo 5º, da Instrução CVM 414/2004 fosse excepcionada.

Vale ressaltar que quaisquer exceções casuísticas aos normativos desta CVM deverão se dar de forma justificada, pena de ferimento ao princípio da isonomia.

A despeito das razões apontadas, parece-nos que a matéria deverá ser submetida à análise do Colegiado desta Autarquia, que poderá excepcionar fundamentadamente a norma ou alterá-la, no exercício de sua competência regulatória."

27. Em face ao entendimento acima, manifestado por meio do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010, a GJU-2 e a Procuradora Chefe da CVM em exercício à época elaboraram despacho nos seguintes termos:

"Concordo, no essencial, com a manifestação da i. Procuradora Federal (...)

Acrescento, tão somente, em relação ao regime jurídico do devedor no CRI em questão, que, sendo uma fundação, a mesma contará com a fiscalização do Ministério Público, conforme prevê o art. 66 do Código Civil:

> *'Art. 66. Velará pelas fundações o Ministério Público do Estado onde situadas.'*

Outrossim, no caso em questão, parece-nos que a própria natureza adotada permite prever uma estabilidade da instituição, haja vista a inexistência de sócios e as limitações à alteração de seu estatuto, previstas nos arts. 67 e 68 do Código Civil:

> *'Art. 67. Para que se possa alterar o estatuto da fundação é mister que a reforma:*
>
> *I - seja deliberada por dois terços dos competentes para gerir e representar a fundação;*
>
> *II - não contrarie ou desvirtue o fim desta;*
>
> *III - seja aprovada pelo órgão do Ministério Público, e, caso este a denegue, poderá o juiz supri-la, a requerimento do interessado.*
>
> *Art. 68. Quando a alteração não houver sido aprovada por votação unânime, os administradores da fundação, ao submeterem o estatuto ao órgão do Ministério Público, requererão que se dê ciência à minoria vencida para impugná-la, se quiser, em dez dias.'*

Dessa forma, e à luz também de tais informações, entendemos caber ao Colegiado da CVM a análise do pleito, para excepcionalizar a vedação imposta na Instrução CVM nº 414, sendo certo que, de toda forma, a decisão deverá se dar motivada, e todas as circunstâncias presentes deverão constar dos documentos relativos aos valores mobiliários em questão, atendendo, assim, ao princípio do full disclosure."

28. Conforme se verifica do parecer jurídico supra, a PFE, por meio do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010, desaconselhou que a norma presente no art. 5º da Instrução CVM 414 fosse excepcionada, não obstante ter entendido que o Colegiado da CVM poderia excepcionar fundamentadamente a norma ou alterá-la, no exercício de sua competência regulatória, e que, de toda forma, deveriam constar todas as circunstâncias presentes dos documentos relativos aos valores mobiliários em

questão, em observância ao princípio do *full disclosure*.

29. Já o Despacho ao MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010, além de corroborar o entendimento constante do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010, acrescentou que o Ministério Público do Estado é responsável pela fiscalização das fundações de direito privado e destacou haver uma estabilidade da instituição responsável pelo pagamento de 100% dos créditos lastro dos CRI, por conta de regras previstas em seu estatuto social.

30. O Colegiado da CVM, por sua vez, por maioria de votos, deliberou pela dispensa da observação do limite máximo de 20% por devedor dos créditos imobiliários que lastrearam aquela emissão de CRI, conforme disposto no art. 5º da Instrução nº 414/04.

31. Outro precedente que tratou de dispensa de requisito similar encontra-se abaixo transcrito ("Precedente Setransp"):

> ***"PEDIDO DE DISPENSA DE REQUISITOS DE FUNCIONAMENTO DO FIDC SETRANSP - PROC. RJ2008/7080***
>
> *Trata-se de requerimento da Intrag DTVM Ltda., na qualidade de administradora do FIDC – SETRANSP, do registro de funcionamento e de oferta pública de distribuição de cotas de emissão do Fundo, com dispensa de requisito. Tal dispensa se refere à necessidade de o Fundo poder adquirir direitos creditórios de devedor que represente mais de 20% do seu patrimônio líquido apenas em casos específicos, como o de o devedor ser uma sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404/76, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, nos termos do inciso III do § 1º do art. 40-A da Instrução 356/01.*
>
> *A área técnica manifestou-se favoravelmente ao pleito, considerando:*
>
> *(i) que o SETRANSP possui demonstrações financeiras relativas ao último exercício social devidamente auditadas por auditor independente registrado na CVM;*
>
> *(ii) o parecer emitido pela PFE da CVM, em especial quanto ao fato de: (a) o risco de inadimplemento por parte do SETRANSP não ser diferente daquele das sociedades, ainda que as regras para tais casos não sejam as mesmas; e (b) o poder concedente assegurar a continuidade do Fundo, no caso de alteração do gestor do sistema de bilhetagem;*
>
> *(iii) a manifestação do requerente quanto às influências de eventual insolvência do SETRANSP;*
>
> *(iv) que a seção "Fatores de Risco", constante do regulamento e do prospecto, contempla características particulares referentes à estrutura do Fundo, dentre as quais se destacou: (a) a possibilidade de substituição do SETRANSP por outro gestor de cobrança e arrecadação de sistema de bilhetagem eletrônica; (b) a concentração dos direitos creditórios em um único devedor; e*
>
> *(v) que deverão ser incluídos na seção "Fatores de Risco" do regulamento e do prospecto, os risco referentes à insolvência do SETRANSP, nos termos apresentados pela administradora.*
>
> *O Colegiado, com base nos argumentos expostos pela área técnica no Memo/SRE/GER-1/229/08, deliberou conceder a dispensa pleiteada."*

32. Naquele caso, embora se tratasse do pedido de registro de oferta de um FIDC, havia pedido de dispensa similar ao Precedente Sabará, pois o único devedor daquele caso tratava-se de uma associação civil constituída sob a forma de um sindicato.

33. Não obstante, o Colegiado da CVM deliberou por conceder a dispensa pleiteada,

acompanhando a área técnica, que por sua vez entendeu que, naquele caso, restariam minimizados os riscos da operação, tendo em vista as provisões elencadas naquela decisão e que o referido sindicato, embora único devedor direito dos direitos creditórios, contava com uma pluralidade de devedores de fato.

34. No presente caso concreto, verifica-se que as características presentes no Precedente Setransp não são diretamente comparáveis, tendo em vista a estrutura peculiar daquele FIDC, além de tratar-se de instrumento de securitização diverso dos CRI.

35. Já as características presentes no Precedente Hospital Sabará nos parecem mais adequadas ao caso concreto, além de se tratar de precedente mais recente.

36. Destaque-se, contudo, que o devedor do Precedente Hospital Sabará tratava-se de uma fundação, pessoa jurídica que conta com fiscalização legal do Ministério Público, e certa estabilidade em seu estatuto, características que, inclusive, foram destacadas pela PFE em sua manifestação sobre aquele caso.

37. No presente caso, trata-se de uma associação, a qual, salvo melhor juízo, não está submetida aos mesmos controles legais presentes na constituição de uma fundação.

38. Não obstante, da leitura da decisão do Colegiado da CVM no Precedente Hospital Sabará, não se depreende que a dispensa de requisito lá deliberada tenha considerado o fato de o devedor daquele caso contar com fiscalização do Ministério Público. Diante disso, entendemos ser possível tratar o presente caso analogamente àquele precedente.

39. Nesse sentido, nota-se que os fatores mitigadores presentes no Precedente Hospital Sabará estarão presentes na documentação da oferta ora em análise, antes da concessão de seu registro, se for o caso, e durante a vigência dos CRI, conforme se nota das alegações constantes do expediente protocolado em 17/04/218 pela emissora, nos seguintes termos:

> *"Ainda sobre a questão das Demonstrações Financeiras da Devedora, existe obrigação constante da Cláusula 16, Parágrafo Único da CCB, de que a Devedora disponibilize ao Credor em até 3 (três) meses contados do término de cada exercício social, cópia das demonstrações financeiras consolidadas da Devedora auditadas por auditor independente registrado na CVM, relativas ao respectivo exercício social, preparadas de acordo com os princípios contábeis determinados pela legislação e regulamentação em vigor, bem como de acordo com a Lei n.º 6.404/76."*
>
> *"Além disso, como forma de atender ao princípio da adequada informação e proteção ao investidor, foram adotadas as seguintes precauções no âmbito da Oferta: (i) inclusão de fator de risco acerca da concentração do lastro na Devedora; (ii) inclusão de fator de risco sobre a hipótese de insolvência da Devedora (vide item 5 acima); (iii) direcionamento da Oferta apenas para investidores qualificados (definidos nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, conforme alterada); e (iv) inclusão no boletim de subscrição de declaração do investidor no sentido de que o mesmo se enquadra na definição de investidor qualificado e analisou adequadamente os fatores de risco constantes do Prospecto, bem como inclusão das declarações previstas no artigo 4º, §4º da Instrução CVM 400."*
>
> *"A Emissão dos CRI foi submetida à apreciação da Agência de Classificação de Risco. A classificação de risco da Emissão deverá existir durante toda a vigência dos CRI, não podendo tal serviço ser interrompido, devendo tal classificação ser atualizada anualmente."*

40. Por conta das características supramencionadas, e em linha com Precedente Hospital

Sabará, não vemos óbice a que o Hospital Albert Einstein seja o único devedor dos créditos que lastreiam os CRI da presente oferta, desde que se observe a recomendação da PFE, presente naquele precedente, de que "*todas as circunstâncias presentes deverão constar dos documentos relativos aos valores mobiliários em questão, atendendo, assim, ao princípio do full disclosure*".

41. Nesse sentido, ressaltamos que a seção fatores de risco constante do prospecto da Oferta contará com a seguinte redação, a qual consideramos adequada caso o Colegiado delibere favoravelmente ao pleito em tela:

> *"Risco Relativo à Insolvência da Devedora*
>
> *A natureza de associação civil sem fins lucrativos faz com que a Devedora esteja sujeita aos procedimentos de insolvência civil, um regime que possui menos privilégios jurídicos em relação aos demais devedores sujeitos à lei de falências*
>
> *A Devedora é uma associação civil sem fins lucrativos, não sendo caracterizada portanto como uma sociedade empresária sujeita aos institutos previstos na Lei nº 11.101/2005, como recuperação judicial, recuperação extrajudicial e falência. Consequentemente, aplica-se à Devedora, em eventual cenário de insolvência, as regras relativas à insolvência civil, regulada pelos artigos 748 e seguintes da Lei nº 5.869, de 11 de janeiro de 1973 (Código de Processo Civil anterior), conforme estabelecido no art. 1.052 da Lei nº 13.105, de 16 de março de 2015 (Código de Processo Civil).*
>
> *Em um cenário de insolvência, o devedor poder acordar com seus credores a forma de pagamento de seus débitos no procedimento de insolvência civil (art. 783 do CPC/73). A Lei nº 11.101/05, por meio dos institutos das recuperações judicial e extrajudicial, apresenta regras expressas que favorecem o acordo com os credores, bem como indica expressamente diferentes meios de recuperação do devedor, a fim de que a empresa em recuperação possa retomar a sua capacidade de honrar com as obrigações decorrentes de suas atividades. A título exemplificativo, em uma recuperação judicial ou extrajudicial, todos os credores submetidos a esses procedimentos receberão seus créditos na forma prevista no plano de recuperação, o qual deve ser aprovado pelos credores de acordo com os critérios e quóruns estabelecidos na lei. Em uma insolvência civil, por outro lado, o acordo sobre a forma de pagamento aos credores deve ter a concordância da totalidade dos credores do devedor, o que consequentemente torna mais difícil a sua aprovação.*
>
> *O fato de a Devedora estar sujeita às regras de insolvência civil e não às previstas na Lei nº 11.101/05 poderá, portanto, fazer com que a Devedora tenha maior dificuldade em se recuperar economicamente e honrar com suas obrigações perante seus credores em um eventual processo de insolvência civil, principalmente se comparado com os processos de recuperação judicial ou extrajudicial, ou de falência. Consequentemente os titulares dos CRI poderão ter maiores dificuldades de reaver os valores investidos em casos de insolvência da Devedora, se comparado às sociedades empresárias devedoras sujeitas às regras da Lei nº 11.101/05."*

42. Destaque-se, finalmente, que, embora a Devedora não tenha como objeto social atividade tipicamente imobiliária, restou comprovado na documentação da Oferta o efetivo direcionamento dos recursos à atividade imobiliária, ficando configurado o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, em linha com o que foi decidido pelo Colegiado da CVM no âmbito da oferta publica de distribuição de CRI da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização, cuja única devedora era a Rede D'or São Luiz S.A. (Processo SEI 19957.010578/2017-50).

43. Por fim, ressalta-se que a estrutura da Oferta está em linha com os mais recentes

precedentes da CVM no que tange à destinação dos recursos, sua fiscalização e mecanismos de controle que garantam a aplicação integral dos recursos em imóveis pré-determinados durante a vigência dos CRI, cumprindo, dessa forma, com os requisitos usualmente exigidos nos casos de CRI lastrados em créditos considerados imobiliários pela sua destinação, conforme detalhados por meio do item 21 do Ofício-Circular CVM/SRE nº 01/2018.

IV. Conclusão

44. 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 nossa manifestação favorável à dispensa de observância do requisito previsto pelo § 1º do art. 5º da Instrução CVM nº 414/04 e do item 5.3 do Anexo III-A da Instrução CVM 400, possibilitando à Sociedade Beneficente Israelita Brasileira Hospital Albert Einstein ser a única devedora dos créditos que lastreiam os CRI da 103ª série da 1ª emissão da Ápice Securitizadora S.A., desde que fique comprovado na documentação da oferta:

   i. a inclusão, como anexo ao Prospecto, das demonstrações financeiras consolidadas da Devedora e auditadas por auditor independente registrado na CVM, relativas ao último exercício social, preparadas de acordo com os princípios contábeis determinados pela legislação e regulamentação em vigor, bem como de acordo com a LSA;

   ii. o compromisso de a Devedora disponibilizar, anualmente, suas demonstrações financeiras consolidadas e auditadas por auditor independente registrado na CVM, relativas ao respectivo exercício social, preparadas de acordo com os princípios contábeis determinados pela legislação e regulamentação em vigor, bem como de acordo com a LSA, durante toda a vigência dos CRI;

   iii. a inclusão de fator de risco no Prospecto acerca da concentração do lastro na Devedora e hipótese de sua insolvência, considerando, para tal, sua natureza jurídica; e

   iv. a inclusão no boletim de subscrição de declaração do investidor no sentido de que o mesmo se enquadra na definição de investidor qualificado e analisou adequadamente os fatores de risco constantes do Prospecto, especialmente no que tange à natureza jurídica da Devedora, bem como inclusão das declarações previstas no artigo §4º do 4º da Instrução CVM 400[7].

---

[1] Registro de Oferta Pública de Distribuição de CRI de emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Proc. SEI 19957.010578/2017-50 – data: 12/12/2017.

[2] O artigo 5º,§1º da Instrução CVM 414 prevê que: *"Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer o limite máximo de 20% (vinte por cento), por devedor ou coobrigado.*

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

I – tenha registro de companhia aberta;

II – seja instituição financeira ou equiparada; ou

III – seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao

exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §4º deste artigo."

[3] O artigo 40-A, §1º da Instrução CVM 356 prevê que: *" O fundo poderá adquirir direitos creditórios, observada a vedação de que trata o § 2º do art. 39, e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido. § 1º O percentual referido no caput poderá ser elevado quando:*

I – o devedor ou coobrigado:

a) tenha registro de companhia aberta;

b) seja instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; ou

c) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de constituição do fundo elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §3º deste artigo; e [...]"

[4] MEMO/SER/GER-1/nº 10/2010 datado de 21 de janeiro de 2010.

[5] MEMO/PFE-CVM/GJU-2/n.º11/2010

[6] COELHO, Fábio Ulhoa, Curso de Direito Comercial, volume 3: Direito de Empresa. 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p.245.

[7] *Instrução CVM 400 - Art. 4º§4º: "Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:*

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;

b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso;

II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição, ou no termo de adesão e ciência de risco, no caso de oferta de cotas de emissão de fundos de investimento; e

(...)"

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER — Analista GER-1

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

Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer**, **Analista**, em 17/05/2018, às 18:01, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro**, **Gerente**, em 17/05/2018, às 18:01, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet**, **Superintendente de Registro**, em 17/05/2018, às 18:06, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0520184** e o código CRC **72F51EDD**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0520184** and the "Código CRC" **72F51EDD**.*