



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 06 de dezembro de 2017.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Pedido de Registro de Oferta Pública de Distribuição de CRI da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Processo CVM nº 19957.010578/2017-50

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente encaminhado à CVM em 01/11/2017 (documento 0386006), por meio do qual Banco J. Safra S.A. e RB Capital Companhia de Securitização (“Emissora” e, em conjunto com o Banco J. Safra S.A., “Requerentes”) pleiteiam o registro da oferta pública de distribuição de CRI da 157ª série da 1ª emissão da Emissora (“Oferta”).
2. A referida Oferta prevê a emissão e distribuição de CRI com lastro em uma Cédula de Crédito Imobiliário (“CCI”) representativa de debêntures (“Debêntures”) devidas pela Rede D’or São Luiz S.A. (“Rede D’or” ou “Devedora”), cujos recursos captados serão destinados à construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários, diretamente pela Devedora ou através de suas subsidiárias.
3. Não obstante, tendo em vista que a Devedora não tem como objeto social a atuação no setor imobiliário (requisito atualmente considerado necessário com base em precedentes desta Autarquia), propomos o encaminhamento do presente Memorando ao Colegiado da CVM, para que este possa deliberar sobre a possibilidade de se considerar como crédito imobiliário por destinação passível de lastrear CRI uma dívida corporativa de empresa cuja atuação primordial não se concentra nesse setor.
4. A Emissora entende que tal estrutura observa a legislação aplicável aos CRI tendo em vista que: (i) atende plenamente à finalidade da Lei nº 9.514/97 (“Lei 9.514”); (ii) há real substância econômica na operação pretendida; e (iii) a destinação dos recursos tem cunho imobiliário que é passível de verificação.
5. De forma a obter o sucesso de seu pleito, a Emissora encaminhou, ainda, Memorando da lavra de Otávio Yazbek, o qual conclui, em síntese, que a Oferta atende à evolução das interpretações da CVM sobre o assunto, permitindo o atingimento dos fins da Lei nº 9.514/1997, entendendo ainda que a Oferta é plenamente regular e deveria ser aprovada.
6. Vale ressaltar que uma consulta em tese sobre a possibilidade de estruturação de CRI com lastro em créditos considerados imobiliários pela sua destinação (representados por debêntures ou outro instrumento

de dívida), devidos por companhia cujo objeto social não envolva atividade tipicamente imobiliária encontra-se em análise nesta área técnica no âmbito do Processo 19957.009545/2016-86.

I. CARATECTERÍSTICAS DOS CRI E DA OFERTA

7. A presente Oferta foi aprovada em reunião do Conselho de Administração da Emissora realizada em 23/08/2016 e prevê a emissão de, inicialmente, 500.000 CRI da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o valor total de, inicialmente, R\$ 500.000.000,00, a serem distribuídos publicamente sob o regime de garantia firme, nos termos da Instrução CVM 400.

8. A quantidade dos CRI originalmente ofertados poderá ser aumentada, mediante consulta e concordância prévia da Devedora, em até 20%, ou seja, em até 100.000 CRI (opção de lote adicional), e em até 15%, ou seja, em até 75.000 CRI (opção de lote suplementar), nas mesmas condições e preço dos CRI inicialmente ofertados.

9. O vencimento dos CRI se dará no ano de 2022 e a taxa de remuneração será fixada por meio de processo de *bookbuilding*, estando limitada a 100% da Taxa DI.

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

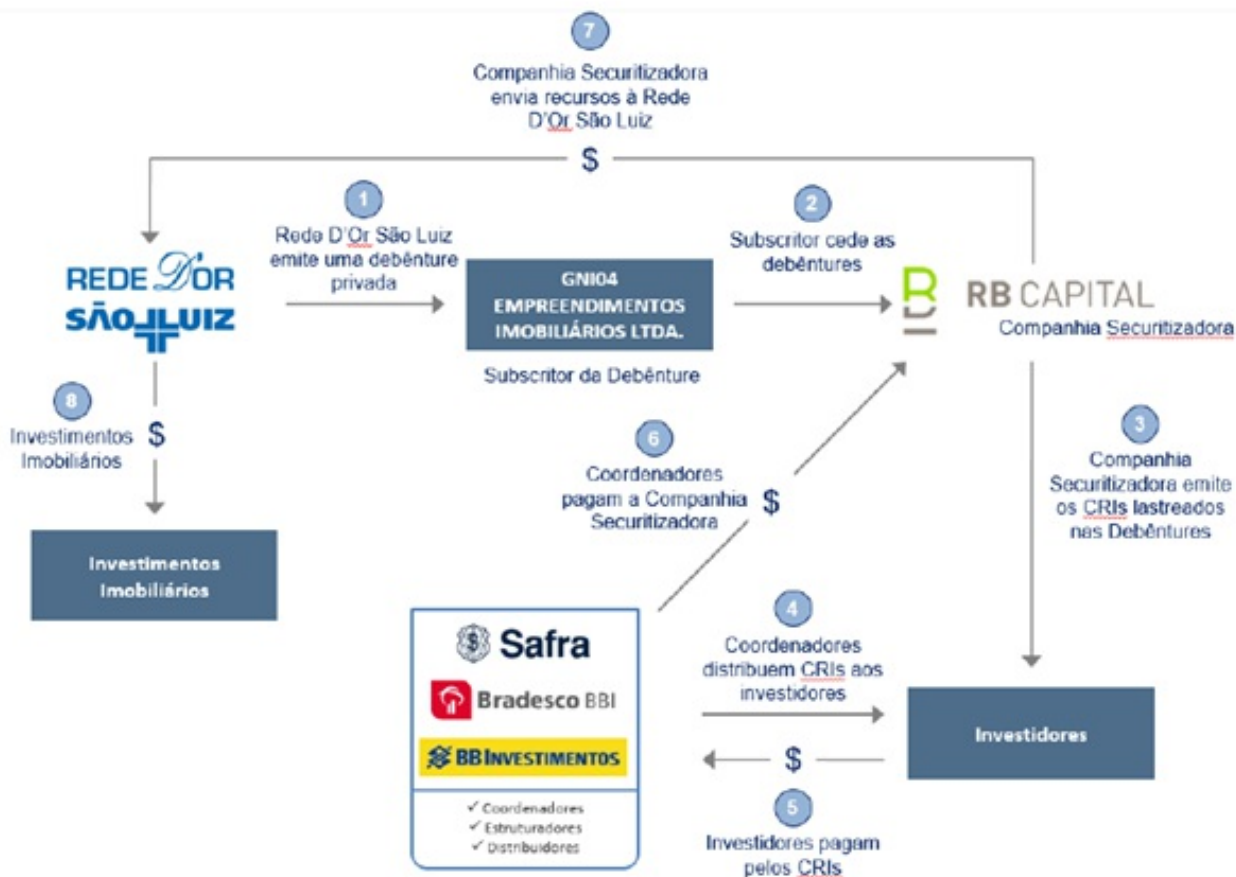
11. Os CRI serão admitidos para negociação no mercado secundário nos módulos CETIP 21 e PUMA, ambos administrados e operacionalizados pela B3.

12. Os CRI terão como lastro debêntures a serem emitidas pela Devedora e subscritas e integralizadas pela GNIO4 Empreendimentos Imobiliários S.A. (“Cedente”), subsidiária integral da Devedora, e representadas pela CCI.

13. Não serão constituídas garantias específicas, reais ou pessoais, sobre os CRI e/ou sobre as debêntures.

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

15. O fluxograma com a descrição da estrutura pretendida para a operação de securitização de que trata a referida Oferta encontra-se abaixo, conforme consta da documentação que apresentou o seu pedido de registro:



Onde:

- a) A Devedora realizará a emissão das debêntures, não conversíveis em ação, da espécie sem garantia real ou fidejussória, a serem subscritas de forma privada pela Cedente;
- b) A Cedente subscreverá as debêntures e, em seguida, emitirá a CCI, representativa de todos e quaisquer direitos creditórios, principais e acessórios, devidos pela Devedora por força das debêntures. A Cedente realizará, em favor da Securitizadora, a cessão onerosa e definitiva das debêntures e da CCI;
- c) A Emissora vinculará a CCI aos CRI, por meio do Termo de Securitização, a ser celebrado entre a Emissora e o Agente Fiduciário, nos termos da Lei 9.514 e da Instrução CVM 414. Os CRI serão distribuídos pelos Coordenadores aos Investidores, em regime de garantia firme e melhores esforços de colocação;
- d) A Emissora pagará o Valor da Cessão em favor da Devedora por conta e ordem da Cedente;
- e) O pagamento da amortização e remuneração das Debêntures serão realizados diretamente na Conta do Patrimônio Separado, na data de vencimento das debêntures; e
- f) O pagamento da Amortização e Remuneração dos CRI são realizados pela Emissora aos Investidores com os recursos oriundos do pagamento da amortização e remuneração das debêntures pela Devedora.

16. Da documentação da Oferta, destaque-se que há a obrigação de que os recursos líquidos obtidos pela Devedora com a emissão das Debêntures serão destinados para a construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários previamente identificados.

17. Nesse sentido, consta do Anexo I da escritura de emissão das Debêntures uma lista taxativa de imóveis que receberão os recursos, com a proporção dos recursos captados a ser destinada a cada empreendimento lastro, a data para a aplicação desses valores e o tipo de obra que será realizada em cada empreendimento.

18. A obrigação de verificar a aplicação dos recursos durante todo o período de vigência dos CRI nos empreendimentos lastro ficará a cargo do agente fiduciário.

II. ALEGAÇÕES DOS REQUERENTES

19. De forma a obter o sucesso de seu pleito, os Requerentes apresentaram por meio do expediente de 01/11/2017 os seguintes argumentos destacados abaixo, com os grifos originais:

“1. Conforme mencionado no Memorando de Yazbek Advogados, anexo a este pedido de registro, a Devedora, no ano de 2012, tentou levar a cabo uma operação de securitização por meio de certificados de recebíveis imobiliários. Entretanto, tal pedido foi indeferido pelo Colegiado dessa D. CVM sob o 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”^[1].

2. Desde então, o mercado de securitização e a jurisprudência dessa D. CVM evoluíram. Delineou-se melhor a abrangência de determinadas normas legais, mecanismos de controle a serem utilizados nas ofertas públicas passaram a se tornar costumeiros e, com tais avanços, tem sido possível explorar os instrumentos de securitização de forma mais objetiva e segura, cumprindo o objetivo de tais operações e preservando a segurança dos investidores.

*3. Diante de tais avanços, este arrazoado busca analisar o conceito de crédito imobiliário, demonstrando que **é, sim, possível considerar como crédito imobiliário por destinação uma dívida corporativa de empresa que não atua no setor imobiliário**, e, portanto, passível de securitização por meio de certificado de recebíveis imobiliários, **desde que se observe o entendimento já exarado por essa D. CVM acerca da necessidade de (i) se atender plenamente a finalidade da Lei 9.514 de 20 de novembro de 2017 (“Lei 9.514/97”)^[2]; (ii) que haja real substância econômica na operação pretendida^[3]; e (iii) que a destinação dos recursos tenha cunho imobiliário e seja passível de verificação^[4].***

A Definição de Crédito Imobiliário

4. Como bem se sabe, a lei 9.514/97 não definiu o que sejam “créditos imobiliários”. Também não encontramos tal definição na Lei 10.931 de 02 de agosto de 2004, que dispõe sobre a cédula de crédito imobiliário, tampouco na Instrução CVM 414 de 31 de dezembro de 2004, que disciplina a oferta de certificados de recebíveis imobiliários.

4.1. Tal definição é amplamente discutida pelos doutrinadores atuais.

5. Para Arthur Rios Junior, os créditos imobiliários seriam aqueles decorrentes de atividades imobiliárias ou direcionados para atividades imobiliárias, independentemente da existência de uma garantia real imobiliária atrelada ao financiamento.

“Pensamos que a origem dos créditos é o elemento central que deve permear a caracterização do crédito como imobiliário ou não. A natureza imobiliária do crédito não pode ser conceituada exclusivamente em decorrência de sua garantia, que é acessória, o acessório segue o principal e não o inverso. A Lei 9514/97 foi instituída com o propósito de dinamizar o setor imobiliário, exclusivamente. Sustentar que um crédito pode ser considerado imobiliário para fins de securitização, pela simples vinculação deste a uma garantia real, possibilitaria a transposição de toda a sistemática criada pela Lei 9.514/97, para todos os demais setores da economia. Entendemos, portanto, que a melhor forma de conceituar crédito imobiliário para fins de securitização é a partir de sua ligação, na origem, a uma atividade imobiliária. Assim, englobar-se-iam no conceito os créditos decorrentes de ou para a consecução de atividades imobiliárias, como, por exemplo, mútuos para a aquisição, a construção, a ampliação ou reforma de um imóvel, bem como os oriundos de sua exploração,

como, por exemplo, de locações, cessões de direito real e superfície e built to suit”^[5].

6. Mas por circunstâncias regulatórias, pode-se dizer, a CVM acabou sendo chamada a se pronunciar sobre o significado que deve ser conferido ao termo "créditos imobiliários" utilizados pelo legislador pátrio quando concebeu os CRI em meio aos esforços para estimular o setor imobiliário brasileiro.

A Lei 9.514/97 e Seus Objetivos

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

8. Na exposição de motivos do projeto que deu origem à Lei 9.514/97 encontramos que seu objetivo fundamental foi "estabelecer condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado financeiro imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização de capitais necessários à sua dinamização".

9. Como será possível avaliar de forma mais cuidadosa com as informações presentes no Anexo 4 a este pedido de registro, **a atividade econômica da Devedora está intrinsecamente ligada ao desenvolvimento de projetos imobiliários, especialmente a construção, reforma e expansão de suas instalações**, sendo certo que os recursos obtidos com a Oferta **serão diretamente utilizados na construção civil, com a aquisição de insumos (como tijolos, concreto, vergalhões de aço, etc) e pagamento das demais despesas inerentes à obras de construção civil, típicas do desenvolvimento, reforma e expansão de imóveis**.

10. Portanto, é também verificado que a presente Oferta atinje o objetivo expressamente consignado na Lei nº 9.514/97 de "promover o financiamento imobiliário em geral". Note-se que a citada lei ainda emprega o termo "**em geral**" – ou seja, sem qualquer restrição de natureza. Neste sentido, voltamos à contextualização do financiamento imobiliário mencionada acima, sendo que por meio desse marco regulatório, além de financiar a habitação, foi permitido gerar uma forma de funding para empreendimentos comerciais, seja para comercialização ou para sua exploração.

11. Corroborando tal entendimento, vale transcrever trecho do Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1, de 7 de março de 2017, elaborado por essa i. Área Técnica da CVM, onde é asseverado que os objetivos da Lei 9.514 são atendidos em ofertas anteriormente analisadas por essa r. CVM, em razão da destinação dos recursos captados – a qual é exatamente a mesma da presente Oferta:

"70. Apenas como informação adicional, cabe destacar que as ofertas de CRI com lastro em debêntures de emissão de Cyrela e de Aliansce (precedentes citados anteriormente) **ambas contaram com destinação dos recursos a determinados empreendimentos imobiliários em curso das referidas empresas, o que, em nosso entendimento, estimula o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro, atendendo, dessa forma, aos objetivos da Lei nº 9.514/97.**" (grifamos)

12. Destarte, sem olvidar do outro aspecto abordado pela CVM em ofertas anteriormente registradas (i.e., origem do fluxo de pagamentos dos CRI, que será abordado logo abaixo), e apenas para delimitar o cerne do debate que ora se trava, é importante consignar que é pacífico que o direcionamento dos recursos adotado na Oferta sob análise atende aos objetivos da lei que introduziu os CRI no ordenamento jurídico brasileiro.

Origem do Fluxo dos Recursos Utilizados no Pagamento do Lastro

13. Conforme já mencionado acima, o outro requisito colocado por essa r. CVM em precedentes analisados anteriormente^[6] é que o fluxo de pagamentos da operação esteja

relacionado aos imóveis identificados no Termo de Securitização.

14. Com efeito, tal requisito veio à tona na manifestação do Colegiado da CVM no âmbito da análise do pedido de registro do Precedente Rede D'Or, quando, apesar da área técnica haver se manifestado favoravelmente à concessão do registro, 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".^[7]

15. O paralelo traçado na análise do Precedente Rede D'Or foi com o Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003 ("Precedente EP"), onde o Colegiado da CVM analisou operação completamente distinta, no qual pretendeu-se utilizar como lastro de CRI o fluxo de caixa da Companhia Energética Paulista – EP ("EP") – mas, destaque-se, não se tratava de dívida contraída pela EP para destinar recursos à construção civil; tratava-se, na verdade, de verdadeira cessão do próprio fluxo de caixa da EP em sua origem, consubstanciado em recebíveis oriundos da venda de energia elétrica produzida em determinado imóvel.

16. Ou seja, é de suma importância que se dê o real significado ao que foi manifestado pelo Colegiado no Precedente EP – a referência à impossibilidade de que o fluxo de caixa de determinada empresa seja utilizado como lastro de CRI foi afirmada em contexto onde pretendia-se ceder à securitizadora recebíveis provenientes de contrato de comercialização de energia elétrica – que representavam o fluxo de caixa da devedora.

17. Daí surgiu a frase repetida por diversas vezes em pedidos de registro analisados por essa r. CVM de que o fluxo de caixa de companhia que não é do setor imobiliário não pode servir de lastro a CRI, uma vez que suas atividades não guardam qualquer relação com operações imobiliárias. Pois isso não é de forma alguma o que se pretende com a presente Oferta. Não se está propondo securitizar fluxos de recebíveis da Devedora contra seus clientes decorrentes da exploração de seu objeto social – pretende-se apenas, em linha e em perfeita harmonia com o que essa r. CVM já considerou possível estruturar securitização de crédito imobiliário por destinação – i.e., títulos de dívida emitidos pela Devedora com a destinação única e exclusiva de pagamento de despesas a serem incorridas com a construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários já identificados nos documentos da operação.

18. Com excusas pela repetitividade, a sutileza que se pretende destacar aqui é que no Precedente EP, utilizado como base para os diversos precedentes que o seguiram, não se tratava de operação de securitização de dívida corporativa consubstanciando o denominado "lastro por destinação" – tratava-se, de fato, de operação de securitização de fluxo de recebíveis que não eram imobiliários. E nada além disso.

19. Portanto, parece-nos incabível aplicar a uma operação de securitização de um lastro por destinação – i.e., debêntures imobiliárias – um conceito utilizado pela CVM para negar registro a um pedido de oferta de operação de securitização de fluxo de caixa de comercializadora de energia elétrica. Não podemos permitir que se misture conceitos tão distintos.

20. Apenas para concluir nesse ponto, uma securitização de dívida corporativa com destinação específica não pode ser submetida aos requisitos para securitização de lastro clássico representando fluxo de recebíveis de determinadas operações (as quais, indubitavelmente, devem ser imobiliárias em sua essência).

Possibilidade de Revisão do Precedente Rede D'Or

21. Por ocasião do pedido de registro no Precedente Rede D'Or, a Procuradoria Federal Especializada – CVM emitiu, em 15 de maio de 2013, parecer acerca do pedido de reconsideração referente à decisão do Colegiado da CVM que indeferiu o registro da referida operação, mas deixou claro que tal decisão tinha caráter regulatório e que poderia ser

revista pelo próprio Colegiado à luz de novas circunstâncias.

22. Em tal parecer, a D. Procuradoria concordou com a decisão do Colegiado, sendo que nos parece apropriado reproduzir alguns dos trechos para que possamos entender melhor o contexto de tal opinião.

“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”

“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 relacionada 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 da Lei 6.385/76” (grifo nosso)

“Não obstante, tratando-se de decisão claramente regulatória, outros elementos presentes podem ensejar, do Colegiado, tratamento distinto (excepcional ou não) ao caso concreto examinado” (grifo nosso)

“Por todo o exposto, muito embora a análise dos precedentes indique a manutenção da r. decisão objeto do pleito de reconsideração, entendemos que esse i. Colegiado pode, analisadas as circunstâncias específicas, ou, ainda, efetivadas exigências adicionais que entender cabíveis, autorizar o registro da emissão que se trata” (grifo nosso)

23. Ou seja, a Procuradoria deixou aberta a possibilidade de reconsideração da decisão do Colegiado e até mencionou a possibilidade de concessão do registro da emissão, observadas circunstâncias específicas, ou, ainda, mediante o cumprimento de exigências adicionais que entendesse cabíveis. Em resumo, a r. Procuradoria não exarou uma interpretação de que havia identificado qualquer ilegalidade na operação pretendida – na verdade, asseverou que circunstâncias específicas e exigências adicionais que, em nossa interpretação, permitissem que a finalidade da lei 9.514 fosse atingida, viabilizariam a reanálise e possível concessão do registro da emissão nos termos pretendidos.

24. Na mesma linha, o então Diretor-Relator Roberto Tadeu Antunes Fernandes, apesar de não obrigado a fazê-lo, consignou sua manifestação sobre o caso na reunião do Colegiado que se seguiu à desistência do pedido de reconsideração. Em tal ocasião, o Diretor-Relator externou trechos do Parecer da Procuradoria e, de certa maneira, cristalizou o fato de que sob circunstâncias específicas e mediante cumprimento de exigências adicionais, a posição formalizada pela decisão proferida pelo Colegiado poderia ser revista.

25. Eis que, aproximadamente 4 anos depois, em meio a um mercado de securitizações imobiliárias mais maduro e desenvolvido pelos contornos delineados ao longo do tempo pela própria CVM em inúmeras ocasiões em que foi chamada a se pronunciar, temos uma emissão de CRI que apresenta circunstâncias específicas – utilização dos recursos diretamente no setor imobiliário – e já traz consigo mecanismos que acatam exigências adicionais pontuais formuladas pela CVM ao longo dos anos para que seja assegurada a efetiva aplicação que se propõe no setor em comento.

26. Parecem-nos, portanto, presentes nesse caso circunstâncias específicas e características que atendem exigências adicionais zelando pela segurança da operação e da destinação dos recursos a serem captados.

Conclusão

27. Diante de todo o exposto, considerando que

(i) os recursos captados pela Devedora serão integralmente utilizados na construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários já identificados nos documentos da operação, fomentando diretamente a atividade no setor da construção civil;

(ii) como demonstrado no Anexo 4 a este pedido de registro, a atividade econômica da Devedora está absolutamente interligada ao desenvolvimento de projetos imobiliários;
e

(iii) conforme indicado no Anexo 2 a este pedido de registro, a estrutura da Oferta segue de forma inequívoca os mais recentes precedentes dessa D. CVM no que diz respeito à destinação dos recursos da Oferta e a forma de sua fiscalização, incluindo novos mecanismos de controle de forma a resguardar o investidor e garantir a aplicação de tais recursos conforme previsto nos documentos da Oferta;

acreditamos que a presente operação reflete o entendimento já exarado por essa D. CVM acerca da necessidade de (a) atender plenamente a finalidade da Lei 9.514^[8]; (b) que haja real substância econômica na operação pretendida^[9]; e (c) que a destinação dos recursos tenha cunho imobiliário e seja passível de verificação^[10].

28. Adicionalmente, como é possível depreender do parecer da D. Procuradoria, o Colegiado da CVM poderia ter revisto a própria decisão passada, autorizando o prosseguimento da oferta, ou seja, poderá agora rever a interpretação da expressão “créditos imobiliários” à luz do desenvolvimento da sua jurisprudência e do próprio mercado de securitização.

29. Por fim, como é possível depreender dos argumentos acima aduzidos, é possível e plausível interpretar a expressão “crédito imobiliário” como financiamento dado a entidade que não atua exclusivamente no setor imobiliário, mas que pretende utilizar os recursos oriundos de tal financiamento para o custeio de despesas a serem incorridas diretamente no setor imobiliário. Indubitavelmente, o efeito positivo de tal captação para o setor imobiliário é claro e inegável, conforme demonstram os dados trazidos no anexo 4 deste pedido de registro sobre os impactos das atividades imobiliárias da Devedora no setor em termos de volume de recursos destinados à construção civil, empregos gerados no setor e volume de metros quadrados de construções a serem entregues.

30. Assim sendo, as partes envolvidas no processo ora em análise estão certas de que essa i. Autarquia, dentro dos princípios administrativos da legalidade e razoabilidade que a orientam, reconhecerá a validade e o cabimento do pleito ora apresentado, para, por fim, deferi-lo.”

20. A seguir, transcrevemos o teor do Memorando elaborado por Otávio Yazbek, com os grifos originais, encaminhado pelos Requerentes de forma anexa à manifestação supra:

“1.1 A RB Capital Companhia de Securitização (“RB Capital” ou “Ofertante”) pretende realizar oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 157ª série da 1ª emissão da Ofertante (“Oferta”).

1.2 Nos termos em que a operação foi proposta, os CRI emitidos no âmbito da Oferta têm lastro em Cédula de Crédito Imobiliário emitida pela GNI04 Empreendimentos Imobiliários S.A. A CCI, por sua vez, representa debêntures simples, quirografárias, não conversíveis em ações, em série única, emitidas pela Rede D’Or São Luiz S.A. (“Rede D’Or” ou “Devedora”).

1.3 Os recursos obtidos com a captação serão destinados pela Rede D’Or, diretamente ou através de suas subsidiárias, para a “construção, expansão, desenvolvimento e reforma, de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários”^[11].

1.4 Fui contratado pelo **Banco J. Safra S.A.**, coordenador líder da oferta, para analisar a estrutura proposta, tendo em vista a evolução dos precedentes aplicáveis, e apresentar eventuais sugestões.

1.5 Este memorando tem por objetivo, assim, explorar algumas questões conceituais suscitadas no âmbito da Oferta, por um lado registrando a minha opinião sobre a matéria e, por outro, ajudando a subsidiar eventuais discussões a seu respeito junto à Comissão de Valores Mobiliários. Para isso, pretende-se expor, ao longo das próximas seções (i) as discussões sobre a caracterização de um crédito de natureza corporativa (como aquela decorrente da emissão de debêntures) como imobiliário, e (ii) apresentar algumas conclusões sobre a viabilidade da Oferta à luz dessas considerações precedentes.

1.6 De um modo geral, serão evitadas considerações de ordem mais teórica ou doutrinária, que, de alguma maneira, desafiem aquilo que já vem se construindo no âmbito da CVM. Isso porque, quando da estruturação da Oferta, já se tomou o cuidado – a meu ver bastante adequado – de propor qualquer inovação em consonância com aquilo que se tem consolidado nas manifestações da autarquia. O exercício, assim, é muito mais o de registrar o que me parecem ser os caminhos que têm se consolidado em algumas ofertas paradigmáticas e verificar se há consonância entre aqueles caminhos e o que aqui se propõe.

I. Evolução da jurisprudência da CVM

Processo CVM nº RJ 2012/12177, julgado em 23/03/2013 (Caso Rede D’Or)

2.1 E o primeiro caso a analisar, quando estamos tratando de precedentes, é um em que a própria Rede D’Or figura como parte. Com efeito, esta não é a primeira operação que a Rede D’Or propõe para, por meio da emissão de CRI, financiar a aquisição e/ou a edificação de empreendimentos para o desenvolvimento de suas atividades no setor hospitalar.

2.2 Em 2013 foi levada à apreciação do Colegiado da CVM uma operação na qual a Rede D’Or emitiria debêntures para constituir o lastro dos CRI, a serem emitidos pela Brazilian Securities Companhia de Securitização. Os recursos obtidos com a oferta seriam destinados à aquisição e/ou à edificação de prédios hospitalares.

2.3 Embora a SRE tenha, à época, se manifestado favoravelmente à concessão do registro da oferta, entendendo que a operação representava um financiamento imobiliário a despeito de o objeto social da devedora não ter relação direta com o setor, o Colegiado da CVM discordou da área técnica e indeferiu o registro, “por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis [que seriam construídos], mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária”.

2.4 A instituição intermediária e a emissora dos CRI protocolaram, então, um pedido de reconsideração, que foi analisado primeiramente pela PFE. Ante as conclusões desfavoráveis a que Procuradoria chegou em sua manifestação, contudo, a emissora desistiu do pedido e o Colegiado não chegou a se pronunciar sobre seu mérito.

2.5 A decisão do Colegiado nesse precedente sedimentou, assim, a visão de que um crédito deveria ser caracterizado como imobiliário pela sua origem, isto é, somente seriam admissíveis ofertas públicas de distribuição de CRI que fossem lastreados em contratos ou negócios jurídicos que representassem a relação locatícia ou a exploração comercial de algum imóvel. O lastro, no modelo então proposto pela Rede D’Or, não teria origem em relações típicas do setor imobiliário e o CRI teria, assim, apenas destinação imobiliária (ou seja, os recursos captados destinar-se-iam a investimentos imobiliários).

2.6 Esta distinção entre os chamados CRI por “origem” (aqueles em que os créditos correspondem a obrigações decorrentes de relações típicas do setor imobiliário, securitizadas) e os CRI “destinação” (em que os créditos são, na verdade, dívida assumida

pela cedente, com algumas variações de caso para caso, destinada ao financiamento de investimentos imobiliários) não surgiu propriamente neste caso. Na verdade, ela se apoia em precedentes ainda mais remotos da autarquia, valendo remeter, por exemplo, ao processo CVM RJ nº 2002/3032. O primeiro Caso Rede D'Or correspondeu, porém, à primeira manifestação mais incisiva feita depois de muito tempo e, por isso mesmo, ela suscitou intensas discussões no mercado. O debate, a meu ver, apenas não foi mais aprofundado por não ter sido levado à última instância decisória possível, por força da desistência do recurso.

Processo SEI nº 19957.000587/2016-51, julgado em 16/08/2016 (Caso Cyrela)

2.7 Mais recentemente, em 2016, foi apreciado pelo Colegiado da CVM o Caso Cyrela, que versou a respeito de pedido de registro de oferta pública de distribuição de CRI, cujo lastro seria constituído por debêntures emitidas pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, companhia aberta atuante no setor imobiliário. Tratava-se, assim, de um novo caso em que se propunha à CVM a questão da viabilidade dos CRI por destinação (ou CRI Corporativos, como por vezes tais títulos são referidos).

2.8 Em um aparente contraste à posição até então adotada, o Colegiado admitiu nesse caso que a destinação dos recursos captados seria apta a caracterizar um crédito como imobiliário, ressalvando, entretanto, que a empresa emissora de tal crédito deveria pertencer ao setor imobiliário, como era o caso da Cyrela. É importante explorar com mais vagar o passo que se deu em tal decisão e o seu real significado.

2.9 E aqui, os fundamentos da decisão não se encontram plenamente registrados em nenhum voto emitido por membros do Colegiado e nem mesmo na ata da reunião de 16/08/2016 (embora esta também traga aspectos importantes), mas muito mais no Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1, de 11/08/2016, que é onde se trazem os fundamentos da decisão ao final tomada. O referido Memorando registra todas as discussões internas realizadas. Tomo a liberdade de transcrever alguns trechos que me parecem eloquentes na natureza e dos efeitos daquelas discussões:

“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.”

2.10 A leitura dos trechos acima dá a entender que se estaria, aqui, ainda lidando com CRI caracterizados pela origem dos créditos que servem de lastro. Mas essa caracterização passa por um certo esforço de interpretação que é bastante esclarecedor acerca da mudança que estava começando a ocorrer – esses CRI seriam, a rigor, lastreados em instrumentos de dívida corporativa, mas, como o objeto social da emissora daquela dívida corporativa envolve atividades tipicamente imobiliárias, o “fluxo de pagamento da operação” continuaria a ser “relacionado ao setor imobiliário”.

2.11 Ora, por mais que se reconheça e se dê algum peso para o ramo de atuação da empresa emissora dos lastros, estes são, de qualquer maneira, dívida corporativa. Em outras palavras, existe, entre as relações tipicamente imobiliárias da emissora e o credor final dos CRI, o patrimônio da emissora propriamente dito e um amplo conjunto de relações que são

estranhas ao fluxo de pagamento dos títulos. Daí porque, embora aparentemente a decisão do presente caso mantenha coerência com aquelas posições iniciais – de que o lastro do CRI deve se originar de relações do setor imobiliário – ocorre, ao cabo, uma verdadeira mudança paradigmática.

2.12 E essa mudança é refletida também em outros trechos do Memorando da área técnica. Assim, o item 49 daquele documento afirma que “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” (aparentemente se referindo não ao risco direto para os investidores propriamente, mas a um risco geral da estrutura). Em vários outros pontos se retoma, de forma mais ou menos incisiva, essa caracterização (a ponto de, no item 72, se falar expressamente em “emissões de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários na sua destinação”). O Colegiado, como se disse, acompanhou a posição da área técnica.

2.13 Assim, embora se tenha assumido, em mais de um ponto das discussões internas da CVM registradas no Memorando 84/2016, que ainda se mantinham aquelas posições historicamente consolidadas, o fato é que, na verdade, se está, aqui, lidando com CRI por destinação. E nessas situações se tornam importantes outros tipos de mecanismos de controle, que, se não foram plenamente explorados neste caso, foram objeto de discussão posterior.

Processo SEI 19957.009281/2016-61, julgado em 24/01/2017 (Caso Aliansce)

2.14 O presente caso guarda muitas similaridades com o caso anterior. Nele, o lastro dos CRI emitidos seriam debêntures emitidas pela Aliansce Shopping Centers S.A. (que na verdade serviriam de lastro para a emissão de CCI que, por sua vez, seria diretamente cedida à securitizadora).

2.15 Também neste caso, o determinante para o reconhecimento da legitimidade da emissão com lastro em títulos de dívida veio das atividades desenvolvidas pela emissora das debêntures a serem utilizadas como lastro. Assim, destaca a área técnica no Memorando nº 4/2017-CVM/SRE/GER-1, de 18/01/2017 que “A emissora das Debêntures é companhia atuante do setor imobiliário, conforme se verifica da leitura do artigo 2º de seu Estatuto Social: ‘A Companhia tem por objeto social a participação direta ou indireta e exploração econômica de empreendimentos de centros comerciais, shopping centers e similares, podendo participar em outras sociedades, como sócia ou acionista, bem como a prestação de serviços de administração de shopping centers, de administração de condomínios em geral e de assessoria comercial.’”

2.16 Como ocorreu naquele caso anterior, se assumiu aqui que a consideração do objeto social da devedora e das atividades operacionais por ela desenvolvidas seriam suficientes para afastar maiores questionamentos acerca da adequação dos créditos imobiliários – e o caminho do exercício de interpretação que então se fez foi declaradamente o mesmo daquele que se fez no Caso Cyrela. Uma vez mais, assim, na prática se reconheceu a possibilidade da emissão de CRI com base em créditos de natureza imobiliária em razão da destinação dos recursos. Também no Caso Aliansce, porém, não se impuseram alguns outros passos, decorrentes daquele reconhecimento, que apenas vieram em um outro precedente.

Processo SEI nº 19957.001669/2016-13, julgado em 30/08/2016 (Caso Burger King)

2.17 O próximo caso a considerar envolve uma pequena mudança. Aqui se impôs a mesma temática referida nos casos anteriores, mas agora no caso dos títulos de agronegócio – não se está mais tratando de créditos imobiliários, mas sim daqueles créditos do agronegócio, que são ao menos definidos, ainda que de forma bastante vaga, pelo § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/2004 (definição esta que não existe para o caso dos títulos imobiliários). De qualquer maneira, seja pela similaridade entre os processos que levam à emissão de cada tipo de instrumento, seja pelas equiparações feitas pela própria área técnica e pela Procuradoria

Federal Especializada da CVM, a comparação se impõe.

2.18 O Caso Burger King envolveu a emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, cujo lastro seria constituído por debêntures emitidas pela BK Brasil Operações e Assessoria a Restaurantes S.A. (“Burger King”). Os recursos obtidos com a captação seriam utilizados pela empresa para a aquisição de carne in natura, produzida e comercializada pela JBS S.A. e pela Seara Alimentos Ltda.

2.19 A despeito da atividade social exercida pelo Burger King não estar incluída diretamente na cadeia do agronegócio (já que a empresa é uma rede de restaurantes, com atividade bastante específica), o Colegiado deferiu o pedido de registro da oferta, condicionando-o, porém, à apresentação pelo Burger King de comprovações da aquisição daqueles produtos dos produtores rurais – impôs-se, assim, a apresentação das notas fiscais relativas à aquisição da carne in natura nas prestações de contas trimestrais à emissora dos CRA.

2.20 Em seu voto, o então Presidente da CVM Leonardo Pereira sustentou que as debêntures emitidas pelo Burger King seriam hábeis a lastrear os CRA, uma vez que estariam atendidos os requisitos previstos no art. 23, § 1º, da Lei 11.076 de 30 de dezembro de 2004. De acordo com o então Presidente, o dispositivo exigiria para a caracterização do crédito: (i) a sua originação em negócio realizado entre produtor rural e terceiros e (ii) que houvesse relação desse negócio com alguma das etapas do processo de produção rural.

2.21 De acordo com ele, os requisitos previstos no dispositivo estariam presentes no caso por três principais razões: (i) as partes do negócio seriam, de um lado a JBS S.A. e a Seara Alimentos Ltda., que seriam produtores rurais, e de outro o Burger King, na qualidade de terceiro; (ii) a operação compreenderia a comercialização de produção rural; e (iii) os documentos da oferta demonstrariam a vinculação dos recursos captados ao adimplemento dos contratos de aquisição de carne in natura.

2.22 Com relação a esse último ponto, contudo, o Presidente destacou que “a regularidade e comprovação do pagamento devido pelas carnes in natura é algo que importa não apenas à Ofertante, como também à higidez de toda a operação, representando verdadeira garantia ao investidor e assegurando o repasse de recursos ao produtor rural”. Nesse sentido, como garantia de que os recursos seriam aplicados conforme a finalidade prevista, se estabeleceu como condição para o deferimento do registro da oferta a apresentação das notas fiscais pelo Burger King, como acima descrito, o que foi acatado pelo Colegiado.

2.23 A importância da referência, no presente contexto, a este caso, é que, aqui, se está lidando claramente com um CRA por destinação, no qual se reconheceu um sentido para a ideia de originação. Aqui, se assumiu expressamente que a emissão de recebíveis se originaria de obrigações assumidas em relações típicas do agronegócio – esta é a causa da emissão das debêntures e da operação como um todo. E se criaram uma série de mecanismos destinados a assegurar essa vinculação.

2.24 O recurso a tais mecanismos consolidou-se em casos subsequentes. Foi o que ocorreu, por exemplo, na oferta de CRA de emissão da Ápice Securitizadora S.A., lastreados em debêntures da Companhia Brasileira de Distribuição. Aqui, empresas do Grupo Pão de Açúcar obtiveram financiamento para a aquisição de produtos agropecuários e hortifrutigranjeiros, diretamente de um certo número de produtores rurais previamente identificados. Para tal, impôs-se novamente a comprovação das aquisições efetuadas. Neste caso – que nem mesmo foi levado ao Colegiado, ante o precedente anterior – uma vez mais se permitiu a emissão de CRA pela lógica da destinação dos recursos, desde que obedecidas determinadas obrigações de comprovação.

Processo SEI nº 19957.009618/2016-30, julgado em 26/06/2017 (Caso BR Properties)

2.25 Por fim, vale remeter a um outro caso, o da BR Properties, em que, embora (i) se estivesse tratando de créditos imobiliários “na origem” e (ii) se tenha recusado o registro da

operação nos termos em que pleiteada, se definiram alguns outros pressupostos importantes.

2.26 Isso porque tanto a área técnica quanto o Colegiado reiteraram aqui, em diversos pontos do Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1, de 07/03/2017, e do voto do então Presidente Leonardo Pereira, que, pelo entendimento atual da autarquia, tornou-se perfeitamente possível o reconhecimento da legitimidade de CRI por destinação e que a preocupação que a CVM tem demonstrado em tais casos é a de comprovar a efetiva destinação (que corresponde, aliás, aos próprios fins da Lei nº 9.514/1997). A questão se torna, então, a da garantia de que o financiamento que se está fazendo é um financiamento de atividades no setor imobiliário.

2.27 E é uma das possíveis respostas a essa questão que se apresenta no caso sob análise, como se verá na sequência.

III. Conclusões

3.1 Evitarei, aqui, pelos próprios limites deste Memorando e, sobretudo, considerando o quanto está descrito nos documentos apresentados no registro da Oferta (que este Memorando acompanhará e que tive a oportunidade de analisar e discutir), trazer uma descrição mais detalhada da Oferta em si. Gostaria, de qualquer maneira, de deixar registrados alguns pontos que me parecem importantes aqui.

3.2 O primeiro deles é que, a meu ver, a Rede D'Or demonstrou adequadamente o quão uma significativa parcela das suas atividades está ligada à assunção de obrigações e à constituição de relações econômicas diversas que se podem caracterizar como tipicamente imobiliárias: aquisição, construção, reforma... todas essas atividades são suportadas por uma área interna especializada, que dispõe de recursos alocados para essas práticas. Um segundo ponto, que reforça este primeiro, diz respeito à capacidade que a Rede D'Or demonstrou de comprovar esses investimentos. Voltarei a este segundo ponto posteriormente.

3.3 Antes ainda, acho que há um terceiro elemento que merece ao menos alguma discussão. Este elemento deveria ser desnecessário quando se passa a assumir a possibilidade de CRI por destinação, mas o fato é que, mesmo nesses casos, algumas vezes a CVM dá a entender que é importante atentar para a fonte das receitas da companhia emissora das debêntures (o que é particularmente claro no Caso Cyrela).

3.4 Essa ênfase me parece, nesses casos, inadequada, uma vez que, a rigor, os recursos correspondentes às receitas decorrentes das relações mantidas com terceiros se integram sempre (e independentemente da natureza da relação) ao patrimônio das emissoras. Eles não se confundem com fluxos de pagamentos diretamente provenientes de uma operação imobiliária utilizados como lastro para os CRI. Assim, o que passa a importar, em tais casos, deve ser a efetiva destinação dos recursos. E foi essa possibilidade, a meu ver, que se reiterou nas manifestações – da área técnica e do Colegiado da CVM – no Caso BR Properties.

3.5 Um caminho para a comprovação dessa destinação que vai além do objeto social restrito que se reconheceu ser importante naqueles casos, surgiu, pela primeira vez, no caso Burger King, a que se seguiram outros – é a comprovação periódica da existência de relações típicas com o setor imobiliário e das correspondentes despesas. Como, aliás, se propôs no presente caso. A meu ver, em se tratando de CRI por destinação, tanto se pode assumir determinadas relações a partir do objeto social das cedentes (como ocorreu com Cyrela e Aliansce), quanto pela comprovação dos investimentos efetuados a partir daqueles outros mecanismos (desenvolvidos a partir de Burger King).

3.6 Assim, em suma, entendo que a operação ora proposta foi estruturada de modo a se adequar plenamente aos pontos que se vêm consolidando nos precedentes sobre o tema, por: (i) tratar-se de uma oferta de CRI por destinação, que a CVM tem sistematicamente aceito em outros casos, para os quais, porém, se têm procurado identificar os mecanismos hábeis a comprovar a destinação dos recursos; e (ii) nos moldes dos precedentes adotados para os

CRA por destinação, essa comprovação será possível a partir de mecanismos objetivos e passíveis de acompanhamento, nos termos dos documentos da Oferta ora apresentados.

3.7 Uma vez que a Oferta atende à evolução das interpretações da CVM sobre o assunto, permitindo, a toda a evidência, o atingimento dos fins da Lei nº 9.514/1997, entendo que ela é plenamente regular e deveria ser aprovada.

II. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

21. Antes de iniciarmos a análise do caso concreto, cabe verificarmos alguns dispositivos da regulamentação aplicável aos CRI, além da evolução do entendimento da CVM ao longo do tempo a respeito do que poderia ou não constituir lastro para emissão de tais títulos.

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

*“Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, **lastreado em créditos imobiliários** e constitui promessa de pagamento em dinheiro.*

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

Art. 7º O CRI terá as seguintes características:

I - nome da companhia emitente;

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

III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";

IV - forma escritural;

V - nome do titular;

VI - valor nominal;

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

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

IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;

X - lugar de pagamento;

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

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

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

Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

*I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, **com a individualização do imóvel a que esteja vinculado** e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido;*

II - a identificação dos títulos emitidos;

III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.

Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.” (grifos nossos)

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

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

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

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

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

“3. O conceito de crédito a que se refere a Lei 9.514/97 tem sido constantemente objeto de exame pela CVM, e portanto de evolução de interpretação da autarquia. Em 2002, em processo de que foi Relator o Diretor Wladimir Castelo Branco, decidiu-se que os aluguéis oriundos de contrato de locação registrado 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 frequentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período” (Processo CVM RJ 2004/6913, de que fui Relator, decidido em 04.10.2005).

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

7. Diante disso, parece-me que a interpretação que a área técnica está dando ao art. 8º da

Lei 9.514/97 é correta. A lei não fala em direitos creditórios, mas em "créditos imobiliários (...) expressamente vinculados à emissão", e ainda exige que do Termo de Securitização conste "a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis a que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido". O art. 6º da lei define como CRI o "título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro".

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

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

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

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

29. Ademais, foi também destacado por meio do referido voto entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM em 2003, de que “o crédito imobiliário que pode servir de lastro ao CRI é aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel, isto é, tem por origem a exploração de um imóvel, e não aquele que representa uma dívida tomada para investimento em imóvel, que seria imobiliário por força de sua destinação”.

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

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

32. 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.”

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

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

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

36. Adicionalmente ao entendimento acima, a SRE propôs que *“nas emissões de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários na sua destinação, como ocorre na Oferta, o efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deva ocorrer até a data de vencimento dos CRI, tendo em vista ser até essa data que perduram as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, que é o responsável por verificar se o referido direcionamento ocorreu conforme previsto na documentação da Oferta, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução 414.”*

37. Já o Colegiado da CVM, *“por unanimidade, deliberou o deferimento da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414, acompanhando o entendimento da área técnica consubstanciado no Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1.”*

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

(i) a devedora das debêntures seja atuante no setor imobiliário, de modo a caracterizar seu fluxo de caixa, o qual será utilizado para pagar os créditos lastro da operação, como de natureza imobiliária; e

(ii) o efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, ocorra até a data da liquidação das debêntures e dos CRI.

39. Nesse sentido, cabe mencionar que, posteriormente, duas operações similares à de Cyrela foram submetidas à apreciação do Colegiado da CVM, em 24/01/2017 e em 02/05/2017, também para fins de dispensa de requisitos da Instrução CVM 414, no âmbito da oferta pública de CRI lastreados em debêntures de emissão de Aliance Shopping Centers S.A. (Processo CVM nº 19957.009281/2016-61) e de Direcional Engenharia S.A. (Processo CVM nº 19957.001682/2017-53), as quais também foram aprovadas pelo Colegiado da CVM por unanimidade.

40. Com base em tais operações, o Colegiado da CVM, nos termos da Deliberação CVM nº 772/17, decidiu delegar competência à SRE para apreciar pedidos de dispensa dos requisitos previstos pelos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04, em ofertas públicas de distribuição de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários pela sua destinação, realizadas no âmbito da Instrução CVM 400, desde que observadas as características que embasaram o pleito em questão nos precedentes supracitados.

41. Após a apreciação de tais operações e com a edição da Deliberação CVM nº 772/17 pelo Colegiado da CVM, entendemos que consolidou-se a possibilidade de que debêntures de emissão de empresa atuante no setor imobiliário constitua lastro de CRI, de modo que diversas operações com essa característica foram realizadas sob o amparo da Instrução CVM 400, ou estão sendo analisadas por esta área técnica, as quais listamos abaixo:

Número do Processo	Oferta	Devedor	Volume	Data do registro
19957.003414/2017-76	91ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A.	MRV Engenharia e Participações S.A.	R\$ 86,25 milhões	21/07/2017
19957.005814/2017-16	159ª série da 1ª emissão de RB Capital Companhia de Securitização	Iguatemi Empresa de Shopping Centers S.A.	R\$ 250 milhões	15/09/2017
19957.006585/2017-57	156ª Série da 1ª Emissão da RB Capital Companhia de Securitização	Aliansce Shopping Centers S.A.	R\$ 300 milhões	10/10/2017
19957.006770/2017-41	104ª série da 1ª emissão de Ápice Securitizadora S.A.	Tenda S.A.	R\$ 230 milhões	11/10/2017
19957.006949/2017-07	105ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A.	BR Malls Participações S.A.	R\$ 400 milhões	17/10/2017
19957.006421/2017-20	94ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A.	Even Construtora e Incorporadora S.A.	R\$ 200 milhões	23/10/2017
19957.008596/2017-71	107ª série da 1ª emissão da Ápice Securitizadora S.A.	Direcional Engenharia S.A.	R\$ 230 milhões	26/10/2017
19957.004059/2017-52	1ª e 2ª Séries da 1ª Emissão da Travessia Securitizadora S.A.	ACS Incorporação S.A.	R\$ 250 milhões (inicialmente)	em análise

42. Diante dos requisitos consolidados nos precedentes acima mencionados para a emissão de CRI com lastro em créditos considerados imobiliários pela sua destinação, verifica-se que o caso concreto se diferencia dos demais essencialmente pelo fato de contemplar a emissão de CRI lastreados em debêntures de emissão de empresa cuja atuação não se dá primordialmente no setor imobiliário, uma vez que a Rede D'or São Luiz S.A. é empresa atuante no setor hospitalar.

43. Como vimos, o requisito de que a emissora das debêntures, em casos dessa natureza, tenha que ser empresa atuante no setor imobiliário advém de interpretação de Decisão anterior do Colegiado da CVM, no Primeiro Caso Rede D'or, uma vez que prevaleceu, naquela operação, o entendimento de que seria necessária *“a caracterização dos recebíveis [as Debêntures de emissão de Rede D'or] como sendo de natureza imobiliária”*.

44. Não obstante, com base na evolução dos precedentes desta Autarquia após o Primeiro Caso Rede D'or, entendemos que tal requisito não faria mais sentido, conforme demonstraremos a partir de agora.

45. Inicialmente, cabe lembrar que a operação ora em análise observa o requisito legal previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997 (*“individualização do imóvel a que esteja vinculado”*), uma vez que os recursos a serem captados por meio dos CRI serão destinados a imóveis específicos (unidades hospitalares da Devedora), previamente identificados na documentação da Oferta, até o vencimento dos referidos títulos, devendo tal destinação ser verificada pelo Agente Fiduciário da operação.

46. Em nosso entendimento, ao se tratar de emissões de CRI lastreadas em créditos considerados imobiliários pela sua destinação, esse seria o requisito essencial para verificar se a operação observa os objetivos para os quais tais títulos foram criados, não devendo tal verificação se pautar pelo setor de atuação da empresa devedora do lastro.

47. Ademais, cabe destacar que vários outros tipos de lastro de CRI já consagrados são comumente utilizados e contam com fluxo de pagamento que não advém dos imóveis vinculados à operação.

48. Como exemplo de tais lastros podemos citar: contratos de locação típicos, contratos de locação atípicos, contratos de compra e venda de imóvel, contratos de financiamento imobiliário, ou seja, situações em que os objetivos do SFI previstos pela Lei nº 9.514/97 (“*promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos*”) são cumpridos independentemente do setor de atuação do devedor do lastro dos CRI.

49. De forma exemplificativa, ainda, destacam-se as seguintes emissões, todas da RB Capital Companhia de Securitização: 122ª série da 1ª emissão, cujo registro foi concedido pela CVM em 10/05/2016; 141ª série da 1ª emissão, cujo registro foi concedido pela CVM em 17/10/2016 e 165ª série da 1ª emissão, cujo registro foi concedido pela CVM em 09/10/2017.

50. As três séries de CRI supra tinham como lastro contratos de locação atípicos de unidades hospitalares, tendo como proprietária dos imóveis e cedente dos contratos a NorthWest International Investimentos Imobiliários em Saúde S.A., enquanto a locatária e devedora era Rede D’or.

51. Assim, em tais casos, o fluxo de pagamento das operações propostas estava relacionado ao fluxo de caixa da devedora (a Rede D’or), nem por isso havendo qualquer restrição a tal estruturação de CRI.

52. Portanto, de todo o exposto, o simples fato de o fluxo de pagamento de uma estruturação de CRI não estar relacionado aos imóveis lastro, mas ao fluxo de caixa do devedor, não deve ser impeditivo à emissão de CRI, desde que o mesmo seja lastreado por crédito imobiliário, podendo tal crédito ser assim caracterizado pela destinação de recursos, e desde que haja efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, configurando o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei 9.514.

53. A despeito de já concordarmos com os Requerentes, com base no acima exposto, quanto à exequibilidade de tal estruturação, vale ainda, de forma subsidiária, tecermos alguns comentários a respeito de recente precedente de oferta de CRA.

54. Desse modo, transcrevemos abaixo a Decisão do Colegiado da CVM de 30/08/2016, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 79ª série da 1ª emissão de CRA da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Precedente Burger King”):

“REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO – ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A. – PROC. SEI 19957.001669/2016-13

Trata-se de recurso interposto por Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Ofertante”) e XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. na qualidade de coordenador líder (em conjunto com a Ofertante, “Recorrentes”) contra entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) da 79ª série da 1ª emissão da Ofertante.

A Oferta envolve a emissão de 150.000 CRA com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o montante de R\$ 150.000.000,00, sendo destinada exclusivamente a investidores qualificados. Já o lastro da Oferta consiste em debêntures simples, não conversíveis em ações, quirografárias e emitidas em série única pela BK Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A. (“Debêntures” e “Devedora”, respectivamente), as quais serão adquiridas de forma privada pela W2DMA Comércio de Alimentos Ltda. (“Cedente”), sociedade cuja totalidade das quotas são indiretamente detidas pela Devedora, e cedidas posteriormente à Ofertante.

Segundo os documentos disponibilizados pelos Recorrentes, os recursos captados na Oferta serão utilizados pela Ofertante para integralização das Debêntures da Devedora, que, por sua vez, utilizará os referidos recursos para a aquisição de carne in natura produzida e comercializada pela JBS S.A. e Seara Alimentos Ltda. (“Fornecedores”). Nesse contexto, caberá à Devedora enviar à Ofertante declaração trimestral atestando a destinação dos recursos conforme tal finalidade, facultando o acesso aos respectivos documentos comprobatórios, inclusive notas fiscais. Por fim, a Oferta se submete a regime fiduciário, com

a instituição de patrimônio separado na Ofertante, tendo sido contratada a SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda. como representante dos investidores (“Agente Fiduciário”).

Em sua análise inicial, a SRE questionou os Recorrentes a respeito do enquadramento da atividade social da Devedora e dos produtos cujos contratos de comercialização constituem o vínculo das Debêntures com a atividade do agronegócio na definição do § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/2004 (“Lei 11.076”), que dispõe sobre as características do CRA. A área técnica também questionou a Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE-CVM”) a respeito da possibilidade de se emitir CRA cuja finalidade seja o financiamento de cadeia de restaurantes que adquire produtos agropecuários para revenda.

A PFE-CVM pontuou, em síntese, que: (i) sendo o CRA título com isenção fiscal, a Lei 11.076 deveria ser interpretada restritivamente; (ii) a Devedora, rede de restaurantes com atividade específica, não poderia ser caracterizada como integrante da cadeia de agronegócios; e (iii) com base em precedente do Colegiado envolvendo certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) (Processo CVM nº RJ2012/12177), o fluxo de pagamentos dos CRA deveria estar relacionado ao risco específico do setor do agronegócio.

Em atenção à solicitação da SRE e manifestação da PFE-CVM, os Recorrentes alegam, resumidamente, que a Lei 11.076 teve por objetivo permitir a realização de operações envolvendo todos os agentes integrantes da cadeia do agronegócio, conceito no qual se incluiria a Devedora, sociedade que adquire e comercializa produtos agropecuários in natura. Os Recorrentes também afastaram a aplicação do precedente sobre CRI e discordaram da PFE-CVM com relação à interpretação restritiva do conceito de crédito do agronegócio.

A SRE concluiu a sua análise no sentido de que não seria possível a concessão do registro da Oferta da forma como foi estruturada, tendo em vista que a operação não observaria o disposto na Lei 11.076 pelo fato de não promover financiamento ao produtor rural. Adicionalmente, a área técnica solicitou que o Colegiado se manifestasse sobre o entendimento de que uma operação de CRA deveria conter os seguintes requisitos: (1) estar vinculada a negócios realizados entre produtores rurais (ou suas cooperativas) e terceiros, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, nos termos do art. 23, §1º, da Lei 11.076; e (2) prover, em sua essência, financiamento ao produtor rural.

O Diretor Roberto Tadeu concordou com a manifestação da SRE, consubstanciada no Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER-1.

Por sua vez, o Presidente Leonardo Pereira apresentou manifestação de voto propondo o deferimento do recurso. Em seu voto, o Presidente concordou com a SRE em relação ao requisito (1), mas discordou quanto ao requisito (2).

Conforme salientado por Leonardo Pereira, o art. 23, § 1º, da Lei 11.076, fixa dois principais critérios para definir o crédito hábil a lastrear o CRA, quais sejam, a origem em negócio realizado entre produtor rural (ou cooperativas) e terceiros e que tal negócio tenha relação com alguma das etapas do processo de produção rural.

Em sua visão, esses critérios estariam presentes no caso concreto por três principais razões. Primeiramente, a operação tem, de um lado, os Fornecedores (considerados produtores rurais) e, de outro, a Devedora, na qualidade de terceiro que contrata com o produtor rural. Em segundo lugar, a operação compreende a comercialização de produção rural. Por fim, o Presidente Leonardo Pereira destacou que as Debêntures têm origem em negócios entre os Fornecedores e a Devedora, sendo que, nos termos da documentação da operação, há uma clara vinculação dos recursos captados por meio da Oferta e emissão das Debêntures à transação envolvendo os Fornecedores.

O Presidente ressaltou, contudo, que o registro da Oferta deveria ser condicionado à

previsão de que as notas fiscais relativas à aquisição das carnes in natura no âmbito da operação deveriam acompanhar, necessariamente, a declaração trimestral da Devedora dirigida à Ofertante, competindo ao Agente Fiduciário a verificação de tal obrigação.

Com relação ao requisito (2) proposto pela SRE (“prover, em essência, financiamento ao produtor rural”), o Presidente Leonardo Pereira asseverou que o art. 23, § 1º, não restringe o tipo de transação que pode originar o crédito, uma vez que se refere a “negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiro” e não a “negócios em que o produtor rural seja o devedor”. Além disso, a redação do dispositivo indica que tais negócios incluem financiamento ou empréstimos, podendo, assim, compreender outros tipos de transações comerciais, desde que relacionadas à produção, comercialização, ao beneficiamento ou à industrialização de produtos/insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade. Na mesma linha, ressalta que o dispositivo não exclui a possibilidade de emissão de CRA em que os valores arrecadados se destinem ao pagamento de produtores rurais.

O Presidente também afastou a aplicação do precedente do Colegiado no Processo CVM nº RJ2012/12177, sob o argumento de que não há, até o presente momento, qualquer definição legal de lastro de CRI, diferentemente do que ocorre no caso de CRA, em que a Lei 11.076 estabelece elementos mínimos que permitem delimitar o conceito de direito creditório vinculado ao agronegócio apto a lastrear a emissão de CRA. Segundo Leonardo Pereira, tais elementos, por sua vez, não incluem a necessidade de que o fluxo de pagamento da operação decorra de atividade rural.

Os Diretores Henrique Machado e Pablo Renteria acompanharam a integralidade do voto do Presidente, tendo o Diretor Pablo apresentado voto complementar.

Segundo o referido Diretor, não há óbice jurídico a que seja admitido como lastro de CRA crédito diverso daquele tipicamente agropecuário, inclusive debênture simples, desde que a sua causa seja a realização de negócio entre o produtor rural (ou sua cooperativa) e terceiro, relacionado com alguma etapa do processo de produção rural. Concluiu, então, que as Debêntures em questão não são emitidas por outra razão senão o cumprimento dos negócios celebrados com os Fornecedores e subsistirão apenas na medida em que seja respeitada essa sua origem específica, satisfazendo, assim, o requisito legal da origem.

O Diretor Pablo Renteria ressalta, por fim, que a CVM está a adotar, neste caso, interpretação estrita do art. 23, § 1º, da Lei 11.076, que respeita cabalmente cada um dos elementos que formam a definição legal do direito creditório que pode servir de lastro para a emissão de CRA, não havendo que se falar, portanto, em leitura restritiva nem extensiva.

Já o Diretor Gustavo Borba acompanhou a conclusão do voto do Presidente Leonardo Pereira, porém apresentou manifestação de voto no sentido de que o crédito oferecido à Ofertante como lastro para a operação em questão não seria originário do agronegócio, uma vez que a debênture, por sua própria natureza, é um título que corporifica dívida da companhia desvinculada de qualquer situação específica, o que é corroborado, no caso, pela circunstância de as Debêntures terem sido emitidas pela Devedora e adquiridas integralmente por uma subsidiária desta, não participando dessa relação, em qualquer nível, o produtor rural. Nesse sentido, o referido Diretor defende que o lastro do CRA deve ser, em regra, um recebível originário de uma transação relacionada à cadeia do agronegócio e desde que um dos contratantes seja produtor rural, não bastando que o negócio seja relacionado à cadeia do agronegócio.

Não obstante, o Diretor Gustavo Borba entende que as amarras previstas na escritura das Debêntures e no termo de securitização, os requisitos impostos pela área técnica (referência ao contrato específico de compra de carne dos Fornecedores), bem como as obrigações propostas no voto do Presidente Leonardo Pereira, preservam o objetivo da Lei 11.076, na medida em que garantem que os recursos captados na Oferta do CRA serão, ao final e ao

cabo, destinados com exclusividade à aquisição de carne fornecida por produtores rurais já identificados.

O Colegiado, por maioria, nos termo do voto do Presidente Leonardo Pereira, deliberou o deferimento do recurso em favor dos Recorrentes, condicionando o registro da Oferta à previsão, na escritura das Debêntures, de que a Devedora, em sua prestação de contas trimestral à Ofertante, deverá anexar as notas fiscais relativas ao pagamento dos Fornecedores, ficando o Agente Fiduciário responsável por verificar o cumprimento de tal obrigação.

55. No Precedente Burger King, acima, por meio de seu voto, o Presidente Leonardo Pereira argumentou que a definição de direito creditório do agronegócio, conforme delimitação exposta no § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04 (“Lei 11.076”), não inclui a necessidade de que o fluxo de pagamento da operação decorra de atividade rural.

56. Naquele caso, a emissão de CRA seria lastreada em debêntures de emissão de uma rede de restaurantes que não desenvolve atividade rural, e a destinação final dos recursos a serem captados seria a aquisição de carne a ser utilizada em suas atividades ordinárias.

57. Logo, percebe-se que, naquele caso, o fluxo de pagamento dos CRA não teria origem na atividade rural, setor alvo da emissão dos CRA, mas no fluxo de caixa da rede de restaurantes.

58. Assim, a partir do precedente supra, de modo geral, passou a haver uma incongruência entre os regimes aplicáveis aos CRI e aos CRA, uma vez que os créditos considerados imobiliários pela sua destinação passíveis de lastrear CRI teriam que ter como devedores empresas atuantes no setor imobiliário, enquanto que os direitos creditórios do agronegócio passíveis de lastrear CRA não teriam qualquer restrição quanto ao setor de atuação de seus devedores.

59. Vale destacar que o conceito de crédito imobiliário, conforme vimos anteriormente, não foi delimitado por meio da Lei 9.514, enquanto os direitos creditórios do agronegócio passíveis de lastrearem CRA são explicitamente definidos por meio da Lei 11.076.

60. Não obstante, em que pese as características peculiares dos CRI e dos CRA, as diferenças de definições legais quanto aos títulos que podem compor seus lastros (uma mais detalhista que outra), a nosso ver, não deveriam fazer com que a regulação da CVM, dentro das balizas legais, interpretasse os créditos imobiliários de forma mais restritiva, como visto no Primeiro Caso Rede D’or, em relação à interpretação que é dada aos direitos creditórios do agronegócio passíveis de lastrear CRA a partir do Precedente Burger King.

61. Por fim, cabe mencionar outro precedente de oferta de CRI que recentemente foi deliberado pelo Colegiado da CVM, o qual foi citado pelos Requerentes e merece ser explorado.

62. Trata-se de recurso contra decisão da SRE no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de certificados de recebíveis imobiliários 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização (Processo CVM nº 19957.009618/2016-30, “Caso BR Properties”), cuja Ata da Decisão do Colegiado encontra-se abaixo transcrita:

“Trata-se da continuação da discussão iniciada pelo Colegiado em 14.3.2017 a respeito do recurso interposto por RB Capital Companhia de Securitização (“Ofertante”) e Banco Itaú BBA S.A. (em conjunto com a Ofertante, “Recorrentes”) contra exigências elaboradas pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição (“Oferta”) de 550.000 Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) das 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão da Ofertante, no valor total de até R\$ 550.000.000,00.

Conforme a documentação apresentada, os CRI são lastreados em 550.000 debêntures (“Debêntures”), no valor total de R\$ 550.000.000,00, emitidas pela BR Properties S.A. (“Companhia”) em dezembro de 2016 e inscritas, à época, por nove fundos de investimento (“Debenturistas”). As Debêntures possuem cláusula de repactuação de suas condições que, se não aceita pelos Debenturistas, ensejará a recompra de tais títulos pela Companhia. Nessa

hipótese, a Companhia poderá ceder as Debêntures à Ofertante, que emitirá uma cédula de crédito imobiliário, representativa das Debêntures para fins da constituição do lastro dos CRI.

Os recursos obtidos pela Companhia mediante a emissão das Debêntures já foram integralmente utilizados, ainda em dezembro de 2016, na aquisição de imóvel (“Imóvel”) pertencente ao Ventura II-A – Fundo de Investimento Imobiliário FII (“Fundo Ventura”), cujo único cotista é a própria Companhia. Os recursos captados na Oferta, por sua vez, serão utilizados pela Ofertante para pagar à Companhia o valor total da cessão das Debêntures.

Nesse contexto, a SRE apresentou exigências alegando que:

(i) não seria possível estruturar uma oferta de CRI lastreada em debêntures cujos recursos captados sejam destinados a reembolsar valor pago em transação imobiliária realizada antes da emissão dos CRI; e

(ii) a Oferta estaria em desacordo com a finalidade da Lei nº 9.514, de 1997 (“Lei 9.514”), por se tratar de reembolso de valor pago na aquisição de imóvel já pertencente à Companhia.

A posição da SRE foi corroborada pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM.

Em seu recurso, as Recorrentes questionaram esse entendimento com base nos seguintes principais argumentos:

(i) no caso concreto, os CRI atendem às características estabelecidas pela Lei 9.514, que se limita a definir o CRI como título de crédito lastreado em créditos imobiliários;

(ii) os recursos captados com as Debêntures que lastreiam o CRI foram destinados a um propósito imobiliário, sendo a Companhia atuante no mercado imobiliário brasileiro, conforme seu objeto social;

(iii) a Oferta atenderia ao objetivo da Lei 9.514 de promover, sem qualquer restrição, o financiamento imobiliário em geral;

(iv) a transação envolvendo o Imóvel foi feita a valor de mercado e seguiu todos os requisitos legais para a sua realização, sendo que a legislação não veda a utilização, como lastro em operações de securitização, de transações realizadas por veículos do mesmo grupo econômico;

(v) a recompra das Debêntures não representa a emissão de uma nova dívida, uma vez que a única dívida existente durante a vigência dos CRI será aquela decorrente das Debêntures emitidas em dezembro de 2016, cuja devedora é a Companhia;

(vi) a repactuação das Debêntures não acarreta a sua extinção ou novação; e

(vii) a aquisição do Imóvel pela Companhia se deu após a emissão das Debêntures e antes da constituição do lastro imobiliário, de sorte que não haveria reembolso, mas apenas o pagamento do preço de cessão das Debêntures.

A SRE, contudo, ratificou o seu entendimento inicial, propondo o indeferimento do Recurso nos termos do Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1.

A SRE corroborou que a operação em questão não atenderia à finalidade da Lei 9.514, de promover o financiamento imobiliário em geral, uma vez que os recursos obtidos com a emissão das Debêntures lastro dos CRI foram destinados à aquisição do Imóvel, que já pertencia indiretamente à Companhia.

Segundo a área técnica, tanto operações de financiamento imobiliário e de compra e venda de imóveis, quanto operações de locação de imóveis, normalmente atingem o objetivo da Lei 9.514 de forma natural, a não ser que sejam artificialmente realizadas, desprovidas de

sentido econômico, com o intuito exclusivo de lastrear a emissão de CRI e viabilizar uma captação mais barata de recursos. A SRE salientou, novamente, que nessas operações, lastreadas em créditos imobiliários na sua origem, a destinação dos recursos não é o fator que fará com que a operação atenda ou não aos objetivos da Lei 9.514, mas sim a transação em si que gerou tais créditos.

Por fim, a SRE reafirmou que, no tocante às operações lastreadas em créditos imobiliários na sua destinação, como ocorre no presente caso, o vínculo imobiliário não poderia se dar por meio de reembolso de valor pago no âmbito de transações imobiliárias passadas. Para a SRE, nesses casos, a destinação dos recursos a imóveis somente cumprirá o objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro, em linha com a Lei 9.514, se ocorrer posteriormente à captação dos recursos oriundos da emissão dos CRI.

O Presidente Leonardo Pereira, que havia pedido vista do processo, apresentou manifestação de voto pelo indeferimento do Recurso.

Em seu voto, Leonardo Pereira destacou inicialmente que a definição sobre a existência ou não de crédito imobiliário à luz da Lei 9.514 combinada com a Instrução CVM nº 414, de 2004, seria uma discussão precedente às demais questões levantadas pelos Recorrentes e pela SRE. A esse respeito, o Presidente observou que, pelas particularidades do caso, as Debêntures não cumpririam com o conceito de crédito imobiliário para fins de emissão pública de CRI, o que dispensaria a avaliação sobre a regularidade das demais características da Oferta.

À luz dos precedentes do Colegiado, Leonardo Pereira reconheceu que prevalece, atualmente, a posição de que as dívidas corporativas são passíveis de lastrear a emissão de um CRI. Entretanto, Pereira salientou que, embora se trate de uma dívida corporativa, no caso concreto, as Debêntures não poderiam ser consideradas como crédito imobiliário hábil a lastrear a Oferta por conta da maneira como foi estruturada.

Isso porque, compulsando as informações divulgadas ao público referentes ao Fundo Ventura, verificou-se que os valores captados por meio das Debêntures terminaram no caixa da própria Companhia, livres de qualquer destinação, tendo em vista que (i) na mesma assembleia geral de cotistas que aprovou a compra e venda do Imóvel, realizada no dia seguinte à emissão das Debêntures, foi deliberada também a liquidação do Fundo Ventura com a entrega da totalidade do seu patrimônio aos cotistas; e (ii) nos termos das demonstrações financeiras de 29.12.2016 do Fundo Ventura, parte das cotas teria sido amortizada em espécie, com recursos provenientes da venda do Imóvel.

Assim, para o Presidente, a operação aparentaria ser desprovida de qualquer substância econômica, tendo sido idealizada com o objetivo principal de constituir, artificialmente, o lastro dos CRI. Desse modo, o Presidente Leonardo concluiu que as Debêntures não poderiam ser consideradas como um crédito imobiliário hábil a lastrear a emissão do CRI nos termos da Instrução 414, Lei 9.514 e precedentes da CVM.

Por fim, Leonardo Pereira registrou que, conforme a jurisprudência da CVM, no CRI por destinação, os recursos devem ser empregados em atividade legítima relacionada ao mercado imobiliário, previamente indicada nos documentos da oferta. Assim, a emissão pública de CRI não poderia representar mera operação de capitalização da empresa devedora, o que desvirtuaria a essência da Lei 9.514, mas sim estar vinculada ao efetivo financiamento de um projeto imobiliário.

O Colegiado, por unanimidade, nos termos do voto do Presidente Leonardo Pereira, deliberou indeferir o recurso apresentado.”

63. Como se pode ver, o Caso BR Properties foi indeferido porque, embora lastreado no que seria crédito imobiliário em sua origem, lastreado em contrato de compra e venda de imóvel, independentemente, portanto, da destinação de recursos a serem captados com a oferta para seu registro, verificou-se que o mesmo não

tinha “substância econômica” na forma como foi estruturado, não atendendo, dessa forma, aos fins da Lei 9.514.

64. Não obstante, conforme ficou consubstanciado no Voto do Presidente Leonardo Pereira, no caso de CRI por destinação, “*os recursos devem ser empregados em atividade legítima relacionada ao mercado imobiliário, previamente indicada nos documentos da oferta*”, o que parece ser o caso da presente Oferta, mesmo não sendo a Devedora do lastro companhia atuante no setor imobiliário, mas subsistindo substância econômica em sua estruturação.

65. Desse modo, ratificamos nosso entendimento de que a estruturação de CRI tendo como lastro créditos imobiliários na sua destinação, mesmo que devidos por companhia que atua em atividade diversa da atividade imobiliária, a princípio, atende aos preceitos legais e normativos vigentes, desde que haja o efetivo direcionamento dos recursos a serem captados a imóveis previamente identificados na documentação da oferta e a vinculação e aplicação dos referidos recursos ocorra da mesma forma verificada nos precedentes já autorizados por esta Autarquia.

66. Ainda em linha com os referidos precedentes, ressalta-se que emissões similares a ora em análise, para serem distribuídas junto a investidores que não sejam qualificados, deveriam observar ainda os requisitos previstos na Deliberação CVM nº 772/17, quais sejam:

(i) o lastro dos CRI seja constituído por créditos imobiliários devidos pelo seu emissor independentemente de qualquer evento futuro;

(ii) o emissor dos créditos imobiliários que constituem o lastro dos CRI seja companhia aberta;

(iii) a companhia emissora dos títulos que constituem o lastro dos CRI seja atuante no setor imobiliário, conforme consta de seu estatuto social;

(iv) conforme exigido pelo caput do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04 para CRI destinados a investidores não qualificados, seja instituído o regime fiduciário, previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/97, sobre os créditos que lastreiem a emissão;

(v) conforme exigido pelo § 6º do art. 7º da Instrução CVM nº 414/04 para CRI destinados a investidores não qualificados, seja elaborado ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído aos CRI;

(vi) haja a previsão nos documentos da oferta de que o agente fiduciário é o responsável por verificar o direcionamento dos recursos captados a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei 9.514/97; e

(vii) haja a previsão nos documentos da oferta de que o direcionamento dos recursos captados a imóveis será realizado até a liquidação dos CRI.

67. Apesar de os Requerentes não terem solicitado a esta área técnica dispensa dos requisitos previstos no art. 6º da Instrução CVM 414, para que a Oferta fosse direcionada a investidores que não sejam qualificados, verifica-se que, caso o pleito de registro da presente Oferta seja deferido, entendemos que o requisito (iii) da Deliberação CVM 772 (“*a companhia emissora dos títulos que constituem o lastro dos CRI seja atuante no setor imobiliário, conforme consta de seu estatuto social*”) deve ser suprimido, de modo a tornar possível a distribuição de ofertas com características similares à presente a investidores que não sejam qualificados, desde que os demais requisitos da Deliberação CVM 772 sejam observados.

III. Conclusão

68. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente caso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando nossa manifestação favorável ao registro da oferta em tela, tendo em vista que, em nosso entendimento:

(i) restou comprovado na documentação da Oferta o efetivo direcionamento dos recursos a

serem captados para a construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e empreendimentos imobiliários, ficando configurado o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997; e

(ii) estrutura da Oferta está em linha com os mais recentes precedentes da CVM no que tange à destinação dos recursos, sua fiscalização e mecanismos de controle que garantam a aplicação integral dos recursos em imóveis pré-determinados durante a vigência dos CRI.

69. De forma subsidiária, propomos que a Deliberação CVM nº 772/17 seja alterada, com a supressão do requisito (iii), de modo que possa ser possível a distribuição junto a investidores não considerados qualificados (mediante dispensa dos requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04) de CRI lastreado em créditos considerados imobiliários pela sua destinação de emissão de companhia cujo objeto social não se restrinja majoritariamente à atuação no setor imobiliário, e desde que sejam observados os demais requisitos constantes da referida Deliberação

GUSTAVO LUCHESE UNFER RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Analista GER-1

Gerente de Registros – 1

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

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral

[1] Decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo n.º 2012/12177, em 26 de abril de 2013 (Precedente Rede D'or).

[2] Decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo SEI n.º 19957.009618/2016-30, em 26 de junho de 2017 (Precedente BR Properties).

[3] Decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo SEI n.º 19957.009618/2016-30, em 26 de junho de 2017 (Precedente BR Properties).

[4] Conforme Precedente Cyrela e Precedente Aliansce.

[5] Arthur Rios Junior, “Securitização de Créditos Imobiliários”, Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor. Porto Alegre: Magister Editora, n.44, abr./mai. 2012, pp. 75 – 95.

[6] Precedente Rede D'Or, Precedente Cyrela, Precedente Aliansce e Precedente BR Properties.

[7] Ata da deliberação do Colegiado da CVM no Precedente Rede D'Or.

[8] Decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo SEI n.º 19957.009618/2016-30, em 26 de junho de 2017 (Precedente BR Properties).

[9] Decisão do Colegiado da CVM no âmbito do Processo SEI n.º 19957.009618/2016-30, em 26 de junho de 2017 (Precedente BR Properties).

[10] Conforme Precedente Cyrela e Precedente Aliansce.

[11] Cf., nesse sentido, a cláusula 5.1 do Instrumento Particular de Escritura de Emissão Privada de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, da 10ª Emissão da Rede D'Or: “Os recursos líquidos obtidos pela Companhia com a Emissão das Debêntures serão destinados pela Companhia, diretamente ou através de suas subsidiárias (**‘Subsidiárias’**), para a construção, expansão, desenvolvimento e reforma, de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários descritos no Anexo I à presente Escritura de Emissão de Debêntures (**‘Empreendimentos Lastro’**), até a Data de Vencimento.”



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 05/12/2017, às 19:13, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 06/12/2017, às 11:30, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 06/12/2017, às 12:16, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 06/12/2017, às 18:53, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0399700** e o código CRC **C47F4A75**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0399700** and the "Código CRC" **C47F4A75**.*