

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 11 de agosto de 2016.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição dos CRI da 1ª série da 5ª emissão da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários - Processo CVM nº 19957.000587/2016-51

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) da 1ª série da 5ª emissão da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. (“Securitizadora” ou “Ofertante”), protocolado na CVM em 15/01/2016, atualmente em análise nesta área técnica, no âmbito do Processo em referência.

2. A propósito, o lastro dos CRI será constituído por debêntures (“Debêntures”) de emissão da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações (“Devedora”), sendo que os recursos captados com tal emissão serão destinados à construção de determinados empreendimentos imobiliários da Devedora.

3. A questão a ser abordada por meio do presente Memorando diz respeito ao público alvo da Oferta, que só poderia ser destinada a investidores que não sejam qualificados (“Investidores de Varejo”) nas emissões de CRI cujo lastro observa determinadas características, conforme prevê o art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 (“Instrução CVM 414”), nos seguintes termos:

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

I – de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou

II – da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.”

4. Por meio do expediente protocolado em 15/01/2016 (documento nº 0070755), a Ofertante manifestou entendimento de que o dispositivo supra seria inaplicável à Oferta, uma vez que a mesma será lastreada por debêntures, e não por créditos originados de imóveis ou da aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações, conforme delimita os incisos I e II acima.

5. Em 16/02/2016, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 3/2016/CVM/SRE/SEP (documento nº 0077939), apresentando as primeiras exigências no âmbito da análise do pedido de registro da Oferta.

6. Em 10/04/2016, a Ofertante protocolou expediente na CVM em atendimento às exigências apresentadas por meio do Ofício supra (documento nº 0086494), apresentando alegações adicionais sobre o seu entendimento quanto à inaplicabilidade do art. 6º da Instrução CVM 414 ao presente caso, as quais encontram-se transcritas na seção “Alegações da Ofertante” abaixo.

7. Em resumo, a Ofertante entende que o art. 6º da Instrução CVM 414 seria inaplicável à Oferta, uma vez que a mesma é lastreada em créditos considerados imobiliários por conta de sua destinação, ou seja, não se originam da compra e venda, ou da promessa de aquisição, de um imóvel, não sendo aplicáveis, dessa forma, os requisitos previstos nos incisos I e II supramencionados.

8. Ademais, a Ofertante argumentou ainda que o referido dispositivo normativo, além de prever a obrigação de constituição do regime fiduciário com relação aos créditos que compõem o lastro dos CRI, com o objetivo de separá-los do patrimônio da emissora, diminuindo o risco a que os Investidores de Varejo estariam expostos, tem o objetivo de mitigar o risco de inadimplência dos devedores de tais créditos atrelado à performance dos mesmos (“Risco de Performance”), risco esse que estaria presente em créditos cujos imóveis vinculados não possuem “habite-se” ou em créditos provenientes da aquisição de imóveis vinculados a incorporações para as quais não foi constituído patrimônio de afetação.

9. Nessa linha, a Ofertante alegou que, além de estar prevista a constituição do regime fiduciário na Oferta, as Debêntures, que comporão o lastro dos CRI, são créditos performados, ou seja, representam uma obrigação por parte da Devedora que não poderia ter sua eficácia discutida em função da ocorrência de eventos futuros, como poderia ocorrer com um crédito originário da compra de um imóvel ainda sem “habite-se”.

10. Dessa forma, a Ofertante solicitou que, caso a área técnica tenha entendimento diferente sobre o tema em questão, submeta ao Colegiado da CVM pedido de dispensa da observância ao referido dispositivo normativo e que, nesse caso, só encaminhe o Ofício de vícios sanáveis (último Ofício a ser encaminhado antes da concessão ou não do registro) quando houver deliberação a respeito.

11. Em 16/03/2016, encaminhamos à Ofertante o Ofício nº 92/2016-CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0088117), informando que encaminharíamos o pedido de dispensa em tela ao Colegiado da CVM oportunamente, de modo que o prazo de que trata o § 4º do art. 9º da

Instrução CVM 400 (prazo para envio do Ofício de vícios sanáveis) encontrava-se suspenso, até que houvesse uma definição sobre o referido pleito.

12. Da análise das alegações trazidas pela Ofertante até aquele momento, fazia sentido o argumento de que o art. 6º da Instrução CVM 414 tinha como intuito afastar dos Investidores de Varejo, em certa medida, o risco de performance que poderia haver em créditos imobiliários vinculados a imóveis sem “habite-se” ou a incorporações onde não se constituiu patrimônio de afetação.

13. Não obstante, uma vez que o referido dispositivo normativo prevê situações em que o lastro dos CRI se origina da aquisição de imóveis ou da aquisição de unidades imobiliárias vinculadas à incorporação, restava saber se tais imóveis ou unidades imobiliárias, de algum modo, constituíam garantias ou “proteções” intrínsecas para os créditos deles originados e a eles vinculados, mesmo que não fossem expressamente definidos como tal em documento próprio.

14. Dessa forma, com o objetivo de subsidiar nossa manifestação quanto ao tema, encaminhamos, em 18/05/2016, o Memorando nº 55/2016-CVM/SRE/GER-1 (documento nº 0109433) à Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE-CVM”), contendo questionamento sobre:

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

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

15. Em 17/06/2016, em resposta ao Memorando nº 55/2016-CVM/SRE/GER-1, a PFE-CVM nos encaminhou o Parecer nº 00065/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (documento nº 0121425) e os Despachos nº 00076/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00322/2016/PFE-CVM/PFE-CVM/PGF/AGU (documentos nº 0121426 e nº 0121427), documentos que se encontram transcritos abaixo, na seção “Manifestação da PFE-CVM”.

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

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

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

(iii) *“no que diz respeito à aplicação do art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/04, entendo, assim como a SRE, que o aludido dispositivo prevê as únicas hipóteses em que se admite a distribuição de CRI junto a investidores não qualificados.*

Não se pode cogitar, evidentemente, da inaplicabilidade da referida norma à oferta em análise, ao contrário do sustentado pelo requerentes. Com efeito, a interpretação que cabe no caso é o reconhecimento de que a operação pretendida não é autorizada pela Instrução CVM nº 414/04, pois não se enquadraria nas únicas hipóteses em que se admite que a oferta seja dirigida a investidores não qualificados.

Contudo, entendo ser possível a análise do pedido alternativo de dispensa de requisitos, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, aplicável às ofertas de CRI, conforme previsto no art. 7º da Instrução CVM nº 414/04.”

17. Em 28/06/2016, a Ofertante protocolou expediente na CVM (documento nº 0125921), no âmbito do pedido de dispensa em questão, por meio do qual ratificou a opinião já manifestada até então e encaminhou Memorando elaborado por Otávio Yazbek, datado de 24/06/2016, sobre o tema em tela, documentos que se encontram transcritos na seção “Alegações da Ofertante” abaixo.

18. Antes de tecermos nossos comentários a respeito do pleito da Ofertante, o que se dará na seção “Nossas Considerações”, apresentaremos nas próximas seções a “Estrutura dos CRI e Características da Oferta”, as “Alegações da Ofertante” e a “Manifestação da PFE”.

I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta

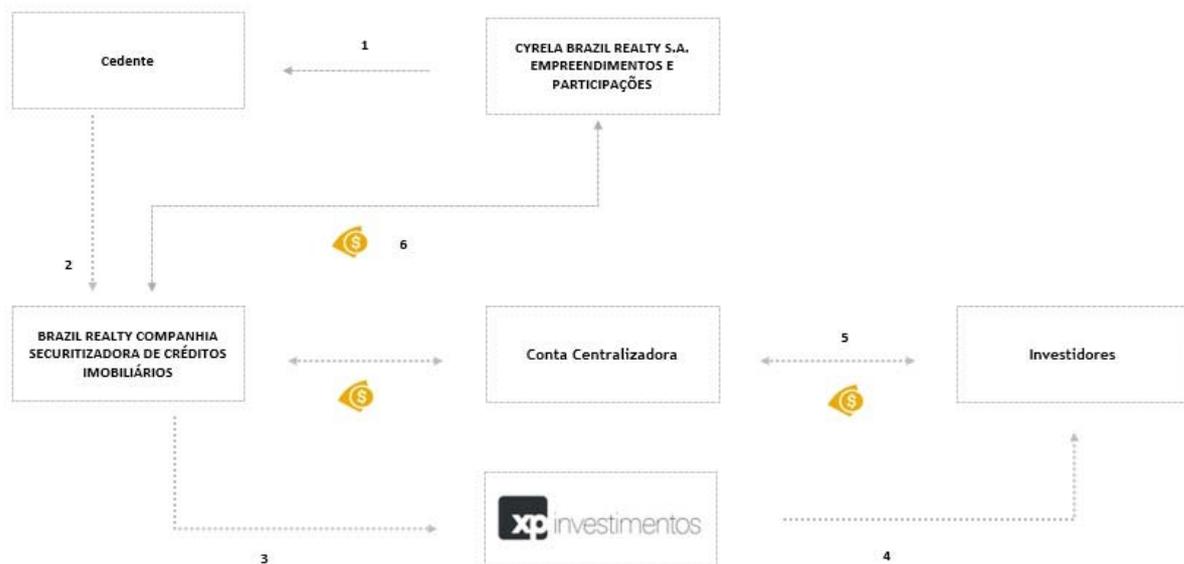
19. A Oferta prevê a distribuição de até 120.000 CRI, cujo valor nominal unitário é R\$ 1.000,00, perfazendo o valor total de até R\$ 120.000.000,00, sob o regime de melhores esforços de colocação, não havendo qualquer montante mínimo de distribuição, tendo a XP Investimentos CCTVM S.A. como coordenador líder (“Coordenador Líder”).

20. Conforme mencionamos acima, a estrutura atual da Oferta prevê que os CRI sejam ofertados a investidores em geral, qualificados ou não, sendo lastreados por até 120.000 debêntures simples da 7ª emissão da Devedora, do tipo quirografária, ou seja, sem qualquer garantia de sua emissora, no valor total de até R\$ 120.000.000,00, sendo que o vencimento de ambos os títulos (CRI e Debêntures) está previsto para 03/05/2018.

21. Há também a previsão de que as Debêntures sejam subscritas pela Cybra de Investimento Imobiliário Ltda (“Cedente”), companhia do grupo econômico da Devedora, e posteriormente cedidas à Ofertante, que, por sua vez, emitirá uma CCI (Cédula de Crédito Imobiliário) representando tais títulos.

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

23. 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 (documento nº 0086859):



“1. A Devedora emite as Debêntures em favor da Cedente;

2. A Cedente, por sua vez, cede e transfere para a Securitizadora [Ofertante] os Direitos Creditórios (as Debêntures), por meio da celebração do Contrato de Cessão;

3. A Securitizadora emite os CRI com lastro nas Debêntures;

4. O Coordenador Líder fará a distribuição dos CRI, nos termos da Instrução CVM nº 400/03;

5. Os Investidores subscrevem e integralizam os CRI no âmbito da Oferta. Os recursos captados serão direcionados diretamente para uma Conta Centralizadora e, após cumpridas determinadas condições precedentes, serão liberados à Devedora; e

6. A Devedora paga a remuneração e principal das Debêntures, os quais são transferidos aos Titulares dos CRI.”

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

25. O destino final dos recursos captados por meio da Oferta será o financiamento dos empreendimentos imobiliários abaixo relacionados (“Empreendimentos Imobiliários”):

Denominação	Endereço	Matrícula	SPE	CNPJ	% lastro
Riserva Golf	Avenida das Américas, 10001 Barra da Tijuca - Rio de Janeiro - RJ	401.015 9º RI Rio de Janeiro	CYRELA RECIFE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	09.451.853 /0001-14	44,67%
Like Residencial Club	ESTRADA CEL. PEDRO CORRÊA, 140 Barra Olímpica - Rio de Janeiro - RJ	134.264 9º RI Rio de Janeiro	LUANDA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	17.976.379 /0001-72	12,27%
One Sixty	Rua Michel Milan, 107 - São Paulo - SP	188.325 4º RI São Paulo	CBR 031 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	18.546.645 /0001-90	9,23%
Cyrela Landscape Taubaté	Estrada de Itapeperica de Baixo, s/nº Taubaté - SP	126.241 RI Taubaté	RESERVA CASA GRANDE EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	17.976.394 /0001-10	8,80%
Thera Faria Lima	Rua Amaro Cavalheiro X Rua Paes Leme, 400 Pinheiros - São Paulo - SP	125.998 10º RI São Paulo	CYRELA POLINESIA EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	09.474.398 /0001-72	5,98%
Ocean Pontal	Av. Das Américas, 19100 Rio de Janeiro - RJ	398.122 9º RI Rio de Janeiro	CBR 008 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	09.086.797 /0001-66	4,51%
CYRELA LANDSCAPE ESPLANADA	Rodovia João Leme dos Santos, Km 105 Votorantim - SP	985 Oficial de RI Votorantim	CBR 014 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	18.542.099 /0001-19	4,38%
Mandarim - Belém	Av. Alm. Wandenkolk Nº 159 - UMARIZA Belém - PA	46.912 1º RI Belém	CYRELA MOINHO EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	09.589.770 /0001-96	3,58%
Cyrela Landscape Uberlândia Residencial Dos Ipês	Av Nicomedes Alves dos Santos, nº 5001 Uberlândia - MG	148.863 1º RI Uberlândia	CYRELA URBANISMO 5 EMPREENDIMENTOS IMOBILIÁRIOS LTDA	18.542.122 /0001-75	3,53%
Jardim De Veneto	Av. Jerônimo de Albuquerque, Altos do Calhau - São Luís - MA	50.385 1º RI São Luís	OAXACA INCORPORADORA LTDA	08.766.670 /0001-25	3,05%

26. Tais recursos serão transferidos para os Empreendimentos Imobiliários até o vencimento das Debêntures, paulatinamente, acompanhando o cronograma de obras de cada um dos referidos empreendimentos.

27. A porcentagem dos recursos que será destinada a cada um dos Empreendimentos Imobiliários, conforme estabelecido na tabela acima, poderá ser alterada de acordo com suas respectivas necessidades de caixa, sendo que a Devedora encaminhará à Ofertante os comprovantes da destinação dos referidos recursos.

28. Caso haja distribuição parcial na Oferta, a Devedora destinará os recursos obtidos aos Empreendimentos Imobiliários observando inicialmente os mesmos percentuais descritos acima.

29. A partir da data de integralização dos CRI, tais títulos farão jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal unitário correspondentes a 97% da Taxa DI.

30. A amortização dos CRI será realizada em uma única parcela, na data de seu vencimento (atualmente prevista em 03/05/2018), acrescida da remuneração supramencionada.

31. Não serão constituídas quaisquer garantias sobre os CRI nem sobre os títulos que comporão o seu lastro (Debêntures e CCI).

II. Alegações da Ofertante

32. Quando do pedido de registro da Oferta, por meio de expediente protocolado na CVM em 15/01/2016, a Ofertante fundamentou seu entendimento a respeito da inaplicabilidade do art. 6º da Instrução CVM 414, nos seguintes termos:

“De acordo com a nossa interpretação, o artigo 6º da Instrução CVM 414 seria inaplicável para a Oferta em questão, podendo os CRI, dessa forma, serem destinados para investidores não qualificados.

Entendemos que o artigo 6º só seria aplicável para as ofertas públicas de certificado de recebíveis imobiliários com lastro em créditos imobiliários de perfil não performado. Ou seja, operações em que o devedor dos créditos imobiliários pudesse alegar algum tipo de peculiaridade para não pagar o valor do crédito imobiliários devido, seja pela falta do “habite-se” (inciso I) ou ainda pela não conclusão da incorporação imobiliária (mitigado pela instituição do patrimônio de afetação, no caso do inciso II).

Entendemos ainda, que o objetivo desse dispositivo seria o de proteger investidores não qualificados contra emissões de certificados de recebíveis imobiliários com lastro em créditos imobiliários com perfil mais arriscado.

No entanto, isso não ocorre com emissões de certificados de recebíveis imobiliários com lastro em dívida corporativa. Nesse caso, independentemente da conclusão das incorporações ou ainda da obtenção dos respectivos “habite-se”, o crédito imobiliário ainda seria devido, sendo desnecessário a realização de qualquer evento posterior.

Fazendo um paralelo com outras operações, cabe ressaltar o mercado de certificado de recebíveis do agronegócio, cujo crescimento tem sido impulsionado nos últimos anos por operações corporativas (e.g., Raizen, Coteminas, Suzano e etc). Para essas operações não há que se falar na aplicação do artigo 6º da Instrução CVM 414 em razão da diferença entre os dois mercados (agronegócio e imobiliário). Mas nesse sentido, qual seria a diferença fundamental em termos de risco num CRA com lastro em dívida corporativa ou em um CRI com lastro em dívida corporativa de uma

companhia aberta do setor imobiliário?

Adicionalmente, frisa-se que o mercado tem procurado mais operações com dívidas corporativas do que operações com risco pulverizado. Isso porque o entendimento dessas operações é mais facilitado para os investidores em geral e, normalmente, apresentam devedores conhecidos. Isso pode ser provado principalmente olhando para o mercado de certificado de recebíveis do agronegócio.

Caso essa D. CVM entenda, apesar dos argumentos expostos acima, que o artigo 6º da Instrução CVM 414 seria aplicável a Oferta, solicitamos, em conformidade com o artigo 4º da Instrução CVM nº 400/03, a dispensa do cumprimento deste artigo para esta Oferta.”

33. Em atendimento ao Ofício nº 3/2016/CVM/SRE/SEP, sobre o qual mencionamos no parágrafo 5º acima, a Ofertante protocolou na CVM, em 10/03/2016, expediente manifestando-se complementarmente sobre o tema em tela, nos seguintes termos:

“Objetivos do Artigo 6º da Instrução CVM 414: Atualmente, o normativo entende que investidores não qualificados podem adquirir CRI que tenham créditos imobiliários sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 e oriundos: (I) de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou (II) da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964. Normalmente quando a CVM prevê em um dos seus normativos que determinado valor mobiliário, considerando a particularidade da estrutura, deve ser destinado para investidores qualificados, essa autarquia o faz levando em conta o risco e o grau de conhecimento dessa estrutura por investidores que não sejam qualificados. Ou seja, objetiva-se que investidores que não sejam qualificados somente possam adquirir valores mobiliários que sejam de risco compatível com o do investidor. A seguir analisa-se cada uma das hipóteses constantes do artigo 6º. **(Inciso I do Artigo 6º):** No caso do inciso I do referido artigo sexto, a exigência de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente, é exclusiva para as hipóteses de: (a) créditos imobiliários oriundos de contratos de locação (inclusive BTS); e (b) créditos imobiliários oriundos de compra e venda de unidades imobiliárias de projetos de incorporação ou de loteamentos. Nesses casos, a ausência do “habite-se” ou do documento equivalente aumenta o risco da operação pois os devedores dos créditos imobiliários poderiam recusar o pagamento devido em virtude da não obtenção das referidas autorizações. Ou seja, a exigibilidade do crédito imobiliário pode vir a depender de uma condição futura. É exclusiva para essas hipóteses pois no caso de dívidas corporativas, por exemplo, não haveria o que se falar em vinculação a imóvel com “habite-se” ou documento equivalente. Pois nesses casos a emissão da dívida visa justamente financiar a construção de um empreendimento imobiliário. Logo, caso os imóveis objeto das dívidas já tivessem “habite-se” não haveria o que financiar a título da emissão das debêntures dado que, nesse caso, todas as obras já teriam sido concluídas. Ou seja, não é aplicável o artigo 6º, I quando o lastro for uma dívida corporativa. Pois nesses casos, como a dívida é contratada justamente para a construção do empreendimento imobiliário é impossível que isso ocorra com imóveis já prontos (que já pressupõe o habite-se ou o documento equivalente). **Inciso II do artigo 6º:** A exigência do inciso II do artigo 6º, relacionada a créditos imobiliários vinculados a contratos de aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias de incorporações que tenha patrimônio de afetação constituído, teria como objetivo garantir que os recursos objeto dos certificados de recebíveis imobiliários seriam destinados para a construção dos empreendimentos imobiliários previamente identificados (sem a possibilidade de os recursos serem usados para outras finalidades). Pois a própria Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964 impede que os recursos integrantes do patrimônio de afetação sejam direcionados para outras atividades que não a do desenvolvimento do empreendimento imobiliário. Assim, com a “vinculação” da destinação dos recursos aumenta-se a chance do término do empreendimento. No entanto, isso: (a) não garante a construção do empreendimento dado que podem faltar recursos para o término do empreendimento; e (b) no caso de não conclusão do empreendimento haveria riscos de desaparecimento dos créditos imobiliários vinculados à operação. Ou seja, a própria Instrução CVM 414 permite o direcionamento de emissões de certificados de recebíveis imobiliários em que o crédito imobiliário vinculado pode deixar de existir.

Considerações Específicas sobre a Oferta: Em adição aos argumentos expostos acima acerca da aplicabilidade do artigo 6º da Instrução CVM 414 cabe mencionar alguns pontos específicos relacionados à Oferta. Inicialmente, ressalta-se que o Coordenador Líder e a Emissora compreendem a alegação dessa área técnica acerca da necessidade de os créditos imobiliários vinculados a um CRI estarem vinculados a imóveis. No entanto, a Emissora e o Coordenador Líder gostariam de enfatizar as peculiaridades da presente Oferta. A Devedora de 100% dos créditos imobiliários é a CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES, companhia aberta que tem o seguinte objeto social: “ART. 4. A Companhia 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 imobiliário.” O objeto social da Devedora mencionado acima, eminentemente imobiliário, é exercido inclusive via participação societária de sociedades controladas pela Devedora, sendo tais sociedades as desenvolvedoras dos empreendimentos imobiliários. O principal ponto de atenção dessa Oferta decorre do fato de a Devedora não ser enquadrada como sociedade de propósito específico e ainda por seu objeto social não se resumir apenas ao desenvolvimento dos Empreendimentos Imobiliários indicados acima. Nesse sentido, ressalta-se que os Empreendimentos Imobiliários descritos no cumprimento da exigência 3.2.13 acima, desenvolvidos por sociedades controladas pela Devedora, representam apenas 1,5% do total de todos os empreendimentos imobiliários atualmente desenvolvidos pela Devedora. Assim, ainda que todos os imóveis vinculados a tais Empreendimentos Imobiliários contassem com “habite-se” não haveria mudança significativa no risco de pagamento das debêntures, dado que os créditos imobiliários, na essência, estariam vinculados a todos os empreendimentos imobiliários desenvolvidos pela Devedora, e não apenas àqueles indicados na exigência 3.2.13 acima. Assim, quando essa área técnica cita o termo “garantia natural” para fundamentar a aplicação do artigo 6, I da Instrução CVM 414, além de considerar a impossibilidade fática de uma dívida ser vinculada a imóveis com habite-se (como exposto no ponto acima), dever-se-ia

levar em consideração que essa “garantia natural” inclui todos os ativos da Devedora, os quais incluem inúmeros outros empreendimentos imobiliários. Logo, **mesmo com o insucesso de todos os Empreendimentos Imobiliários identificados no cumprimento da exigência 3.2.13. acima, ainda haveriam inúmeros empreendimentos imobiliários constantes do patrimônio da Devedora para viabilizar o pagamento das debêntures.** Tanto é verdade que o próprio relatório de classificação de risco a ser preparado pela Agência Classificadora de Risco considerará a capacidade de pagamento global da Devedora, não estando essa capacidade especificamente vinculada ao sucesso dos Empreendimentos Imobiliários identificados no cumprimento da exigência 3.2.13. acima. Esse relatório estará em linha com os relatórios de risco atualmente existentes da Devedora, conforme podem ser consultados no link: <http://cyrela.globalri.com.br/pt/?m=outras&p=ratings>.

Da Eventual Dispensa por Conta das Peculiaridades da Oferta: Sendo assim, caso persista o entendimento de aplicabilidade do artigo 6º às emissões de CRI com lastro em dívida corporativa requer-se a dispensa desse dispositivo para a Oferta em questão. Além de toda a fundamentação exposta acima, cabe mencionar que:

(a) a dívida objeto do lastro da Oferta trata-se de uma dívida corporativa devida pela CYRELA BRAZIL REALTY S.A. EMPREENDIMENTOS E PARTICIPAÇÕES, sociedade controladora de inúmeros ativos e não de uma sociedade de propósito específico;

(b) a exigibilidade das debêntures não está vinculada ao sucesso dos Empreendimentos Imobiliários;

(c) do ponto de vista econômico, o próprio relatório de classificação de risco atribuído à Oferta levou em consideração a capacidade de pagamento geral da Devedora, não necessariamente vinculada ao sucesso dos Empreendimentos Imobiliários listados na escritura de emissão;

(d) a Oferta se equipara a uma emissão de CRA corporativa como ocorreu com Raizen, Suzano e outras, em que o risco de pagamento se baseava na capacidade de pagamento da companhia aberta. Assim, da mesma forma que o artigo 6º não foi aplicável para as emissões de CRA corporativas isso deveria ser seguido para as ofertas de CRI Corporativas de mesmo perfil. Até mesmo porque esse tratamento diferenciado cria uma concorrência desleal entre as empresas do setor imobiliário e as do setor do agronegócio. Considerando que hoje as emissões de CRA e de CRI “disputam” o interesse dos investidores, as empresas do agronegócio levam mais vantagens do que as empresas do setor imobiliário pois podem emitir dívidas corporativas a serem vinculadas a emissões de CRA que serão destinadas para investidores não qualificados, conseguindo, assim, taxas melhores do que aquelas conseguidas pelas empresas do setor imobiliário. Pois, atualmente, as dívidas das empresas imobiliárias devem ser vinculadas a emissões de CRI destinadas para investidores qualificados; e

(e) os recursos objeto da Oferta serão direcionados exclusivamente para sociedades de propósito específico que instituíram patrimônio de afetação. Ou seja, por conta dessa última característica, a Oferta estaria indiretamente atendendo o inciso II do artigo 6º da Instrução CVM 414 dado que os recursos da emissão do CRI serão obrigatoriamente destinados para os Empreendimentos previamente identificados, não se aumentando o risco para os investidores quando comparados com uma emissão vinculada a contratos de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações com patrimônio de afetação constituído. Na verdade, comparando a Oferta com outra que atenda ao inciso II do artigo 6º da Instrução CVM 414, conclui-se que a Oferta apresentaria um risco menor dado que no caso de não conclusão do empreendimento os adquirentes dos empreendimentos poderiam desistir da compra e venda fazendo com que se desaparecessem os créditos imobiliários vinculados, fato que não existe na Oferta. No caso da Oferta, a não conclusão das obras dos Empreendimentos Imobiliários não confere à Devedora o direito de não pagar os créditos imobiliários objeto das debêntures.”

34. Em 28/06/2016, a Ofertante protocolou expediente com considerações adicionais sobre o pedido de dispensa ora em análise e tendo como anexo um Memorando elaborado por Otavio Yazbeck (“Memorando Yazbek”), que seguem abaixo transcritos:

Expediente protocolado em 28/06/2016

Fazemos referência ao pedido de dispensa de cumprimento do art. 6º da Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 (“Instrução CVM nº 414/04”), formulado pela XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“Coordenador Líder”) e pela Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários (“Emissora”) e, em conjunto com o Coordenador Líder, os “Requerentes”) nos autos do processo em epígrafe, conforme os expedientes protocolados em 15 de janeiro de 2016 e 10 de março de 2016.

Considerando que o referido pedido de dispensa se encontra pendente de apreciação pelo Colegiado desta d. Autarquia, os Requerentes pretendem contribuir para as discussões que serão realizadas não apenas no Colegiado, mas também na área técnica da CVM.

Nesse contexto, este documento pretende apresentar algumas considerações a respeito daquele pedido, reforçando os argumentos já trazidos em correspondências anteriores e explorando alguns pontos suscitados pela área técnica no item 3.7.14 do Ofício nº 3/2016/CVM/SER/SEP, de 16/02/2016 (“Ofício”).

Nesse item, a área técnica cuidou especificamente do entendimento dos Requerentes sobre a inaplicabilidade do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 (transcrever em rodapé) à oferta e sobre seu pedido subsidiário de dispensa do cumprimento desse dispositivo, ao mesmo tempo em que sinalizou aos Requerentes a possibilidade de apresentarem argumentos adicionais sobre o tema.

Os Requerentes apresentam esta manifestação com vistas justamente a subsidiar as discussões com esta d. CVM e a pontuar algumas questões suscitadas no Ofício. Essas questões são brevemente referidas a seguir, mas encontram-se exploradas em maior detalhe no memorando anexo, elaborado por escritório de advocacia especializado a pedido dos Requerentes.

De um modo geral, os Requerentes consideram legítima a discussão sobre quais medidas devem ser exigidas como condição para concessão da referida dispensa no caso concreto e estão à disposição desta d. CVM para discutir o que

lhe pareça mais adequado. É importante reiterar desde já, porém, sua interpretação sobre o caso: a aplicação dos requisitos constantes do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 na presente operação não é correta, tendo em vista a natureza dos direitos creditórios que lhe servem de lastro.

A exigência de habite-se e a finalidade do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04

Conforme reconhecido pela área técnica no Ofício, o art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 tem como objetivo tratar de ofertas de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários em sua origem. Ele está relacionado àqueles casos em que a exigibilidade dos direitos creditórios que servem de lastro ao CRI depende do cumprimento de alguma obrigação pelo cedente ou originador – isto é, àqueles casos que se convencionou denominar “CRI não performado” – e que justificam, portanto, uma maior proteção a investidores não-qualificados.

Os CRI de que cuida este processo, contudo, têm como lastro créditos imobiliários de natureza corporativa e são devidos pela Cyrela Brazil Realty S.A. (“Cyrela”). Neles, o risco a que o investidor se expõe não depende do sucesso na construção de imóveis ou do cumprimento de alguma obrigação específica relacionada a eles, mas da capacidade de pagamento da Cyrela. Em um cenário como esse, a exigência de apresentação de habite-se dos imóveis relacionados aos direitos creditórios perde sentido e não representa, de fato, nenhuma proteção adicional aos investidores. Cabe notar que um investidor não-qualificado poderia adquirir diretamente debêntures simples e quirografárias de emissão da Cyrela, que houvessem sido ofertadas publicamente.

É importante ressaltar, de todo modo, que o que está em discussão aqui é o cumprimento do disposto nos incisos do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04, sobretudo o inciso I, expressamente referido pela área técnica. Isso porque a presente oferta já envolve a instituição de um regime fiduciário no âmbito da Emissora (uma proteção que, na visão dos Requerentes, faz sentido mesmo à luz da sua estrutura concreta) e, portanto, atende o disposto no caput do art. 6º.

A exigência de constituição de garantias reais como condição para deferimento do pedido de dispensa

Os Requerentes também consideram incorreto presumir, como faz a área técnica, que a origem imobiliária de direitos creditórios implique ou presuma a constituição automática de uma garantia real, em favor dos investidores, sobre os respectivos imóveis. Na visão dos Requerentes, nada na Lei nº 9.514/99 ou na regulamentação editada por esta d. Autarquia autoriza a conclusão de que direitos creditórios de origem imobiliária são implicitamente garantidos pelos imóveis de que se originam.

Da mesma forma, os Requerentes entendem que a legislação e a regulamentação atuais não trazem qualquer exigência de constituição de garantia real em favor dos direitos creditórios que sirvam de lastro a uma emissão de CRI, nem mesmo quando tais CRI serão ofertados a investidores não-qualificados.

Por esse motivo, e sem prejuízo, como já se referiu, das discussões sobre a estrutura mais adequada a proteger os investidores e, conseqüentemente, à concessão do pedido de dispensa, os Requerentes consideram equivocado entender a constituição de garantias reais como uma exigência regulatória em vigor ou como uma espécie de decorrência natural do regime existente, como faz a área técnica.

Inadequação de soluções regulatórias concebidas para outros contextos

Os Requerentes acreditam que a emissão de CRI como os apresentados neste processo ainda não se refletiu de forma plena nas correspondentes alterações regulatórias. Com efeito, a maior parte dos debates realizados até o momento girou em torno da natureza imobiliária dos direitos creditórios ditos “corporativos”. Aqui, no entanto, procuramos enfrentar outra discussão, que é a dos mecanismos mais adequados para esse tipo de instrumento e da inadequação de soluções pensadas para outros modelos.

Em outras palavras, entendemos que a regulamentação da oferta dos CRI e mesmo dos CRA ainda não acompanhou os movimentos e as necessidades de financiamento do mercado e da própria Autarquia e que, sem interpretações razoáveis, corre-se o risco de impor exigências e ônus descabidos às novas modalidades operacionais.

Conclusão

Os Requerentes entendem que existe uma distinção qualitativa relevante entre um direito creditório originado com a plena observância do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 e os direitos creditórios que servem de lastro aos CRI objeto deste pedido.

Nesse sentido, esperam poder contribuir com esta d. CVM na definição das medidas que, no caso concreto, e sem prejuízo de toda a divulgação de informações que a regulamentação já exige, lhe pareçam mais adequadas para manter a tônica protetiva desse dispositivo.

Os Requerentes reforçam, assim, as ideias contidas no memorando que aqui anexam e submetem-no à apreciação desta d. CVM, sem prejuízo de manifestações futuras e complementares sobre o referido pedido de dispensa, com o intuito de definir a estrutura mais adequada para esta d. Autarquia.

Sendo o que nos cumpria para o momento, os Requerentes renovam os votos de estima e consideração e subscrevem.

Memorando Yazbeck

I. Histórico

Em 15/01/2016, a XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“XP”) em conjunto com a BRAZIL REALTY COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS (em conjunto com a XP, “Requerentes”) protocolaram pedido de registro de oferta pública de certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) da 1ª série da 5ª emissão da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários. Os CRI emitidos no âmbito da oferta têm lastro em créditos imobiliários decorrentes da 7ª emissão de debêntures simples, quirografárias, não conversíveis em ações, em série única, para colocação privada, da Cyrela Brazil Realty S.A.

(“*Cyrela*”). Os valores mobiliários são da espécie que se convencionou chamar de “CRI corporativo”, visto que os créditos que lastreiam os CRI são representativos de dívida corporativa. Além disso, eles são destinados a investidores não-qualificados.

Em 16/02/2016, a área técnica da Comissão de Valores Mobiliários (“*CVM*”) enviou ofício de exigências – o Ofício nº 3/2016/CVM/SER/SEP – esclarecendo que, sem prejuízo da natureza dos CRI, nos termos do art. 6º, inciso I, da Instrução CVM nº 414/04, os valores mobiliários objeto da oferta deveriam estar lastreados em créditos originados de imóveis “com ‘habite-se’, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente” (“*Ofício*”). As Requerentes solicitaram dispensa do cumprimento desse requisito, em pedido que aguarda apreciação do Colegiado da CVM.

Síntese do argumento da CVM

A área técnica da CVM baseia sua exigência no entendimento de que, no que se refere ao risco para os detentores de CRI, haveria uma diferença relevante entre imóveis com e sem “habite-se”. Os investidores correriam maiores riscos no caso dos imóveis sem “habite-se” (e, de modo geral, em todos aqueles casos que o mercado convencionou denominar “CRI não performado”), uma vez que tais imóveis ainda não seriam passíveis de exploração econômica ou os respectivos direitos creditórios poderiam ser questionados na hipótese de não entrega ou conclusão da construção. Em caso de imóveis com “habite-se”, argumenta a CVM, os investidores não estariam expostos a estes riscos – ao menos não na mesma extensão.

Escopo do memorando

Este memorando tem como objetivo explorar algumas questões suscitadas no Ofício e, assim, subsidiar discussões das Requerentes junto à CVM. Para isso, pretende-se distinguir, ao longo das próximas seções e à medida que se faz referência ao Ofício, (i) as discussões sobre a caracterização de um crédito de natureza corporativa como imobiliário (ii) das discussões sobre as proteções mais efetivas a serem requeridas em favor de investidores não qualificados (aí incluída a exigência de “habite-se” e de constituição de garantia real) que adquiririam CRI, uma vez que se tenha admitido um lastro corporativo.

II. O art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 e as ofertas de CRI para investidores não-qualificados

A função do “habite-se” e do regime fiduciário e seus efeitos sobre a proteção de investidores

O art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 tem a finalidade de proteger os investidores não-qualificados, exigindo que as ofertas de CRI a eles destinadas contenham determinadas proteções que a CVM considerou necessárias para mitigar alguns riscos desses instrumentos. De um modo geral, essas proteções procuram evitar questionamentos dos devedores dos direitos creditórios em razão do descumprimento de obrigações assumidas pelo originador ou cedente dos créditos – elas buscam, em síntese, evitar que investidores não qualificados adquiram os denominados “CRI não performados”.

Nesse sentido, o inciso I do art. 6º requer que os direitos creditórios que sirvam de lastro aos CRI provenham de imóveis com “habite-se” ou documento equivalente, concedido por órgão administrativo competente. Pretende-se, com isso, afastar demandas de mutuários e adquirentes das unidades imobiliárias sobre a não entrega ou construção dos respectivos imóveis, com os consequentes reflexos no pagamento daqueles direitos creditórios.

De início, o que é preciso destacar é que o “habite-se” é um documento administrativo emitido pelo município, que atesta apenas que o imóvel foi construído de acordo com a regulamentação local e está apto a cumprir suas funções. O “habite-se” não garante que a exploração comercial do imóvel será viável do ponto de vista mercadológico e tampouco pode assegurar qualquer tipo de vinculação dos fluxos financeiros com o pagamento dos CRI ao investidor. Esta vinculação é, na verdade, garantida por outros mecanismos, como o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/97, que também deve estar presente nas ofertas de CRI destinadas a investidores não qualificados, por força do caput do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04.

No caso dos CRI com lastro em direitos creditórios representativos de dívida corporativa, como é o caso aqui considerado, essa função protetiva do “habite-se” deixa de fazer sentido. Aqui, o perfil de risco do instrumento emitido se equipara ao risco de crédito da empresa devedora. Ele não está, portanto, especificamente atrelado à conclusão de um empreendimento, embora os recursos captados com a emissão dos títulos sejam a ele destinados. Da forma como estruturado o CRI, seu fluxo de pagamentos depende da situação patrimonial geral da devedora, a *Cyrela*.

Daí porque, na medida em que a CVM reconhecer a legitimidade dos certificados lastreados em títulos de dívida, é importante também que se reconheça que a natureza destes títulos demanda um esforço interpretativo diverso quando da avaliação da aplicabilidade de certos requisitos em ofertas que têm como público alvo investidores não-qualificados.

Essas questões, relacionadas à natureza dos direitos creditórios que servem de lastro aos CRI aqui considerados, serão retomadas mais adiante.

Algumas questões suscitadas no Ofício

O Ofício refere o art. 8º, inciso III, da Lei nº 9.514/97, que menciona a possibilidade de “constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série [de CRI] emitida, se for o caso”, e afirma que desse dispositivo “depreende-se que os imóveis vinculados a tais créditos constituiriam garantia imobiliária natural para os mesmos, nos casos em que os créditos em questão fossem imobilizados pela sua origem”.

Mais adiante no Ofício, a área técnica afirma entender, em relação ao art. 6º da Instrução CVM nº 414/04, que esse “dispositivo normativo, quando formulado, teve como intuito tratar das ofertas de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários pela sua origem, os quais seriam naturalmente garantidos pelos imóveis dos quais se originaram”.

Afirma ainda o Ofício que, caso os imóveis relacionados à emissão dos CRI aqui comentados “fossem dados em

garantia real às debêntures que constituirão o lastro do CRI, haveria, a princípio, o preenchimento das condições necessárias para que o seu registro possa ser concedido, a depender da confirmação desse entendimento pelo Colegiado da CVM”.

É importante destacar que, a despeito da redação do inciso III do art. 8º da Lei nº 9.514/97, não existe exigência legal ou regulamentar expressa de constituição de garantias (nem mesmo reais) para assegurar o cumprimento das obrigações consubstanciadas em um CRI. Da mesma forma, a cessão de direitos creditórios pura e simples não implica a constituição automática de nenhuma garantia.

O que há na lei é a permissão de instituição de um regime fiduciário no âmbito da companhia securitizadora, que limita os riscos de uma emissão de CRI aos créditos que lhe servem de lastro e neutraliza qualquer risco de natureza patrimonial que poderia advir do fato de tais títulos terem sido emitidos por essa companhia.

Em outras palavras, o que a lei permite (trata-se de um arranjo facultativo, portanto) é a instituição de um mecanismo que, “compartimentalizando” os direitos creditórios em um patrimônio especial vinculado diretamente ao cumprimento de dada emissão de CRI, neutraliza o risco de crédito da companhia securitizadora emissora. Em casos como este, de instituição do regime fiduciário previsto no art. 9º, a companhia securitizadora serve mais como um veículo de securitização que como devedora das obrigações ali consubstanciadas: a satisfação do crédito dependerá não da capacidade de pagamento da securitizadora, mas da qualidade dos direitos creditórios que lastreiam os CRI e das garantias que se tenha eventualmente constituído.

A lei permite, portanto, a criação de arranjos variados na estruturação de um CRI, podendo o risco de adimplemento desses títulos (i) recair sobre a totalidade do patrimônio da companhia securitizadora (isto é, ser ele emitido como um valor mobiliário típico de dívida, consubstanciando um débito apenas da securitizadora emitente); ou (ii) limitar-se a um conjunto específico e bem segregado de direitos creditórios, que responderão, na medida em que forem suficientes, pela satisfação das obrigações consubstanciadas no CRI.

No plano regulamentar, a CVM optou por permitir que investidores não-qualificados pudessem adquirir apenas CRI sobre os quais se houvesse instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/97.

Ante essas considerações, é importante ter em mente que o que a instituição do regime fiduciário (exigida pelo art. 6º, caput, da Instrução CVM nº 414/04) implica é uma segregação no nível da companhia securitizadora apenas, sem qualquer relação com a constituição de garantias sobre os CRI propriamente ditos ou sobre os direitos creditórios que lhe servem de lastro.

A Instrução CVM nº 414/04 possui outros mecanismos para lidar com aspectos relacionados à mitigação do risco de uma emissão para investidores não-qualificados, como a exigência de contratação e atualização de ao menos um relatório de agência classificadora de risco sobre o CRI (art. 7º, § 6º), aplicável a toda emissão, independente da origem ou natureza dos créditos imobiliários que lhe servem de lastro^[1].

Mais do que isso, a regulamentação da CVM vem avançando para reforçar as proteções aos investidores de forma sistemática, e não apenas em normas específicas. São exemplos de medidas regulatórias com esse caráter mais abrangente as normas de verificação da adequação de um produto ao perfil de risco do cliente, comumente referidas como normas de suitability. Essas normas, vale lembrar, aplicam-se a todas as instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, aí incluída a XP, e, no caso de CRI ofertados para investidores não-qualificados, têm sua aplicação facilitada pela existência de uma avaliação do risco de crédito da emissão de CRI.

Daí porque parece-nos descabido entender os incisos do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 como uma exigência de que os imóveis (dos quais os direitos creditórios se originariam, ou mesmo aos quais os recursos se destinem) devam servir de garantia aos CRI ou aos direitos creditórios subjacentes. A sugestão ou a imposição da constituição daquelas garantias entra no lugar do que, na origem, deveria ser uma decisão negocial, sobre as características do produto.

A leitura do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 como um todo demonstra que ele foi pensado para casos distintos da emissão aqui analisada. Uma primeira interpretação, mais literal, desse dispositivo poderia mesmo levar ao entendimento de que não seria possível ofertar CRI a investidores não-qualificados senão quando os direitos creditórios atendessem um daqueles incisos.

Mas o fato é que, admitindo-se a possibilidade de oferta de CRI lastreado em créditos de natureza corporativa, com risco de crédito da Cyrela, a proteção supostamente representada pelo “habite-se” torna-se inócua do ponto de vista regulatório. A relação de causa e efeito entre a existência dessa autorização administrativa e o adimplemento ou não das obrigações pelo devedor das debêntures é tão remota (sobretudo quando não se cuida de uma sociedade de propósito específico) que ela perde qualquer razão de ser.

Naturalmente, em se tratando de um pedido de dispensa, a sua concessão pelo Colegiado pode vir condicionada ao cumprimento dos requisitos que esse órgão entenda necessários no caso concreto, inclusive para proteger os destinatários da oferta. Espera-se, contudo, pelos motivos acima referidos, que o “habite-se” não seja visto como uma medida eficaz para esse fim. Mesmo a constituição de garantias reais sobre as obrigações assumidas pela Cyrela nas debêntures, embora possa ser exigida pelo Colegiado como condição à concessão da dispensa, não é, por si só, exigida pela Instrução CVM nº 414/04 nem pela Lei nº 9.514/97.

O caso específico dos CRI com lastro em direitos creditórios “corporativos”

Na realidade, toda essa discussão apresenta uma boa oportunidade para o Colegiado da CVM voltar a se manifestar sobre o tema dos CRI com lastro em créditos corporativos.

Muito do que justificou a decisão do Colegiado no Processo CVM nº RJ-2012-12177, julgado em 23/03/2013 (caso Rede D’Or), estava relacionado à percepção de que os CRI ditos corporativos embutem um risco não propriamente imobiliário e à capacidade que os investidores têm de entender essa distinção.

A discussão sobre a classificação de um crédito como imobiliário (com a consequente possibilidade de securitizá-lo) não deveria ser confundida com a discussão sobre o mecanismo regulatório mais adequado para proteger o investidor e refletir a diferença qualitativa entre um CRI corporativo e um CRI não corporativo. Embora a lei não defina o que é um crédito imobiliário, ela não faz qualquer distinção qualitativa em função de risco para o investidor.

Muito já se discutiu sobre alguns equívocos em decisões da CVM a respeito da classificação de um crédito como imobiliário. Chama atenção, em especial, o fato de que muitos daqueles créditos que a autarquia tradicionalmente considera imobiliários (como é o caso dos créditos devidos em razão de um contrato de locação) também expõem o investidor ao patrimônio e à capacidade de pagamento do inquilino. O risco de crédito a que se expõe o investidor será, sempre e invariavelmente, o risco de crédito patrimonial do devedor ou dos devedores.

Mesmo sob o ponto de vista do risco para o investidor, a estrutura aqui considerada apresenta determinadas proteções que são de fato mais robustas que as oferecidas pelo art. 6º, inciso I, da Instrução CVM nº 414/04.

A primeira delas reside na própria natureza das debêntures: sua exigibilidade independe da conclusão de obras ou do empreendimento a que os recursos captados serão destinados. As debêntures conferem ao investidor um direito de crédito contra o patrimônio total da devedora (que nesse caso é ainda companhia aberta).

Nesse aspecto, o risco suportado por um investidor não qualificado que adquire um CRI com lastro em títulos representativos de dívida corporativa é muito menos específico que aquele que decorre dos direitos creditórios de um projeto imobiliário em particular: ele é, até por isso, bastante mais fácil de se compreender.

Ainda sob essa perspectiva do risco, cabe notar que um investidor não-qualificado poderia adquirir diretamente debêntures simples e quirografárias de emissão da Cyrela, que houvessem sido ofertadas publicamente, mas, de acordo com o entendimento da área técnica, não poderia fazê-lo por meio de um CRI sem garantia real.

III. O caso dos CRA

As considerações acima se aplicam de modo ainda mais contundente para as ofertas de certificados de recebíveis do agronegócio (“CRA”) destinadas a investidores não-qualificados, às quais, na ausência de regulamentação específica, se aplicam as disposições da Instrução CVM nº 414/04. A CVM também tem, no caso desses instrumentos, feito exigências similares.

No caso dos CRA, não há sequer que se falar em ato administrativo de natureza semelhante ao “habite-se” que permita a aplicação analógica automática do art. 6º, inciso I, da Instrução CVM nº 414/04.

O próprio rol de recebíveis passíveis de lastrear as emissões dos CRA é mais amplo do que aquele estabelecido para os CRI. Até por isso não há, nos CRA, discussões sobre se um crédito é do agronegócio em razão da sua origem ou destinação. O risco a que o investidor se expõe será (na medida em que se instituir o regime fiduciário no âmbito da securitizadora) sempre o do devedor do direito creditório, que pode ser de maior ou menor porte.

De qualquer maneira, também no caso dos CRA a natureza dos títulos com lastro em emissão de dívida é tal que o principal fator de risco do certificado passa a ser o risco de crédito da empresa devedora (e não a exploração da atividade). Por consequência, a formulação de exigência nos moldes do art. 6º não só extrapola os limites da aplicação da analógica da Instrução CVM nº 414/04 (vez que, nos termos decididos pelo Colegiado, a norma só se aplica “no que couber”)[2], como também passa a não fazer sentido.

O que se verifica em casos como estes, em realidade, é o quanto a regulamentação como um todo (tanto para CRI quanto para CRA) está defasada. Nesse cenário, é preciso reforçar, mais uma vez, a necessidade de não se confundir a aplicação da regulamentação naquilo que couber (isto é, nas hipóteses para as quais elas de fato foram pensadas) com o desejo de criar novas regras para proteger investidores em um cenário normativo lacunoso.

III. Parecer da Procuradoria da CVM

35. Conforme mencionamos no parágrafo 15 acima, em 17/06/2016, a PFE-CVM encaminhou à SRE o 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, documentos que encontram-se transcritos abaixo:

Parecer nº 00065/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU

1. RELATÓRIO

Trata-se de pedido de registro de oferta de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) a investidores não qualificados, com dispensa das exigências contidas no artigo 6º da Instrução CVM nº 414, 30.12.2004,^[1] quais sejam, as de que os CRIs sejam lastreados em créditos que constituam patrimônio separado (afetado ao pagamento dos créditos imobiliários) e inconfundível com o patrimônio da companhia securitizadora (regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997).

Os CRI’s em questão serão emitidos por Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. (ofertante) e terão lastro em debêntures simples do tipo quirografária de emissão da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações. O vencimento de ambos os títulos (CRI e Debêntures) está previsto para 03.05.2018. As debêntures serão subscritas pela Cybra de Investimento Imobiliário Ltda., companhia do grupo econômico da devedora, e posteriormente cedidas à securitizadora que, por sua vez, emitirá uma CCI (Cédula de Crédito Imobiliário) representando tais títulos. Ademais, será constituído regime fiduciário sobre as Debêntures e a CCI, ou seja, sobre os títulos que comporão o lastro dos CRI, tendo como agente fiduciário a Pentágono S.A. DTVM.

Diante do formato da operação, a securitizadora entende que o artigo 6º da IN nº 414/2004 é inaplicável à oferta, haja vista que os CRI’s serão lastreados em créditos imobiliários oriundos de dívidas corporativas da Cyrela

(incorporadora). Argumenta, que o dispositivo teria por objetivo proteger os investidores de recebíveis lastreados em créditos imobiliários com perfil mais arriscado, como aqueles em que o devedor dos créditos pode alegar algum tipo de peculiaridade para não pagar o valor (crédito não performado), quer pela ausência de habite-se (artigo 6º, I), quer pela não conclusão da obra (mitigada pela instituição de patrimônio de afetação, artigo 6º, II).

Aduz, ainda, que como os CRI's ofertados têm origem em dívida corporativa, mesmo sem a conclusão da incorporação ou ainda da obtenção dos respectivo "habite-se", os recebíveis seriam devidos, o que afastaria a incidência da norma (artigo 6º). Acrescenta que os recursos objeto da oferta serão direcionados exclusivamente para sociedades de propósito específico que instituirão patrimônio de afetação. Ou seja, por conta dessa última característica, a oferta atenderia indiretamente o inciso II do artigo 6º da Instrução CVM 414/04.

Acerca do pleito de registro e da estrutura da oferta, a r. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE considerou o seguinte (Memorando nº 55/2016-CVM/SRE/GER-1):

31. "Em nosso entendimento, não há dúvida que o Risco de Performance de créditos imobiliários quando originados de negócios envolvendo imóveis com 'habite-se' ou cuja incorporação integre patrimônio de afetação é menor; visto que, no primeiro caso, não há o risco de não pagamento pelo devedor por conta da impossibilidade de utilização do imóvel, e, no segundo caso, há menor risco de não conclusão da incorporação, dado que os recursos obtidos para o empreendimento estariam afetados ao mesmo.

32. Não obstante, resta dúvida se haveria outros mitigadores de risco nas estruturas previstas pelos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414, além da questão da performance dos créditos.

33. Sobre esse ponto, cabe destacar o que prevê o art. 8º da Lei nº 9.514/97:

"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 originais)

34. A leitura do dispositivo supra, especialmente de seu inciso III, parece indicar que existe uma garantia intrínseca aos CRI vinculados a créditos imobiliários na sua origem, uma vez que prevê a possibilidade de "constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida".

35. Portanto, a dúvida que fica é se em financiamentos imobiliários, ou em negócios de incorporação imobiliária onde é constituído patrimônio de afetação, a figura do credor teria algum privilégio sobre o imóvel ou patrimônio de afetação em relação a demais credores dos devedores de tais transações, mesmo que o referido imóvel ou patrimônio de afetação não tenha sido expressamente dado em garantia no negócio imobiliário.

34. A leitura do dispositivo supra, especialmente de seu inciso III, parece indicar que existe uma garantia intrínseca aos CRI vinculados a créditos imobiliários na sua origem, uma vez que prevê a possibilidade de "constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida".

(...)

38. Nesse sentido, caso as operações de financiamento ou incorporação imobiliária não contem com garantia intrínseca dos imóveis ou patrimônio de afetação aos quais estejam vinculadas, contando apenas com garantias caso elas tenham sido expressamente constituídas, nos termos do art. 17 da Lei nº 9.514/97, entendemos, a princípio, que a proteção prevista pelos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM nº 414 realmente tem o caráter único de mitigar o Risco de Performance do crédito imobiliário, quando lastro de CRI destinados a investidores não qualificados.

39. Por outro lado, caso exista a supramencionada garantia intrínseca em ambas as situações acima descritas (financiamento imobiliário e incorporação imobiliária), independentemente daquelas constituídas expressamente, nos termos do art. 17 da Lei nº 9.514/97, nos parece que o objetivo do art. 6º da Instrução CVM 414 vai além da mitigação do Risco de Performance, e a dispensa do referido dispositivo normativo na operação ora em análise careceria, em nosso entendimento, da constituição de garantias reais, de forma a atingir o objetivo pretendido pela norma ao delimitar as situações em que CRI podem ser destinados a investidores não qualificados.

40. Considerando essa hipótese, restaria ainda dúvida com relação à possibilidade de patrimônios de afetação serem dados expressamente em garantia de créditos imobiliários, como seria, na presente oferta, caso os patrimônios de afetação dos Empreendimentos Imobiliários fossem dados em garantia para o pagamento das Debêntures".

Com tais considerações, os autos vieram encaminhados a esta Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PFE") questionando-se: a) se as operações de financiamentos de imóveis com habite-se e de incorporações imobiliárias integrantes de patrimônio de afetação contam com garantias ou "proteções intrínsecas dos imóveis ou patrimônio de afetação a elas vinculadas" e b) se o patrimônio afetado ao empreendimento imobiliários poderia ser oferecido em garantia do pagamento das Debêntures da presente oferta.

2. ANÁLISE

A Instrução CVM nº 414/2004 disciplina os registros de companhia securitizadora de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI na Autarquia e tem por finalidade assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral por meio da adequação da oferta ao perfil dos investidores e da ampla informação acerca da operação, dos CRI's, da companhia securitizadora e demais pessoas envolvidas.

A oferta de CRI's aos investidores em geral, e não apenas aos qualificados, sem que os créditos estejam lastreados, na forma exigida pelo artigo 6º da aludida IN, é a origem da consulta trazida a esta PFE. Veja-se o conteúdo da norma:

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

I – de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou

II – da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.

A r. SRE analisa o pedido de registro sob o viés do âmbito de proteção da norma. Quer dizer, questiona se a oferta conforme estruturada representa um risco para os investidores de nível similar aquele que adviria de uma oferta em que fossem respeitadas as exigências relacionadas no dispositivo acima. Para atender a consulta traçaremos um panorama dos estatutos legais e dos negócios jurídicos envolvidos nessas operação.

2.1 Sistema Financeiro Imobiliário e Certificados de Recebíveis Imobiliários

Na década de 60, iniciou-se um processo de incremento dos instrumentos de circulação de ativos, estruturando-se o mercado de capitais e modernizando-se o mercado financeiro.^[ii] O Sistema Financeiro de Habitação foi criado e regulamentado por meio da Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964, que previu a utilização de recursos das contas de poupança e dos repasses do FGTS como fontes de financiamento da aquisição e construção de imóveis residenciais.

Por sua vez, a Lei nº 4.864, de 29.11.1965, previu, em seu artigo 22, a cessão fiduciária dos direitos decorrentes dos contratos de alienação das unidades habitacionais integrantes do projeto financiado.^[iii] Trata-se de garantia de pagamento dos créditos abertos junto a instituição financeira para a construção de imóvel; na hipótese de vencimento do contrato por inadimplemento da empresa financiada, a credora (financeira) tem o direito de, independentemente de qualquer procedimento judicial e com preferência sobre todos os demais credores da empresa financiada, haver os créditos caucionados diretamente dos adquirentes das unidades habitacionais, até a final liquidação do crédito garantido.

A aplicação da cessão fiduciária era limitada às instituições integrantes do sistema financeiro de habitação até o advento da Lei nº 9.514, de 20.11.1997, que veio a instituir o Sistema Financeiro Imobiliário e reger os financiamentos que ocorrem fora das regras do SFH, com utilização de recursos advindos de investidores institucionais. Ela introduziu, ainda, a figura das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários – CSCI (art. 3º, caput), sociedades anônimas não financeiras, cujo objeto social consiste na aquisição e securitização de créditos imobiliários e na emissão e colocação, no mercado de capitais, dos chamados Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

Na definição legal, os CRI's são títulos de crédito de emissão exclusiva das securitizadoras, "os quais são lastreados em créditos imobiliários e constituem promessa de pagamento em dinheiro". Securitizar uma obrigação é "torná-la representável por um título ou valor mobiliário livremente negociável em mercado; securitização é um processo de distribuição de riscos mediante agregação de instrumentos de dívida em conjunto e consequente emissão de um novo título lastreado por esse conjunto."^[iv] "Uma operação de securitização de recebíveis imobiliários apresenta, comumente, a seguinte cadeia de eventos:^[v]

- . a securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão, por parte de uma instituição financeira cedente, de créditos ou recebíveis imobiliários provenientes de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil celebrados com terceiros (devedores);
- . esses créditos são cedidos à CSCI, que terá a função de converter os recebíveis em lastro para a emissão posterior de CRIs, a serem ofertados aos investidores;
- . uma vez subscritos os CRIs, os recursos dos investidores são disponibilizados à CSCI, que os repassa à instituição financeira cedente, com o intuito de liquidar a operação de cessão ocorrida na etapa anterior;
- . liquidada a cessão dos recebíveis acima descrita, a CSCI (cessionária) passa a ser a credora dos valores devidos pelos devedores ou mutuários, que pagarão, diretamente à securitizadora, os valores das prestações relativas aos empréstimos, financiamentos ou operações de arrendamento mercantil contratadas anteriormente;
- . os montantes recebidos pela companhia securitizadora são então transferidos aos investidores, na proporção e prazo especificados nos CRIs, sendo que essas companhias geram seus resultados através do ganho decorrente do deságio obtido na operação de cessão dos recebíveis e da cobrança de taxa de administração".

Os recebíveis também podem ser garantidos pela constituição de regime fiduciário.^[vi] Ele é criado por meio de declaração de vontade da securitizadora, a qual é trazida a termo perante o Registro de Imóveis onde está matriculado o bem em razão do qual foi criada a dívida (para fim de construção, aquisição, etc).^[vii] Instituído o regime, os créditos objeto do regime fiduciário passam a (artigo 11 da Lei nº 9.514/1997):

- . constituir patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora e que permanecerá

apartado até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que esteja afetado;

. ser destinados exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;

. estar isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora;

. não constituir objeto de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam;

. responder, tão só, pelas obrigações inerentes aos títulos a eles afetados.

Desta forma, a securitizadora não pode utilizar tais recebíveis para outras finalidades que não as acima destacadas.

2.2. A CONSULTA

Delimitados as estruturas jurídicas, tornemos aos quesitos da r. SRE: a) "as operações de financiamentos de imóveis com 'habite-se' e de incorporações imobiliárias integrantes de patrimônio de afetação contam com garantias ou "proteções intrínsecas dos imóveis ou patrimônio de afetação a elas vinculadas"?; b) o patrimônio afetado ao empreendimento imobiliários poderia ser oferecido em garantia do pagamento das Debêntures da presente oferta?

O patrimônio de afetação tem função semelhante à do regime fiduciário estabelecido sobre os créditos imobiliários e também funciona como meio de garantia especial das obrigações. A diferença está no objeto da garantia; a que assegura o pagamento dos RCI's é constituída pelos créditos imobiliários, enquanto as obrigações do incorporador o são pelo terreno e construções objeto do empreendimento imobiliário e os demais bens e direitos a ele vinculados.

Assim, o patrimônio afetado manter-se-á apartado do patrimônio do empreendedor e será destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.^[viii] A autonomia que lhe é conferida "visa assegurar o cumprimento da função a ele atribuída, daí, porque, concluída a incorporação, os resultados obtidos serão apropriados no balanço geral da empresa incorporadora.^[ix] Como se observa, então, as garantias oferecem privilégio especial aos credores sobre determinado(s) bem(s) do devedor.

Então, atendendo a primeira pergunta, cabe dizer que, no mais das vezes, como no financiamento para construção ou aquisição de imóveis (Lei nº 9.514/1997), as garantias são autorizadas por lei, mas precisam ser previstas contratualmente. Seu objeto tanto pode ser o direito creditório (cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis; caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis - incisos II e III do artigo 17 da Lei nº 9.514/1997)^[x] ou sobre o próprio imóvel (terreno e/ou construção - hipoteca, alienação fiduciária de coisa imóvel - incisos I e IV). Na cessão e na alienação fiduciária haverá transferência da propriedade que permanecerá sob titularidade do credor, até que haja total quitação da dívida (arts. 18 a 20 e 22 e ss).

No que diz respeito ao segundo questionamento, observa-se que o artigo 31-A da Lei nº 4.591/1.964 que, como visto, disciplina o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias, dispõe o seguinte sobre a constituição de garantia sobre o patrimônio afetado à conclusão da obra:

Art. 31-A. "A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.

§ 1º O patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos e só responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva.

(...)

§ 3º Os bens e direitos integrantes do patrimônio de afetação somente poderão ser objeto de garantia real em operação de crédito cujo produto seja integralmente destinado à consecução da edificação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.

(...)"

Dessa forma, levando-se em consideração que as debêntures são títulos representativos de uma relação de crédito, para que o patrimônio separado seja dado em garantia de pagamento dos títulos dessa espécie, imprescindível seria que houvesse destinação específica do valor tomado pela Cyrela (emitente) junto à Cybra (adquirente das debêntures) para a construção de empreendimento determinado, em relação ao qual tivessem sido originados créditos imobiliários. É justamente essa especificação que não foi realizada na estrutura da oferta. Haverá óbice legal, portanto, à constituição da garantia real.

Note-se, também, que, nessa operação, o regime fiduciário destinado a prestar garantia aos RCI's não será constituído sobre créditos imobiliários na sua origem (provenientes da aquisição de imóveis junto à incorporadora), mas, sim, como ressalta a própria Brazil Realty, sobre crédito corporativo da Cybra (ou de dívida corporativa da Cyrela, como consta do argumento). Cabe ressaltar, também, que as debêntures que serão emitidas pela Cyrela são do tipo quirografárias (sem garantia).

Ademais, como anotado pelo r. Subprocurador-Chefe da GJU2, nos autos do Processo CVM nº RJ 2012-12177, o Colegiado da CVM já se manifestou em diversas oportunidades no sentido de que o crédito é imobiliário conforme a sua origem e não de acordo com sua destinação. Veja-se a decisão sobre o tema, proferida em sessão realizada em 10.07.2007 (Processos CVM nºs RJ 2006/6905 e RJ 2007/0547):

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 podiam 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 freqüentemente 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".

(sem grifos no original)

O crédito corporativo, portanto, não está apto a justificar a emissão dos CRI's, de acordo com decisões anteriores do Colegiado da Autarquia.

3. CONCLUSÃO

Em atendimento à consulta, conclui-se que as garantias que recompõem a situação de mora em contrato de financiamento imobiliário, precisam estar previstas no instrumento assinado pelas partes. No que diz respeito à segunda questão, o patrimônio afetado à conclusão da unidade habitacional poderá ser dado como garantia de operação de crédito, desde que o produto (do crédito) seja integralmente destinado à consecução da edificação correspondente e à entrega final da obra aos respectivos adquirentes. Assim, os empreendimentos deveriam estar detalhados na escritura das debêntures a serem emitidas pela Cyrela.

Despacho nº 00076/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU

De acordo com as conclusões do PARECER n. 00065/2016/GJU 2/PFECVM/PGF/AGU relacionadas especificamente aos dois questionamentos formulados pela área consultante.

Contudo, divirjo de parte da fundamentação da manifestação jurídica ora despachada especificamente quanto à assertiva de que créditos corporativos não são aptos a justificar a emissão de CRIs.

Nesse aspecto, reconheço que há decisões do Colegiado da CVM no sentido de que o crédito é imobiliário conforme a sua origem e não de acordo com sua destinação, conforme mencionado pela I. Procuradora Federal (Processos CVM nos RJ 2006/6905 e RJ 2007/0547).

Entretanto, convém mencionar o entendimento constante da decisão proferida pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo RJ 2012/12177, que teve como objeto operação similar à presente, conforme consta do relatório apresentado pela SRE naquele caso:

1.1. Os CRI serão estruturados a partir da emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia flutuante, da 5ª emissão ("Debêntures") de Rede D'or São Luiz S.A. ("Devedora"), nos termos da

Escritura das Debêntures.

1.2. Ainda nos termos da Escritura das Debêntures, todo o recurso captado será destinado exclusivamente para aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, todos individualmente identificados na referida Escritura das Debêntures, não havendo qualquer destinação para aquisição de máquinas, equipamentos ou demais bens relacionados à atividade comercial desenvolvida pela Devedora.

1.3. Tais Debêntures serão totalmente subscritas e integralizadas pelo Banco BTG Pactual S.A., que vem a ser, ainda, o líder da distribuição dos CRI (“BTG Pactual” ou “Coordenador Líder”), e deverão ser honradas pela Devedora sem que estejam vinculadas ou dependentes de qualquer fluxo de caixa gerado pela mesma. O agente fiduciário das Debêntures será a Pentágono S.A. DTVM (“Pentágono”).

1.4. O BTG Pactual emitirá uma CCI com lastro nas Debêntures adquiridas, a qual será transferida por instrumento de cessão para a Securitizadora, e servirá de lastro para a emissão dos CRI objeto da oferta em tela, mediante Termo de Securitização de Créditos, que identifica individualmente todos os terrenos a serem adquiridos e os projetos de edificação e de expansão dos imóveis pretendidos pela Devedora, em linha com a relação já constante da Escritura das Debêntures, conforme mencionamos no item 1.2 acima.

(...)

1.12. A estrutura dessa emissão de CRI conta com regime de patrimônio apartado, tendo a Pentágono como agente fiduciário, o mesmo das Debêntures.

No caso acima, a SRE manifestou se favoravelmente ao pedido de registro por entender que “a Devedora, apesar de não ter como objeto social a exploração (com venda ou aluguel, por exemplo) dos imóveis que pretende adquirir, edificar ou expandir, utiliza-se de fato de financiamento imobiliário, ao emitir as Debêntures que serão subscritas pelo Coordenador Líder (o originador do crédito), com essa finalidade específica, como esse agente formalizada na Escritura das Debêntures”. Ressaltou ainda a SRE que “as Debêntures deverão ser honradas em dinheiro pela Devedora, independentemente do fluxo de caixa gerado por sua atividade econômica”.

O Colegiado, em reunião realizada em 26.03.13, discordou da manifestação da área técnica de forma unânime, “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”.

Os requerentes formularam então pedido de reconsideração com pedido de atribuição de efeito suspensivo, que restou indeferido. Foi então solicitada manifestação da PFE CVM pelo Diretor Relator Roberto Tadeu, consubstanciada no MEMO/Nº116/2013/GJU2/PFECVM/PGF/AGU, cujos principais trechos são a seguir reproduzidos:

No caso vertente, embora as debêntures emitidas pela Rede D’or sejam destinadas, de acordo com a respectiva escritura, à aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, entendeu o Colegiado que não se estaria diante de crédito imobiliário, uma vez 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”.

De plano, fica afastada qualquer comparação com os fluxos de pagamentos dos recebíveis de financiamentos de unidades habitacionais (moradia) e submetidos aos riscos que afetam indistintamente a população como um todo, já compreendidos, pelo público investidor, como riscos inerentes aos financiamentos imobiliários residenciais.

A estruturação de securitização em análise tem como devedor (único) uma empresa do setor de serviços de saúde, estando o fluxo de pagamentos da operação submetida ao fluxo de caixa da Rede D’or, ou, em outras palavras, aos riscos específicos desse setor, o que pode não estar em sintonia com os objetivos do SFI.

Nessa linha, pode-se argumentar que, em diversas passagens, a exposição de motivos da Lei nº 9.514/97 se utiliza da expressão “setor” referindo-se nitidamente ao setor imobiliário.

Ao que parece, o Colegiado buscou limitar o financiamento imobiliário (comercial) no âmbito do SFI às empresas que exerçam atividades típicas do setor imobiliário, excluindo, assim, empresas de outros setores, cujas atividades estão sujeitas a riscos estranhos aos que são esperados dos empreendimentos imobiliários em geral.

As requerentes argumentam que tal interpretação acaba por restringir indevidamente o alcance da Lei nº 9.514/97, mas não se pode perder de vista que a securitização de recebíveis imobiliários destina-se à captação de recursos da poupança pública, obrigatoriamente submetida ao Poder Regulatório da CVM que, como já visto, é exercido de acordo com as finalidades previstas na Lei nº 6.385/76.

Mais do que se ater aos aspectos meramente formais da operação, a CVM pode identificar potenciais riscos ao regular funcionamento do mercado e adotar as medidas preventivas necessárias. A análise de um pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários segue necessariamente essa lógica.

Apesar de não ser esse o presente caso, não se pode ignorar que a recente crise econômica que assolou o mundo e que continua a produzir efeitos até os dias de hoje teve sua origem justamente na securitização de créditos no âmbito do sistema de financiamento imobiliário norte americano, o que evidencia a relevância da adequada regulação desse setor. É inegável que a operação ora analisada possui potencial considerável de multiplicação, uma vez que são inúmeras as atividades empresariais que podem se interessar em estruturas de securitizações similares, sobretudo por conta dos benefícios fiscais previstos na Lei nº 12.941/11.

Uma vez deferido o pedido de registro em análise, haveria um precedente que poderia ser legitimamente suscitado por empresas de diversos setores, pois é evidente que toda atividade empresarial de porte razoável dedica-se, em boa parte, a negócios de natureza imobiliária, sendo certo que a criatividade dos agentes de mercado encontraria um meio de estruturar operações similares.

Dessa forma, concluímos que o Colegiado da CVM, ao indeferir o pedido de registro com base no argumento de 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”, exerceu sua competência decisória de acordo com as finalidades previstas na Lei nº 6.385/76.

Ao restringir a estruturação de securitizações ao setor imobiliário estritamente considerado, zela o Colegiado pela adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que transacionam no mercado de valores mobiliários.

Os requerentes, após terem tomado conhecimento da manifestação da PFECVM, formalizaram a desistência da realização da oferta, o que acabou motivando a perda de objeto do pedido de reconsideração, conforme reconhecido no voto proferido pelo Diretor Relator.

Assim, apesar de as razões da PFE CVM terem sido mencionadas ao longo da decisão proferida pelo Colegiado, o fato é que não houve análise do mérito do pedido de reconsideração. Portanto, a decisão que indeferiu o pedido de registro “por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora”, permaneceu inalterada quanto aos seus fundamentos.

De volta ao presente caso, verifico que a empresa que figura como devedora na operação é companhia aberta que 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 imobiliário”.

A peculiaridade da operação examinada reside no fato de que o pagamento será efetuado com recursos decorrentes da exploração do objeto social de empresa do setor imobiliário, e não somente dos empreendimentos imobiliários indicados como destinatários dos recursos captados. Salvo melhor juízo, considero que a operação, nesse aspecto, encontra-se de acordo com o entendimento firmado na decisão proferida pelo Colegiado da CVM no Processo nº RJ 2012/12177, uma vez que o fluxo de pagamento da operação encontra-se relacionado ao setor imobiliário.

Finalmente, no que diz respeito à aplicação do art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/04, entendo, assim como a SRE, que o aludido dispositivo prevê as únicas hipóteses em que se admite a distribuição de CRI junto a investidores não qualificados.

Não se pode cogitar, evidentemente, da inaplicabilidade da referida norma à oferta em análise, ao contrário do sustentado pelos requerentes. Com efeito, a interpretação que cabe no caso é o reconhecimento de que a operação pretendida não é autorizada pela Instrução CVM nº 414/04, pois não se enquadra nas únicas hipóteses em que se admite que a oferta seja dirigida a investidores não qualificados.

Contudo, entendo ser possível a análise do pedido alternativo de dispensa de requisitos, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, aplicável às ofertas de CRI, conforme previsto no art. 7º da Instrução CVM nº 414/04.

Despacho nº 00322/2016/ PFE-CVM /PFE-CVM/PGF/AGU

“1. Aprovo o PARECER n. 00065/2016/GJU 2/PFECVM/PGF/AGU, nos termos das ressalvas apresentadas no DESPACHO n. 00076/2016/GJU 2/ PFECVM/PGF/AGU.

2. À SRE.”

IV. Nossas Considerações

36. Antes de analisarmos o pleito da Ofertante, qual seja, o reconhecimento da inaplicabilidade dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 400 à presente Oferta ou, subsidiariamente, o pedido de dispensa do referido dispositivo normativo, cabe tratar de questão preliminar levantada por meio do Parecer nº 00065/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU (“Parecer-PFE”).

37. Por meio do referido Parecer, a Procuradora Federal Raquel Passarelli de Souza Toledo de Campos manifestou-se no sentido de que o crédito corporativo “*não está apto a justificar a emissão dos CRI’s, de acordo com decisões anteriores do colegiado da Autarquia.*”

38. Tal entendimento estaria baseado, em parte, na Decisão do Colegiado da CVM de 13/05/2003, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2002-3032, cuja ata encontra-se transcrita abaixo:

RECURSO CONTRA A DECISÃO DA SRE DE INDEFERIMENTO DE REGISTRO DE CRI - CIBRASEC - PROC. RJ2002/3032

Reg. nº 3760/02

Relator: DLA

“Trata-se de recurso interposto pela Companhia Brasileira de Securitização - CIBRASEC contra decisão da SRE que indeferiu o pedido de concessão de registro definitivo de Certificado de Recebível Imobiliário - CRI da companhia.

*A principal questão que teria levado ao indeferimento do pedido foi a origem dos créditos que lastreiam os CRIs. A PJU, em seu parecer, esclareceu que a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário. **Assim, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel em questão, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta.***

***Os demais membros do Colegiado acompanharam o voto apresentado pelo Diretor-Relator no sentido de negar provimento ao recurso.**” (grifos nossos)*

39. Cabe destacar também trecho do voto do Diretor-Relator daquele caso, Luiz Antonio de Sampaio Campos, nos seguintes termos:

“13. Restaria, assim, definir o que, para os fins legais, seria um crédito imobiliário, autorizando, em decorrência disto,

a emissão do Certificado de Recebíveis Imobiliários.

14. A recorrente sustenta que o crédito imobiliário é caracterizado pela destinação do recurso, ou seja, o crédito deveria ser considerado imobiliário se os recursos que geram o direito de crédito forem dirigidos a um determinado imóvel. Nessa linha, a recorrente entende que a operação é imobiliária porque o crédito foi constituído através de cessão fiduciária de recebíveis decorrentes da comercialização de energia elétrica, sendo os recursos financeiros oriundos da cessão canalizados para a ampliação e reforma de usina hidroelétrica.

15. A par do entendimento manifestado pela Recorrente, parece-me que a PJU foi precisa em sua manifestação de fls. 285/291, ao esclarecer que a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário.

16. Nesse passo, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel ou do financiamento do imóvel, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta. Ou, como destaca a PJU, embora a geração de energia e sua comercialização possam constituir receita de uma "planta industrial", não pode tal receita ser considerada como um crédito imobiliário.

17. Dito de outro modo, parece-me que o crédito é imobiliário pela origem e não pela destinação." (grifos nossos)

40. Não obstante ao exposto acima, o Subprocurador-Chefe GJU-2, Celso Luiz Rocha Serra Filho, por meio do Despacho nº 00076/2016/GJU – 2/PFE-CVM/PGF/AGU ("Despacho GJU-2"), que acabou refletindo a posição final da PFE-CVM, discordou do entendimento de que créditos corporativos não são aptos a justificar a emissão de CRI.

41. A posição manifestada por meio do Despacho GJU-2 teve como base decisão do Colegiado da CVM mais recente, de 26/03/2013, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-12177, ocasião em foi indeferido o pedido de registro da oferta pública de distribuição da 289ª série de CRI da 1ª emissão de Brazilian Securities Companhia de Securitização, nos seguintes termos:

PEDIDO DE REGISTRO DEFINITIVO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS (CRI) – BRAZILIAN SECURITIES COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO – PROC. RJ2012/12177

Reg. nº 8634/13

Relator: SRE

"Trata-se de consulta formulada pela Superintendência de Registros de Valores Mobiliários ("SRE") ao Colegiado da CVM no âmbito do pedido de registro definitivo de oferta pública de distribuição da 289ª série de certificados de recebíveis imobiliários ("CRI") da 1ª emissão de Brazilian Securities Companhia de Securitização ("Securitizadora").

A referida oferta apresenta estrutura ainda sem precedente de análise por parte da SRE, uma vez que a devedora dos créditos que lastreiam os CRI seria a Rede D'or São Luiz S.A. ("Devedora"), rede hospitalar que pretende captar recursos para financiar a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, via emissão de debêntures.

Na estrutura prevista a Devedora emitiria debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia flutuante, de sua 5ª emissão ("Debêntures"), as quais seriam totalmente subscritas e integralizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. ("BTG Pactual"). O BTG Pactual, por sua vez, emitiria uma CCI que representaria as Debêntures e seria cedida à Securitizadora para servir de lastro para a emissão dos CRI.

De acordo com a Escritura de Emissão das Debêntures, todos os recursos captados seriam destinados exclusivamente para aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, já identificados na referida Escritura, não havendo qualquer destinação para aquisição de máquinas, equipamentos ou demais bens relacionados à atividade comercial desenvolvida pela Devedora.

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 subscritas pelo BTG Pactual (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures.

Na visão da SRE, esse fato diferenciaria o presente caso daquele analisado no âmbito do Proc. RJ2002/3032, sobretudo pelo fato de que o pagamento das Debêntures seria uma obrigação a ser honrada pela Devedora de qualquer forma, desvinculada de qualquer fluxo de caixa gerado pelo exercício de sua atividade econômica, diferentemente do que se intentava na estrutura prevista para o caso tratado no Proc. RJ2002/3032.

O Colegiado unanimemente 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." (grifo nosso)

42. Como se vê, a SRE manifestou-se favoravelmente ao registro daquela oferta, entendendo 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 subscritas pelo BTG Pactual (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures."*

43. Na visão da SRE, tal estrutura diferenciaria o caso supramencionado *"daquele analisado no âmbito do Proc. RJ2002/3032, sobretudo pelo fato de que o pagamento das Debêntures seria uma obrigação a ser honrada pela Devedora de qualquer forma, desvinculada de qualquer fluxo de caixa gerado pelo exercício de sua atividade econômica, diferentemente do que se intentava na estrutura prevista para o caso tratado no Proc. RJ2002/3032"* (em que o lastro dos CRI era constituído por *"recebíveis decorrentes da comercialização de energia elétrica, sendo os recursos financeiros oriundos da cessão canalizados para a ampliação e reforma de usina hidroelétrica"*, conforme vimos no parágrafo 39 acima).

44. 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.”

45. A PFE-CVM, por meio do Despacho GJU-2, considerou que a presente operação, no aspecto destacado acima, encontra-se de acordo com o entendimento firmado na decisão do Colegiado da CVM supramencionada, uma vez que o fluxo de pagamento da operação encontra-se relacionado ao setor imobiliário, considerando que a empresa devedora (Cyrela S.A.) é companhia aberta que 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”.

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.

51. Do risco da efetiva destinação dos recursos captados por meio da emissão de CRI nas estruturas lastreadas em debêntures, entendemos que derivam duas questões cruciais, quais sejam: (i) o responsável por verificar a referida destinação; e (ii) o prazo para que essa destinação ocorra.

52. Com relação à questão (i) acima, cabe destacar previsão constante do art. 13 da Instrução CVM 414, com relação ao agente fiduciário nas emissões de CRI:

“Art.13. Aplicam-se ao agente fiduciário de CRI os direitos, as obrigações e os deveres estabelecidos pela Lei nº 9.514, de 1997 e pelas regras que dispõem acerca do exercício da função de agente fiduciário dos debenturistas.”

53. Como se vê, aplica-se ao agente fiduciário de CRI as regras que dispõem acerca do exercício da função de agente fiduciário de debenturistas, dentre as quais se incluem os deveres previstos pelas alíneas a) a c) do § 1º do art. 68 da LSA, quais sejam:

“Art. 68. O agente fiduciário representa, nos termos desta Lei e da escritura de emissão, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.

§ 1º São deveres do agente fiduciário:

a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;

b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função;

c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.” (grifos nossos)

54. Do acima exposto, entendemos que o agente fiduciário de CRI é o responsável por verificar e notificar os detentores dos referidos títulos com relação a qualquer descumprimento do que está previsto nos documentos que representam o seu lastro, incluindo a destinação de recursos.

55. Cabe lembrar que na presente Oferta, a fim de vincular os créditos que lastreiam os CRI aos Empreendimentos Imobiliários, de forma a cumprir com o que preceitua o inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/97, a destinação dos recursos deverá estar expressamente prevista na escritura das Debêntures, bem como no Termo de Securitização, o que reforça a responsabilidade supramencionada no presente caso.

56. Superado esse ponto, no que se refere à questão (ii) citada no parágrafo 51 acima, entendemos que o prazo razoável para que se dê o efetivo direcionamento dos recursos provenientes da emissão de CRI lastreados em créditos imobiliários por força de sua destinação deveria ser o prazo de vencimento dos referidos títulos, que seria o prazo durante o qual o agente fiduciário exerceria as suas funções.

57. Dessa forma, desde que observados os requisitos acima mencionados, reiteramos nosso entendimento, em linha com a manifestação da PFE-CVM, de que a operação em tela, lastreada em debêntures de emissão da Cyrela, não fere entendimento vigente do Colegiado da CVM com relação a operações dessa natureza, manifestado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-12177 (caso Rede D’or).

58. Voltando ao pleito de reconhecimento da inaplicabilidade dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 ao presente caso ou, subsidiariamente, ao pedido de dispensa dos referidos requisitos normativos, cabe lembrarmos, primeiramente, o que prevê o referido artigo:

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

I – de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou

II – da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.” (grifo nosso)

59. Da leitura do dispositivo supra, entendemos que trata-se de regra restritiva, onde a leitura da inaplicabilidade não seria possível.

60. Em linha com essa interpretação, a PFE-CVM se manifestou nos seguintes termos:

“Finalmente, no que diz respeito à aplicação do art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/04, entendo, assim como a SRE, que o aludido dispositivo prevê as únicas hipóteses em que se admite a distribuição de CRI junto a investidores não qualificados.

Não se pode cogitar, evidentemente, da inaplicabilidade da referida norma à oferta em análise, ao contrário do sustentado pelos requerentes. Com efeito, a interpretação que cabe no caso é o reconhecimento de que a operação pretendida não é autorizada pela Instrução CVM nº 414/04, pois não se enquadra nas únicas hipóteses em que se admite que a oferta seja dirigida a investidores não qualificados.

Contudo, entendo ser possível a análise do pedido alternativo de dispensa de requisitos, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 400/03, aplicável às ofertas de CRI, conforme previsto no art. 7º da Instrução CVM nº 414/04.”

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

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

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

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

- (i) o fato de as operações de financiamentos de imóveis com “habite-se” e de incorporações imobiliárias integrantes de patrimônio de afetação contarem ou não com garantias ou “proteções” intrínsecas dos imóveis ou patrimônio de afetação a elas vinculadas; e
- (ii) à possibilidade de patrimônios de afetação serem dados expressamente em garantia de créditos imobiliários, como seria, na presente Oferta, caso os patrimônios de afetação dos Empreendimentos Imobiliários fossem dados em garantia para o pagamento das Debêntures.

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

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

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

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

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

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

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

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

- (i) que os CRI sejam lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997; e
- (ii) que haja ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI.

V. Conclusão

71. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que **não vemos óbice a que seja concedida a dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 no presente caso.**

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

Atenciosamente,

DIOGO LUÍS GARCIA RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Analista GER-1 Gerente de Registros-1

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

Atenciosamente,

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

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral

[1] Nesse caso, naturalmente, a existência ou não de garantias já contribuirá para a definição da classificação de risco de crédito.

[2] Em Comunicado ao Mercado de 21/11/2008, foi esclarecido que enquanto não editasse regulamentação específica para os CRA, a CVM passaria a aplicar a estes títulos os comandos da Instrução CVM nº 414/04 “adaptando-os, **no que couber**, para acomodar as possíveis incompatibilidades entre a regulamentação de CRI e as características dos CRA e seus emissores” (grifos nossos).

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

I – de imóveis com “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou

II – da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação, constituído em conformidade com o disposto nos arts. 31-A e 31-B da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.

[ii.] CHALHUB. Melhim Namem. Negócio Fiduciário, 4ª ed. rev e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2000. p. 367

[iii.] Art. 22. "Os créditos abertos nos termos do artigo anterior pelas Caixas Econômicas, bem como pelas sociedades de crédito imobiliário, poderão ser garantidos pela caução, a cessão parcial ou a cessão fiduciária dos direitos decorrentes dos contratos de alienação das unidades habitacionais integrantes do projeto financiado.

§ 1º Nas aberturas de crédito garantidas pela caução referida neste artigo, vencido o contrato por inadimplemento da empresa financiada, o credor terá o direito de, independentemente de qualquer procedimento judicial e com preferência sobre todos os demais credores da empresa financiada, haver os créditos caucionados diretamente dos adquirentes das unidades habitacionais, até a final liquidação do crédito garantido.

§ 2º Na cessão parcial referida neste artigo, o credor é titular dos direitos cedidos na percentagem prevista no contrato, podendo, mediante comunicações ao adquirente da unidade habitacional, exigir, diretamente, o pagamento em cada prestação da sua percentagem nos direitos cedidos.

[iv.] Ob. cit. 369/368.

[v.] Trecho de Memorando elaborado pelo Subprocurador Chefe da GJU-2, Dr. Celso Luiz Rocha Serra Filho, nos autos do Processo CVM nº RJ 2012-12177.

[vi.] Art. 9º. "A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime". (Lei 9.514, de 20.11.1997)

[vii.] Art. 10. "O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos, que, além de conter os elementos de que trata o art. 8º, submeter-se-á às seguintes condições:

I - a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão;

II - a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão;

III - a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos;

IV - a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação;

V - a forma de liquidação do patrimônio separado.

Parágrafo único. O Termo de Securitização de Créditos, em que seja instituído o regime fiduciário, será averbado nos Registros de Imóveis em que estejam matriculados os respectivos imóveis". (Lei nº 9.514, de 20.11.1997)

[viii.] Art. 31-A. "A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.

[ix.] - Ob. cit. 94.

[x.] Art. 17. "As operações de financiamento imobiliário em geral poderão ser garantidas por:

I - hipoteca;

II - cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis;

III - caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis;

IV - alienação fiduciária de coisa imóvel.

(...)"



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 11/08/2016, às 12:56, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 11/08/2016, às 12:56, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Cláudio do Rego Barros Benevides, Superintendente de Registro em exercício**, em 11/08/2016, às 12:59, 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 **0144562** e o código CRC **00C341C1**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0144562** and the "Código CRC" **00C341C1**.*