



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 103/2019-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2019.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Pedido de registro de oferta pública de distribuição dos CRI da 139ª Série da 1ª Emissão da True Securitizadora - Processo CVM nº 19957.006483/2019-01**

Senhor Superintendente,

- Trata-se de recurso contra exigência elaborada por esta área técnica, encaminhado em 19/08/2019, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição ("Oferta") de Certificados de Recebíveis Imobiliários ("CRI") da 139ª Série da 1ª Emissão da True Securitizadora ("Ofertante").
- A propósito, por meio do Ofício nº 237/2019/CVM/SRE/GER-1 ("Ofício 237", documento 0804455), de 22/07/2019, foi apresentada exigência a respeito do público-alvo da Oferta, nos seguintes termos:
"2.7.1. Tendo em vista que a devedora do lastro dos CRI não é companhia aberta, a Oferta não preenche os requisitos previstos na Deliberação CVM nº 772/17 para que seja distribuída junto a investidores que não sejam qualificados. Dessa forma, solicitamos ajustar os documentos da Oferta com alteração de seu público alvo para somente investidores que possam ser considerados como qualificados, assim definidos nos termos da Instrução CVM nº 554/14;"
- Por meio do expediente de 19/08/2019, que foi protocolado tempestivamente em face às exigências formuladas por meio do Ofício supra, a Ofertante apresentou arrazoado defendendo a tese de que a presente Oferta poderia ser destinada a investidores em geral, qualificados ou não, solicitando que a SRE/GER-1 reconsiderasse a exigência em questão e que, caso discordasse dos argumentos apresentados, submetesse o tema para análise do Colegiado da CVM.
- A despeito de o expediente que encaminhou o recurso em tela ter sido protocolado na CVM após decorridos 28 dias do envio do Ofício 237, enquanto que o prazo estabelecido para a interposição de recurso pela Deliberação CVM nº 463/03 é de 15 dias, entendemos que não houve interposição intempestiva de recurso no caso concreto, uma vez que o mesmo foi encaminhado dentro do prazo estabelecido para atendimento às exigências constantes do referido Ofício.
- A fim de analisar o pleito em questão, o presente Memorando conta com as seguintes seções apresentadas a seguir: "I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta", "II. Alegações da Ofertante", "III. Nossas Considerações" e "IV. Conclusão".

I. Estrutura dos CRI e Características da Oferta

- A Oferta prevê a distribuição inicial de até 120.000 CRI, podendo atingir até 144.000 CRI, considerando a opção de distribuição de lote adicional de até 20%.
- O valor nominal unitário de cada CRI é de R\$ 1.000,00, e o valor máximo da Oferta é de até R\$ 144.000.000,00.
- Os CRI são lastreados em direitos creditórios representados por debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografia, emitidas pela Pacaembu Construtora S.A. ("Devedora"), sociedade anônima não registrada na CVM.
- Os CRI serão objeto de distribuição pública, a ser conduzida pela XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., na qualidade de Coordenador-Líder da Oferta, sob o regime de melhores esforços de distribuição.
- A estrutura atual da Oferta prevê que os CRI sejam ofertados a investidores em geral, incluindo investidores qualificados ou não.
- Ademais, será constituído o regime fiduciário sobre os títulos que comporão o lastro dos CRI, tendo como agente fiduciário a SLW Corretora de Valores e Câmbio Ltda. Não serão constituídas quaisquer garantias sobre os CRI, nem sobre as debêntures que constituirão seu lastro.
- A documentação da Oferta prevê que os recursos captados serão destinados pela Devedora para a aquisição e/ou construção, expansão, desenvolvimento e reforma de empreendimentos imobiliários, nos termos do objeto social da Devedora, destinação essa que ocorrerá a partir da emissão dos CRI.
- A destinação dos referidos recursos será comprovada pela Devedora, na forma da Escritura de Emissão de Debêntures, mediante o envio de relatório semestral acompanhado dos documentos necessários para a referida comprovação, e se dará até a data de vencimento dos CRI (prevista atualmente para 15/09/2022).
- A partir da data de integralização dos CRI, tais títulos farão jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal unitário correspondentes a 100% da Taxa DI acrescidos de uma sobretaxa equivalente a 0,90% a.a., que serão pagos aos titulares dos CRI, juntamente com a amortização dos mesmos, em uma única parcela, na data de seu vencimento.
- O fluxograma com a descrição da estrutura pretendida para a operação de securitização de que trata a Oferta encontra-se abaixo, conforme consta da última versão apresentada na CVM de seu Prospecto (documento nº 0824443):



- (1) A Devedora emitirá as Debêntures, que serão subscritas pela Emissora;
- (2) A Emissora emitirá a CCI para representar os Créditos Imobiliários decorrentes das Debêntures;
- (3) A Emissora realizará a emissão dos CRI, com instituição do Regime Fiduciário, com lastro nos Créditos Imobiliários, decorrentes das Debêntures, representados pela CCI, nos termos do Termo de Securitização a ser celebrado;
- (4) Os CRI serão distribuídos no mercado de capitais brasileiro pelo Coordenador Líder aos Investidores por meio de oferta pública nos termos da Instrução CVM 400;
- (5) Os CRI serão subscritos e integralizados pelos Investidores;
- (6) Com os recursos obtidos com a integralização dos CRI, observado o cumprimento das demais condições previstas no Termo de Securitização, a Emissora realizará o pagamento do Preço de Integralização das Debêntures à Devedora;
- (7) A Devedora efetuará o pagamento de remuneração e amortização dos Créditos Imobiliários nas Contas dos Patrimônios Separados; e
- (8) Os CRI são remunerados e amortizados através dos eventos de juros e amortização das Debêntures;
- (9) Destinação dos recursos captados. Nos termos do "Anexo II" da Escritura de Emissão das Debêntures, os recursos captados pela Devedora serão aplicados nos (...) Empreendimentos Imobiliários (...)

II. Alegações da Ofertante

- Em 19/08/2019, em face da exigência mencionada no parágrafo 2º acima, a Ofertante protocolou expediente apresentando suas alegações a respeito da possibilidade de direcionar a Oferta a investidores em geral, qualificados ou não, nos seguintes termos:

"(...)

Em atenção a esta exigência, e conforme entendimentos telefônicos mantidos com esta D. Gerência, esclarecemos que, embora a Deliberação CVM nº 772/17 tenha expressamente feito menção a créditos imobiliários devidos por companhias abertas, entendemos que, para o caso ora em análise, acreditamos que a distribuição dos CRI para o público em geral seria factível, pelos motivos que serão a seguir expostos.

Preliminarmente, cumpre-nos destacar dois aspectos distintos da Instrução CVM nº 414 que acabaram por ser tratados conjuntamente no âmbito da Deliberação CVM nº 772/17, mas que, a nosso ver, têm regramentos distintos no âmbito da Instrução CVM nº 414, quais sejam: (i) limite de concentração por devedor ou coobrigado (art. 5º); e (ii) diferentes tipos de público alvo passíveis de investir em CRI, a depender de os créditos imobiliários estarem performados ou não (art. 6º).

Quanto ao primeiro aspecto, o art. 5º da Instrução CVM nº 414 estabelece as hipóteses nas quais os créditos imobiliários que lastreiam a emissão possam apresentar concentração superior a 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado, sendo estas hipóteses limitadas a que o devedor seja: (i) companhia aberta; (ii) instituição financeira ou equiparada; ou (iii) sociedade empresária que tenha suas demonstrações financeiras elaboradas em consonância com a Lei nº 6.404/76 e devidamente auditadas por auditor independente registrado perante a CVM.

Na operação em tela, tendo em vista que a Pacaembu Construtora S.A. (devedora das debêntures que constituem o lastro dos CRI) enquadra-se na situação prevista no inciso "iii" acima, visto que apresentou, bem como se comprometeu a elaborar, nos termos da cláusula sétima da Escritura de Emissão de Debêntures, suas demonstrações financeiras em consonância com a Lei nº 6.404/76, bem como a submetê-las a auditoria por auditor independente, em consonância com o inciso III, do §1º, do art. 5º da Instrução CVM nº 414, atendendo assim aos requisitos da ICVM 414 para devedores que extrapolem o limite de concentração de 20% (vinte por cento).

Cumpre-se assim destacar que o bem jurídico que o art. 5º pretendeu proteger foi o de somente se admitir que haja concentração superior a 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado caso, e somente quando, haja um regime informacional adequado sobre a situação financeira do devedor, de modo que o potencial investidor disponha de informações suficientes e adequadas para a sua tomada de decisão de investimento.

Já quanto ao segundo aspecto, o art. 6º da Instrução CVM nº 414 estabelece que a distribuição de CRI ao público em geral, ou seja, a investidores que não sejam investidores qualificados ou profissionais, somente será admitida em relação a CRI aos quais tenham sido instituído regime fiduciário, desde que lastreados em créditos imobiliários decorrentes de imóveis performados (com "habite-se"), ou que decorram de empreendimento imobiliário em relação ao qual tenha sido instituído patrimônio de afetação.

Ainda a este respeito, e conforme consubstanciado nas discussões havidas no âmbito dos precedentes mencionados na Deliberação CVM nº 772/17 (Cyrela Brasil Realty S.A. Empreendimentos e Participações - Processo CVM nº 19957.000587/2016-51; Alliance Shopping Centers S.A. - Processo CVM nº 19957.009281/2016-61; e Direcional Engenharia S.A. - Processo CVM nº 19957.001682/2017-53), entendeu esta D. CVM (tanto no âmbito a área técnica, quanto do Colegiado) que, tratando-se de créditos imobiliários decorrentes debêntures, em que independe de qualquer performance futura, não haveria em que se falar de limitação quanto ao público alvo que poderia investir em tais CRI, conforme transcrições abaixo:

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

(...)

68. Sendo assim, considerando que as Debêntures que constituirão o lastro dos CRI da presente Oferta são títulos sem Risco de Performance, ou seja, devidos pelo seu emissor independente de qualquer evento futuro, não vemos óbice a que seja concedida a dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 no presente caso." [Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1]

"27. De volta ao presente caso, no que concerne aos fatores considerados como suficientes para justificar a dispensa pleiteada no caso de Brazil Realty, vemos que a Operação apresenta as seguintes características:

(i) O lastro dos CRI é composto pelas Debêntures, as quais são devidas pelo seu emissor independente de qualquer evento futuro, motivo pelo qual não vislumbramos risco de performance em relação aos referidos títulos;" [Memorando nº 4/2017-CVM/SRE/GER-1]

Diferentemente do limite de concentração de 20% (vinte por cento), o art. 6º da Instrução CVM nº 414 tem por objetivo proteger o bem jurídico de não se permitir que investidores que não sejam qualificados ou profissionais possam investir em CRI em que exista risco quanto à própria exigibilidade do crédito que constitui o lastro de CRI, em decorrência de eventual performance futura e incerta, o que não é o caso das Debêntures, já que estas são exigíveis pelos seus termos e condições, independentemente de qualquer elemento futuro.

Note-se que a Instrução CVM nº 414 não estabeleceu qualquer limitação no sentido de que CRI devidos por sociedades empresárias que elaborem suas demonstrações financeiras e que as submetam a auditoria por auditor independente, sejam distribuídos exclusivamente a investidores que sejam considerados investidores qualificados ou profissionais, nos termos da regulamentação aplicável, visto que esta limitação diz respeito à natureza do crédito em si (se performado ou não).

Embora tenha constado expressamente da redação da Deliberação CVM nº 772/17 a menção a companhias abertas, é importante destacar que tal deliberação tem o condão de apenas delegar à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE a possibilidade de ela própria dispensar determinados requisitos da Instrução CVM nº 414 nas situações descritas na deliberação.

Destaca-se ainda que a redação final da Deliberação CVM nº 772/17 contou com a referência a companhias abertas única e exclusivamente pelo fato de que os precedentes analisados diziam respeito a devedores que detinham registro de companhia aberta perante a CVM, não se verificando, todavia, tal requisito pela leitura da Instrução CVM nº 414, conforme discorrido nos parágrafos acima.

A nosso ver, dado que os bens jurídicos tutelados pelos arts. 5º e 6º da Instrução CVM nº 414 são distintos, sendo o primeiro direcionado a limitar as hipóteses nas quais o limite de 20% (vinte por cento) por devedor ou cobrigado possa ser excedido, e o segundo direcionado a restringir o público alvo dos CRI, nas hipóteses em que haja risco de performance, entendemos que a melhor leitura, conjunta, de ambos os dispositivos, não implicaria na limitação do tipo de investidor que possa eventualmente ser acessado.

No caso ora em análise, os requisitos contidos na Instrução CVM nº 414 encontram-se devidamente atendidos, seja, em relação ao fato de a Pacaembu Construtora S.A. ter suas demonstrações financeiras devidamente elaboradas e auditadas em consonância com o art. 5º, e, por existir, na presente operação, risco de performance em relação à exigibilidade dos créditos imobiliários que servem de lastro à emissão, por decorrerem de obrigações assumidas pela devedora no âmbito da Escritura de Emissão de Debêntures.

Diante das considerações acima, e dado o fato de que, conforme discorremos acima, a Deliberação CVM nº 772/17 não ter o intuito e o objetivo de alterar o conteúdo da Instrução CVM nº 414, entendemos que os CRI objeto da presente operação podem ter como público alvo investidores em geral, que não sejam investidores qualificados ou profissionais, nos termos da regulamentação aplicável.

Por fim, quanto aos demais requisitos para a distribuição de CRI para o público em geral, ressaltamos que foi devidamente instituído regime fiduciário, bem como foi apresentado relatório de classificação de risco, conforme exigências contidas no caput do art. 6º e no §6º do art. 7º da Instrução CVM nº 414.

Tendo em vista os argumentos acima expostos, pedimos a esta D. CVM que reconsidere as exigências acima, e caso V.Sas. entendam de forma diversa a aqui explicitada, solicitamos que este pleito seja submetido para análise do Colegiado, na forma prevista na Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003, conforme alterada."

III. Nossas Considerações

17. Preliminarmente, cabe mencionar que a possibilidade de distribuição de CRI junto a investidores em geral, qualificados ou não, encontra-se prevista na Instrução CVM nº 414/04 ("Instrução CVM 414"), nos seguintes termos:

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

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

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

18. Ademais, nos termos do § 6º do art. 7º da referida Instrução, em "ofertas públicas de distribuição de CRI destinadas a investidores que não sejam qualificados, conforme definido em regulamentação específica, será obrigatório ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI".

19. Como se percebe, a redação do art. 6º da Instrução CVM 414 foi elaborada na premissa de que os CRI são lastreados em créditos imobiliários assim considerados pela sua origem, oriundos de transações imobiliárias, em que o fato de o imóvel objeto ter ou não habite-se ou as incorporações imobiliárias serem ou não integrantes de patrimônio de afetação impactam o risco ao qual o investidor estaria exposto.

20. Nesse sentido, com o advento das operações de CRI lastreadas em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação ("CRI na destinação"), em que os recursos captados na oferta devem ser destinados a imóveis específicos previamente identificados em sua documentação, não se mostrou possível enquadrar tais operações na possibilidade de distribuição de CRI junto a investidores em geral prevista pelo art. 6º da Instrução CVM 414, de modo que o tema teve que ser encaminhado ao Colegiado da CVM como pedido de dispensa dos incisos I e II do referido artigo.

21. O primeiro caso a ser encaminhado ao Colegiado da CVM foi tratado no âmbito da oferta pública de distribuição de CRI da 1ª série da 5ª emissão da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, os quais foram lastreados em debêntures de emissão da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, companhia aberta registrada na CVM ("Caso Cyrela"), no processo CVM nº 19957.000587/2016-51).

22. Antes de encaminhar o tema ao Colegiado da CVM, realizamos consulta à Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PFE"), por meio do Memorando nº 55/2016-CVM/SRE/GER-1 (documento 0109433), solicitando manifestação daquela área quanto:

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

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

23. A PFE, em resposta ao questionamento feito por esta área técnica, manifestou-se no sentido de que (Parecer nº 00065/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU (documento nº 0121425) e os Despachos nº 00076/2016/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU e nº 00322/2016/PFE-CVM/PGF/AGU (documentos nº 0121426 e nº 0121427):

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

(ii) "o patrimônio afetado à conclusão da unidade habitacional poderá ser dado como garantia de operação de crédito, desde que a oferta seja dirigida a investidores não qualificados, desde que a entrega final da obra aos respectivos adquirentes. Assim, os empreendimentos deveriam estar detalhados na escritura das debêntures a serem emitidas pela Cyrela"; e

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

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

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

24. Com base em tal manifestação e considerando os argumentos apresentados pelo ofertante daquele caso, encaminhamos o tema em tela ao Colegiado da CVM, por meio do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1 (documento 0144562), concluindo que:

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

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

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

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

(i) que os CRI sejam lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997; e

(ii) que haja ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI.

V. Conclusão

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

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

25. Como se vê, a despeito de termos concluído que o intuito dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 seria o de afastar dos investidores não qualificados o risco de performance eventualmente existente nos créditos imobiliários que serão lastro de CRI, destacamos que "não haveria qualquer restrição regulamentar caso as Debêntures fossem ofertadas publicamente a investidores não qualificados, fato que, em nosso entendimento, reforça a possibilidade de concessão da dispensa ora pleiteada."

26. Isso porque os emissores de valores mobiliários (incluindo debêntures) distribuídos publicamente a investidores em geral, qualificados ou não, habilitados a negociação em mercados regulamentados, como ocorreu no referido precedente, devem ser registrados na CVM, de modo que, caso a Cyrela não fosse companhia aberta registrada na CVM, estaria havendo, naquele caso, com a concessão da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414, uma arbitragem regulatória, onde as debêntures de uma companhia fechada estariam sendo, em essência, direcionadas e habilitadas a negociação por investidores em geral, qualificados ou não, por constituírem 100% do lastro daqueles CRI.

27. O Colegiado da CVM, por sua vez, deliberou sobre o Caso Cyrela nos seguintes termos:

"REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DA 1ª SÉRIE DA 5ª EMISSÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS – BRAZIL REALTY COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS S.A. – PROC. SEI 19957.000587/2016-51

Reg. nº 0331/16

Relator: SRE/GER-1

Trata-se de pedido da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. ("Ofertante") para que seja reconhecida a inaplicabilidade do art. 6º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 414/2004 ("Instrução 414") à oferta pública de distribuição ("Oferta") de Certificados de Recebíveis Imobiliários ("CRI"), ou, subsidiariamente, que seja concedida dispensa dos referidos requisitos normativos.

A Oferta apresenta as seguintes principais características:

(i) distribuição de até 120.000 CRI, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o montante de R\$ 120.000.000,00;

(ii) os CRI serão ofertados a investidores em geral, qualificados ou não;

(iii) o lastro dos CRI será constituído por debêntures ("Debêntures") de emissão da Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações ("Devedora");

(iv) as Debêntures serão subscritas pela Cybra de Investimento Imobiliário Ltda. ("Cedente"), companhia do grupo econômico da Devedora, e posteriormente cedidas à Ofertante, que, por sua vez, emitirá uma Cédula de Crédito Imobiliário – CCI representando tais títulos;

(v) os recursos obtidos na Oferta serão utilizados pela Ofertante para o pagamento à Cedente do valor de cessão das Debêntures, que, por sua vez, utilizará esses recursos na subscrição das referidas Debêntures junto à Devedora; e

(vi) o destino final dos recursos será o financiamento de determinados empreendimentos imobiliários da Devedora.

Em seu pedido, a Ofertante alega que a Oferta é lastreada em créditos considerados imobiliários por conta de sua destinação, ou seja, não se originam da compra e venda, ou da promessa de aquisição, de um imóvel, não sendo aplicáveis, dessa forma, os requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414.

Ademais, a Ofertante argumentou que o referido dispositivo, além de prever a obrigação de constituição do regime fiduciário com relação aos créditos que compõem o lastro dos CRI, tem o objetivo de mitigar o risco de inadimplência dos devedores de tais créditos atrelado à performance dos mesmos, risco esse que estaria presente em créditos cujos imóveis vinculados não possuem "habite-se" ou em créditos provenientes da aquisição de imóveis vinculados a incorporações para as quais não foi constituído patrimônio de afetação.

Nessa linha, a Ofertante alegou que, além de estar prevista a constituição do regime fiduciário na Oferta, as Debêntures, que comporão o lastro dos CRI, são créditos performados, ou seja, representam uma obrigação por parte da Devedora que não poderia ter sua eficácia discutida em função da ocorrência de eventos futuros.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, após consultar a Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PFE-CVM"), entendeu, por meio do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1, que as Debêntures que constituíram o lastro dos CRI da presente Oferta são títulos sem risco de performance, ou seja, devidos pelo seu emissor independente de qualquer evento futuro, de modo que não haveria óbice à concessão da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414.

A SRE ressaltou, ainda, que a presente Oferta observa outros requisitos presentes na referida Instrução com relação ao direcionamento de CRI a investidores que não sejam qualificados, previstos pelo caput do art. 6º e pelo § 6º do art. 7º, quais sejam, (i) que os CRI sejam lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário previsto no art. 9º da Lei nº 9.514/1997; e (ii) que haja ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI.

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

O Colegiado, por unanimidade, deliberou o deferimento da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414, acompanhando o entendimento da área técnica contido no Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1."

28. Posteriormente, dois outros casos similares foram apreciados pelo Colegiado da CVM, casos de CRI lastreados em debêntures de emissão de Aliança Shopping Centers S.A. e de Direcional Engenharia S.A., ambas companhias abertas registradas na CVM (tratados respectivamente no âmbito dos Processos CVM nºs 19957.009281/2016-61 e 19957.001682/2017-53), tendo sido, na sequência, editada a Deliberação CVM 772, a qual delegou "competência à Superintendência de Registro de Valores

Mobiliários – SRE para apreciar pedidos de dispensa dos requisitos previstos nos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04, para colocação de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários pela sua destinação junto a investidores não qualificados, em ofertas públicas de distribuição realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 400/03, desde que sejam observadas no caso concreto as características consideradas nos precedentes supramencionados como suficientes para justificar a referida dispensa, 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." (grifo nosso)

29. Dito isso, cabe lembrar que, a fim de justificar a possibilidade de distribuição a investidores em geral, qualificados ou não, de CRI lastreado em debêntures de emissão de companhia fechada, a Ofertante alega basicamente que a Oferta cumpre com os requisitos impostos para tal pela Instrução CVM 414, visto que os referidos requisitos "encontram-se devidamente atendidos, seja, em relação ao fato de a Pacambu Construtora S.A. ter suas demonstrações financeiras devidamente elaboradas e auditadas em consonância com o art. 5º, e, por inexistir, na presente operação, risco de performance em relação à exigibilidade dos créditos imobiliários que servem de lastro à emissão, por decorrerem de obrigações assumidas pela devedora no âmbito da Escritura de Emissão de Debêntures."

30. Como vimos anteriormente, a colocação de CRI na destinação junto a investidores em geral é viabilizada através da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM 414 (conforme reconheceu a PFE), de modo que não faz sentido falar em cumprimento de requisitos, como coloca a Ofertante, mas sim em dispensa de requisitos, dispensa essa que pode ser concedida ou não, dentro de uma análise que considera os princípios da razoabilidade e da proporcionalidade, podendo requisitos adicionais serem impostos pela CVM na impossibilidade do cumprimento daqueles ordinariamente estabelecidos.

31. Nesse sentido, conforme se verifica do até aqui exposto, o Colegiado da CVM, ao apreciar casos similares ao presente, delimitou as balizas para a concessão da dispensa dos referidos requisitos normativos, dentre as quais encontra-se a necessidade de a companhia devedora do lastro ser registrada na CVM como companhia aberta.

32. Conforme mencionamos anteriormente, haveria a possibilidade de arbitragem regulatória na emissão de CRI na destinação ofertados e habilitados a negociação por investidores em geral, com lastro em títulos de emissão de companhia fechada, enquanto a regulamentação aplicável prevê que os emissores de valores mobiliários distribuídos publicamente a investidores em geral, qualificados ou não, e habilitados a negociação por esses investidores devem ser registrados na CVM.

33. Para além desse risco, entendemos que emissões de CRI na destinação contam com risco adicional relacionado à própria caracterização de tais créditos como imobiliários, ficando tal caracterização atrelada à efetiva destinação de recursos a imóveis específicos previamente identificados na documentação da oferta.

34. Esse risco adicional, somado à questão da arbitragem regulatória, reforça, em nosso entendimento, a necessidade de os emissores dos títulos que lastreiam os CRI na destinação em ofertas direcionadas a investidores em geral, qualificados ou não, serem companhias abertas registradas na CVM, de modo que os investidores possam ter acesso a todas as informações divulgadas por tais companhias por força da regulamentação aplicável (que incluem, além das Demonstrações Financeiras, as demais informações constantes do Formulário de Referência, bem como aquelas que devem ser publicamente divulgadas) e possam tomar uma decisão refletida a respeito dos riscos inerentes à operação.

35. Ressalta-se ainda aquilo que prevê o art. 4º da Instrução CVM nº 400/03 ("Instrução CVM 400"), que dispõe sobre a possibilidade de dispensa de requisitos em uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, nos seguintes termos:

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

36. Apesar de o referido dispositivo tratar da possibilidade de dispensa de requisitos da própria Instrução CVM 400, é importante frisar as balizas por ele estabelecidas para a análise de pleitos dessa natureza, dentre as quais se insere a necessidade de se observar a adequada informação e a proteção ao investidor, princípio que, em nosso entendimento, deve nortear a análise de pedidos de dispensa de quaisquer requisitos de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, inclusive aqueles que são estabelecidos por regulação específica, como é o caso da Instrução CVM 414.

37. Cumpre ressaltar, ainda, que a Instrução CVM nº 600/18, que regula a emissão e oferta de certificados de recebíveis do agronegócio ("CRA"), valor mobiliário com uma série de características semelhantes aos CRI, veda a distribuição a investidores em geral, qualificados ou não, de CRA lastreados em títulos de dívida emitidos por um único devedor não registrado na CVM como companhia aberta, nos seguintes termos:

"Art. 12. Os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica devem cumulativamente:

I – contar com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição disposta nas normas contábeis emitidas pela CVM para as companhias abertas, salvo se o CRA estiver vinculado a dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum;

II – ser constituídos por créditos considerados como realizados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora;

III – possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, salvo se o devedor ou coobrigado for:

a) companhia aberta; ou

b) instituição financeira ou equiparada; e

IV – ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum." (grifos nossos)

IV. Conclusão

33. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando nosso entendimento de que o requisito estabelecido na Deliberação CVM 772 para ofertas de CRI na destinação direcionadas a investidores em geral, qualificados ou não, de exigir que a devedora do lastro seja companhia aberta registrada na CVM deve ser aplicado ao presente caso, de modo que deverá ser mantida a exigência 2.7.1 do Ofício 237 e indeferido o recurso em tela;

Atenciosamente,

DIOGO LUIS GARCIA
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Gerente de Registros-1

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

LUIS MIGUEL R. SONO
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.
À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Diogo Luis Garcia, Analista**, em 02/09/2019, às 11:46, 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 02/09/2019, às 14:35, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 02/09/2019, às 14:53, 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 **0824331** e o código CRC **EBAF06D2**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0824331** and the "Código CRC" **EBAF06D2**.