

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Memorando nº 107/2019-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2019.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: **Recurso contra entendimento da SRE - Processo CVM nº 19957.008097/2019-46**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de recurso ("Recurso") encaminhado à CVM em 13/09/2019 (documento 0840689), nos termos da Deliberação CVM nº 463/03 ("Deliberação CVM 463"), em face do entendimento constante da exigência 3.8.11 do Ofício-Conjunto nº 50/2019-CVM/SRE/SEP (documento 0827397, "Ofício-Conjunto 50"), de 02/09/2019, com pedido de efeito suspensivo do prazo para atendimento às demais exigências do referido Ofício, tudo no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição ("Oferta") de Certificados de Recebíveis Imobiliários ("CRI") da 218ª série da 1ª emissão de True Securitizadora S.A. ("Securitizadora").
2. A propósito, a exigência objeto do presente recurso refere-se ao lastro dos CRI e foi elaborada nos seguintes termos:

"3.8.11. Verifica-se da documentação da Oferta que os recursos a serem obtidos por meio da presente emissão serão destinados, até o vencimento dos CRI e das debêntures que constituem seu lastro, para pagamento e/ou pré pagamento, ao Opportunity FII, de "parcelas do preço de aquisição, incluindo os valores relativos ao saldo devedor, acrescido da atualização monetária, dos juros remuneratórios e de eventuais multas contratuais, conforme aplicável, pela Devedora, do imóvel Edifício Passeio, sendo que eventual saldo remanescente dos recursos líquidos obtidos pela Devedora com as Debêntures serão integralmente destinados para o reembolso das parcelas vencidas e adimplidas pela Devedora(...) dentro do período compreendido entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019."

Sobre a possibilidade de emissão de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação, entendemos que os recursos oriundos da emissão devem ser direcionados para pagamento de custos e despesas diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, previamente identificados na documentação da oferta.

Ademais, entendemos a aquisição, construção e/ou reforma dos imóveis em questão são eventos que devem ocorrer dentro do prazo permitido pela regulamentação aplicável para que ocorra a efetiva destinação dos recursos oriundos de uma emissão de CRI desse tipo.

Nesse sentido, considerando a Decisão do Colegiado da CVM de 02/07/2019 (no âmbito do Processo CVM nº 19957.001522/2017-12), só seria possível a destinação de recursos oriundos de uma emissão de CRI a custos e despesas diretamente atinentes à aquisição de imóveis específicos **nos casos em que tal aquisição tenha ocorrido no prazo compreendido entre os 24 meses anteriores ao encerramento da oferta e o vencimento dos CRI**, não sendo elegível à referida destinação de recursos quaisquer parcelas referentes a um contrato de compra e venda ou de financiamento de imóvel firmado anteriormente a esse prazo.

Tal entendimento está em linha, inclusive, com o racional utilizado pela Diretora Flávia Perlingeiro em sua manifestação de voto no âmbito do precedente supra para justificar seu entendimento de que custos e despesas diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos ocorridos nos 24 meses anteriores ao encerramento da oferta pública de distribuição seriam elegíveis à destinação de recursos em uma emissão de CRI, defendendo que:

"51. (...)o emprego antecedente de recursos próprios ou de terceiros na destinação a ser objeto de financiamento se concretiza como uma espécie de "adiantamento", já realizado com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI.

52. E é justamente dentro dessa perspectiva que entendo que a estrutura de Reembolso, nos termos descritos na Consulta, não desnatura a destinação necessária para consubstanciar o "crédito imobiliário por destinação", desde que observados os demais elementos também apontados na Consulta, em especial a previsão de prazo razoavelmente próximo à data de encerramento da oferta, de modo a que o direcionamento prévio de recursos possa ser tido na essência como um adiantamento(...)".

Dessa forma, parcelas já pagas ou a serem pagas referentes a uma aquisição imobiliária ocorrida anteriormente ao prazo estabelecido como possível pela decisão supra não seriam elegíveis à destinação de recursos de emissão de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação. Se o referido prazo de 24 meses não fosse limitador para as datas das aquisições imobiliárias, mas sim para as datas das parcelas pagas no âmbito de tais aquisições, CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação poderiam eventualmente estar vinculados a transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo, podendo se afastar, assim, dos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Cabe ressaltar que o credor de transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo estaria sempre habilitado a ceder os créditos imobiliários oriundos de tais transações para lastrear uma emissão de CRI, uma vez que é possuidor desses créditos e essa operação seria lastreada em créditos imobiliários assim considerados pela sua origem, e não pela sua destinação. Nesse tipo de operação, a qual podemos chamar de CRI tradicional, não importa a destinação que o credor dos créditos imobiliários dá aos recursos obtidos, o que não acontece nos CRI como o do presente caso, onde seu lastro só é considerado crédito imobiliário quando a destinação atende às balizas impostas pela CVM para esse tipo de operação.

Por fim, cabe mencionar que, nos termos do § 1º-C do art. 1º da Lei nº 12.431/11, "*o procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte quatro) meses da data de encerramento da oferta pública*", ou seja, a redação do dispositivo do qual o prazo de 24 meses contido no precedente supra foi retirado prevê que se o reembolso for para pagar dívida, como ocorre no presente caso, tal dívida, ou seja, a transação que a ela deu origem, tem que ter ocorrido dentro do referido prazo.

Por todo o acima exposto, solicitamos alterar o lastro da operação observando o entendimento contido na presente exigência, ajustando toda a documentação da Oferta naquilo que couber."

3. Ressalta-se que o Recurso foi encaminhado à CVM 9 dias úteis após o recebimento, pelo Ofertante, do Ofício-Conjunto 50, ou seja, observando o prazo previsto no inciso I da Deliberação CVM 463.
4. Ademais, quanto ao efeito suspensivo solicitado, o mesmo foi concedido por esta área técnica em 16/09/2019, por meio do Ofício nº 298/2019 /CVM/SRE/GER-1 (documento 0841402).
5. A fim de analisar o Recurso, 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

6. A Oferta prevê a distribuição inicial de até 480.000 CRI, podendo atingir até 537.600 CRI, considerando a opção de distribuição de lote adicional, que poderia ser de até 57.600 CRI, de acordo com as limitações impostas pelo lastro da operação.
7. O valor nominal unitário de cada CRI é de R\$ 1.000,00, e o valor máximo da Oferta é de até R\$ 537.600.000,00.
8. Os CRI são lastreados em direitos creditórios representados por debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie quirografária, emitidas pela Br Properties S.A. ("Devedora"), sociedade anônima com registro de companhia aberta junto à CVM na categoria A.
9. 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.
10. A estrutura atual da Oferta prevê que os CRI sejam ofertados a investidores em geral, incluindo investidores qualificados ou não.
11. Ademais, será constituído o regime fiduciário sobre os títulos que comporão o lastro dos CRI, tendo como agente fiduciário a Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. Não serão constituídas quaisquer garantias sobre os CRI, nem sobre as debêntures que constituirão seu lastro.
12. A documentação da Oferta prevê que os recursos captados serão destinados, até a data de vencimento das debêntures lastro, "*prioritariamente, para o pagamento e/ou pré pagamento, conforme o caso, ao Opportunity Fundo de Investimento Imobiliário, inscrito no CNPJ sob o nº 01.235.622/0001-61, ao qual não possui qualquer relacionamento societário com a Devedora, das parcelas do preço de aquisição, incluindo os valores relativos ao saldo devedor, acrescido da atualização monetária, dos juros remuneratórios e de eventuais multas contratuais, conforme aplicável, pela Devedora, do imóvel Edifício Passeio, sendo que eventual saldo remanescente dos recursos líquidos obtidos pela Devedora com as Debêntures serão integralmente destinados para o reembolso das parcelas vencidas e adimplidas pela Devedora [dentro do período compreendido entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019].*"
13. 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 15/09/2025).
14. A partir da data de integralização dos CRI, tais títulos farão jus a juros remuneratórios incidentes sobre o valor nominal unitário correspondentes a 105% da variação acumulada da Taxa DI, que serão pagos aos titulares dos CRI em 12 parcelas semestrais, enquanto que a amortização dos referidos títulos se dará em 2 parcelas, 50% um ano antes do vencimento e os outros 50% no vencimento.
15. 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 0825100):



"Onde:

- 1) A Devedora celebrará a Escritura de Emissão de Debêntures, a qual prevê a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ação, em série única, da espécie quirografária, para colocação privada da Devedora, a serem subscritas pela Emissora;
- 2) Por meio da Escritura de Emissão de CCI, celebrada pela Emissora, na qualidade de titular dos Créditos Imobiliários, a Emissora emitirá uma CCI integral, para representar os Créditos Imobiliários, nos termos da Lei 10.931, de acordo com as condições ali previstas;
- 3) A Emissora, por sua vez, vinculará a totalidade dos Créditos Imobiliários, representado pela CCI, aos CRI, por meio do Termo de Securitização, celebrado entre a Emissora e o Agente Fiduciário, nos termos da Lei nº 9.514, da Instrução CVM 400 e demais disposições legais aplicáveis. A Emissora emitirá os CRI com lastro no Crédito Imobiliário, os quais serão distribuídos pelo

Coordenador Líder aos Investidores, em regime de melhores esforços de colocação, sem prejuízo do Compromisso de Subscrição;
 4) A Emissora receberá o valor de integralização dos CRI pelos investidores, a cada Data de Integralização;
 5) A Emissora pagará o valor de integralização das Debêntures em favor da Devedora, a cada Data de Integralização; e
 6) O pagamento da amortização e Remuneração das Debêntures serão realizados diretamente na Conta do Patrimônio Separado, conforme cronograma abaixo e vertidos aos Investidores."

II. Alegações da Ofertante

16. Em 13/09/2019, em face da exigência mencionada no parágrafo 2º acima, a Ofertante protocolou expediente apresentando suas alegações quanto à observância da regulamentação aplicável no que tange ao lastro da presente operação, nos seguintes termos:

"(...)

1 Cabimento e Tempestividade

1.1 O presente Recursos é interposto, nos termos da Deliberação CVM 463, em face da exigência constante do item 3.8.11, manifestada pela SRE por meio do Ofício.

1.2 Os Recorrentes receberam o Ofício em 2 de setembro de 2019, via correio eletrônico. Portanto, o Recurso ora interposto, nesta data, é tempestivo, uma vez que foi respeitado o prazo regulamentar aplicável de 15 (quinze) dias estabelecido no inciso I da Deliberação CVM 463.

2 Introdução

2.1 O presente Recurso visa demonstrar que, diferentemente do que se sustenta no Ofício, a Oferta e, conseqüentemente, a emissão dos CRI se enquadra em todos os requisitos exigidos pela legislação e pela regulamentação aplicável, incluindo, sem qualquer limitação, a Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, conforme em vigor ("**Lei nº 9.514**"), a Instrução desta D. CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme em vigor ("**Instrução CVM 400**"), a Instrução desta D. CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, conforme em vigor ("**Instrução CVM 414**") e o OFÍCIO-CIRCULAR CVM/SRE Nº 02/19, de 27 de fevereiro de 2019 ("**Ofício Circular**").

3 Síntese dos Fatos

3.1 Estrutura da Oferta

3.1.1 Os Recorrentes, em conjunto com a **BR PROPERTIES S.A.**, sociedade por ações com registro de emissor de valores mobiliários perante esta D. CVM, com sede na cidade de São Paulo, estado de São Paulo, na Avenida das Nações Unidas, nº 12.495, Centro Empresarial Berrini, Torre A – Torre Nações Unidas, 18º andar, escritório 181, inscrita no CNPJ sob o nº 06.977.751/0001-49 ("**Devedora**"), estruturaram a presente Oferta e emissão de CRI. Os créditos imobiliários que serão vinculados aos CRI serão representados por 1 (uma) cédula de crédito imobiliário ("**CCI**"), representativa dos direitos de crédito decorrentes das debêntures emitidas pela Devedora, no termos do "*Instrumento Particular de Escritura da Décima Terceira Emissão de Debêntures Simples, Não Conversíveis em Ações, em Série Única, da Espécie Quirografária, para Colocação Privada da BR Properties S.A.*", datado de 21 de agosto de 2019 ("**Escritura de Emissão de Debêntures**"), integralmente subscritas pela Emissora, a qual emitiu a CCI nos termos do "*Instrumento Particular de Emissão de Cédula de Créditos Imobiliários, sem Garantia Real Imobiliária, sob a Forma Escritural e Outras Avenças*" ("**Escritura de Emissão de CCI**"), celebrado em 21 de agosto de 2019. A Emissora pretende vincular a totalidade dos créditos imobiliários, representados integralmente pela CCI, aos CRI, por meio do Termo de Securitização.

3.1.2 Os Créditos Imobiliários consistem nos direitos de crédito decorrentes das Debêntures, com valor de principal de R \$537.600.000,00 (quinhentos e trinta e sete milhões e seiscentos mil reais), na Data de Emissão da CCI (conforme definido no Prospecto Preliminar), que deverão ser pagos pela Devedora, acrescidos da Remuneração das Debêntures (conforme definido no Prospecto Preliminar), bem como todos e quaisquer outros encargos devidos por força da Escritura de Emissão de Debêntures em relação às Debêntures ("**Créditos Imobiliários**").

3.1.3 Por meio do Termo de Securitização, a Emissora instituirá o regime fiduciário sobre os Créditos Imobiliários representados pela CCI e a conta do Patrimônio Separado, na forma dos artigos 9º e 10º da Lei nº 9.514, com a consequente constituição do Patrimônio Separado. Os Créditos Imobiliários representados pela CCI permanecerão separados e segregados do patrimônio comum da Emissora, até que se complete o resgate da totalidade dos CRI.

3.1.4 Segue abaixo o fluxograma das etapas da estrutura da securitização dos Créditos Imobiliários, por meio da emissão dos CRI, acompanhado de legenda identificando o fluxo financeiro e as partes envolvidas (desde a Devedora originadora dos Créditos Imobiliários até o investidor Titular de CRI):



Onde:

(1) a Devedora celebrará a Escritura de Emissão de Debêntures, a qual prevê a emissão de debêntures simples, não conversíveis em ação, em série única, da espécie quirografária, para colocação privada da Devedora, a serem subscritas pela Emissora;

- (2) por meio da Escritura de Emissão de CCI, celebrada pela Emissora, na qualidade de titular dos Créditos Imobiliários, a Emissora emitirá uma CCI integral, para representar os Créditos Imobiliários, nos termos da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, conforme em vigor, de acordo com as condições ali previstas;
- (3) a Emissora, por sua vez, vinculará a totalidade dos Créditos Imobiliários, representado pela CCI, aos CRI, por meio do Termo de Securitização, celebrado entre a Emissora e o Agente Fiduciário, nos termos da Lei nº 9.514, da Instrução CVM 400 e demais disposições legais aplicáveis. A Emissora emitirá os CRI com lastro no Crédito Imobiliário, os quais serão distribuídos pelo Coordenador Líder aos Investidores, em regime de melhores esforços de colocação, sem prejuízo do Compromisso de Subscrição (conforme definido no Prospecto Preliminar);
- (4) a Emissora receberá o valor de integralização dos CRI pelos investidores, a cada Data de Integralização;
- (5) a Emissora pagará o valor de integralização das Debêntures em favor da Devedora, a cada Data de Integralização; e
- (6) o pagamento da amortização e Remuneração das Debêntures serão realizados diretamente na Conta do Patrimônio Separado, conforme cronograma previsto no Prospecto Preliminar e vertidos aos Investidores.

3.2 Destinação dos Recursos

3.2.1 Os recursos líquidos obtidos pela Devedora com as Debêntures serão integralmente destinados, até a data de vencimento das Debêntures, prioritariamente, para o pagamento e/ou o pré pagamento, conforme o caso, ao Opportunity Fundo de Investimento Imobiliário, inscrito no CNPJ sob o nº 01.235.622/0001-61 (“**Opportunity**”)^[1], desenvolvedor do imóvel objeto de aquisição, das parcelas vencidas do preço de aquisição do imóvel Edifício Passeio, sendo que eventual saldo remanescente dos recursos líquidos obtidos pela Devedora com as Debêntures será integralmente destinado para o reembolso das parcelas vencidas e adimplidas pela Devedora, desde 15 dezembro de 2018 (“**Preço de Aquisição**”), conforme descrito na Seção “3.4 Destinação de Recursos” do Prospecto Preliminar e no **Anexo VIII** ao Termo de Securitização, nos termos do Capítulo II da “*Escritura de Venda e Compra com Pacto Adjeto de Alienação Fiduciária em Garantia*” lavrada no livro 7928, fls. 005/027, do 17º Ofício e Notas da Capital, estado do Rio de Janeiro (“**Escritura de Venda e Compra**”).

3.3 Pedido de Análise Prévia à ANBIMA

3.3.1 Em 12 de julho de 2019, os Recorrentes apresentaram à ANBIMA, no exercício das prerrogativas que lhe foram conferidas por esta D. CVM, nos termos da Instrução desta D. CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, conforme em vigor (“**Instrução CVM 471**”), por meio do convênio celebrado entre esta D. CVM e a ANBIMA para esse fim em 20 de agosto de 2008, conforme aditado de tempos em tempos, e do Manual ANBIMA de Convênios, conforme em vigor, pedido de análise prévia do pedido de registro da Oferta, nos termos da Instrução CVM 400 e do “*Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Estruturação, Coordenação e Distribuição de Ofertas Públicas de Valores Mobiliários e Ofertas Públicas de Aquisição de Valores Mobiliários*”, conforme em vigor (“**Código ANBIMA**”), por meio do procedimento simplificado para registro de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários instituído pela Instrução CVM 471, nos termos do Código ANBIMA e do Manual ANBIMA de Convênios.

3.3.2 Após a realização da análise prévia da Oferta, pela ANBIMA, a ANBIMA realizou o protocolo do pedido de registro da Oferta junto a esta D. CVM, nos termos previstos na Instrução CVM 471 e no Manual ANBIMA de Convênios, no dia 22 de agosto de 2019.

3.4 Exigência presente no Ofício

3.4.1 Nos termos do Ofício em questão, esta D. CVM, por meio da SRE, apresentou a seguinte exigência no item 3.8.11:

“3.8.11. Verifica-se da documentação da Oferta que os recursos a serem obtidos por meio da presente emissão serão destinados, até o vencimento dos CRI e das debêntures que constituem seu lastro, para pagamento e/ou pré pagamento, ao Opportunity FII, de “parcelas do preço de aquisição, incluindo os valores relativos ao saldo devedor, acrescido da atualização monetária, dos juros remuneratórios e de eventuais multas contratuais, conforme aplicável, pela Devedora, do imóvel Edifício Passeio, sendo que eventual saldo remanescente dos recursos líquidos obtidos pela Devedora com as Debêntures serão integralmente destinados para o reembolso das parcelas vencidas e adimplidas pela Devedora(...) dentro do período compreendido entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019.”

Sobre a possibilidade de emissão de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação, entendemos que os recursos oriundos da emissão devem ser direcionados para pagamento de custos e despesas diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, previamente identificados na documentação da oferta.

Ademais, entendemos a aquisição, construção e/ou reforma dos imóveis em questão são eventos que devem ocorrer dentro do prazo permitido pela regulamentação aplicável para que ocorra a efetiva destinação dos recursos oriundos de uma emissão de CRI desse tipo.

*Nesse sentido, considerando a Decisão do Colegiado da CVM de 02/07/2019 (no âmbito do Processo CVM nº 19957.001522/2017-12), só seria possível a destinação de recursos oriundos de uma emissão de CRI a custos e despesas diretamente atinentes à aquisição de imóveis específicos **nos casos em que tal aquisição tenha ocorrido no prazo compreendido entre os 24 meses anteriores ao encerramento da oferta e o vencimento dos CRI**, não sendo elegível à referida destinação de recursos quaisquer parcelas referentes a um contrato de compra e venda ou de financiamento de imóvel firmado anteriormente a esse prazo.*

Tal entendimento está em linha, inclusive, com o racional utilizado pela Diretora Flávia Perlingeiro em sua manifestação de voto no âmbito do precedente supra para justificar seu entendimento de que custos e despesas diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos ocorridos nos 24 meses anteriores ao encerramento da oferta pública de distribuição seriam elegíveis à destinação de recursos em uma emissão de CRI, defendendo que:

“51. (...)o emprego antecedente de recursos próprios ou de terceiros na destinação a ser objeto de financiamento se concretiza como uma espécie de “adiantamento”, já realizado com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI.

52. E é justamente dentro dessa perspectiva que entendo que a estrutura de Reembolso, nos termos descritos na Consulta, não desnatura a destinação necessária para substanciar o “crédito imobiliário por destinação”, desde que observados os demais elementos também apontados na Consulta, em especial a previsão de prazo razoavelmente próximo à data de encerramento da oferta, de modo a que o direcionamento prévio de recursos possa ser tido na essência como um adiantamento(...)”.

Dessa forma, parcelas já pagas ou a serem pagas referentes a uma aquisição imobiliária ocorrida anteriormente ao prazo estabelecido como possível pela decisão supra não seriam elegíveis à destinação de recursos de emissão de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação. Se o referido prazo de 24 meses não fosse limitador para as datas das aquisições imobiliárias, mas sim para as datas das parcelas pagas no âmbito de tais aquisições, CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação poderiam eventualmente estar vinculados a transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo, podendo se afastar, assim, dos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

Cabe ressaltar que o credor de transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo estaria sempre habilitado a ceder os créditos imobiliários oriundos de tais transações para lastrear uma emissão de CRI, uma vez que é possuidor desses créditos e essa operação seria lastreada em créditos imobiliários assim considerados pela sua origem, e não pela sua destinação. Nesse tipo de operação, a qual podemos chamar de CRI tradicional, não importa a destinação que o credor dos créditos imobiliários dá aos recursos obtidos, o que não acontece nos CRI como o do presente caso, onde seu lastro só é considerado crédito imobiliário quando a destinação atende às balizas impostas pela CVM para esse tipo de operação.

Por fim, cabe mencionar que, nos termos do § 1º-C do art. 1º da Lei nº 12.431/11, “o procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses da data de encerramento da oferta pública”, ou seja, a redação do dispositivo do qual o prazo de 24 meses contido no precedente supra foi retirado prevê que se o reembolso for para pagar dívida, como ocorre no presente caso, tal dívida, ou seja, a transação que a ela deu origem, tem que ter ocorrido dentro do referido prazo.

Por todo o acima exposto, solicitamos alterar o lastro da operação observando o entendimento contido na presente exigência, ajustando toda a documentação da Oferta naquilo que couber.”.

3.4.2 Apesar de compreender as legítimas preocupações desta D. CVM com a devida adequação da Oferta aos normativos aplicáveis, os Recorrentes entendem que a Emissão e a estrutura pretendida para a Oferta atendem a todos requisitos legais e regulatórios aplicáveis, motivo pelo qual apresentam o presente Recurso pelas razões a seguir.

4 Mérito

4.1 Introdução: A Lei nº 9.514

4.1.1 Inicialmente, cabe apresentar breves comentários sobre a Lei nº 9.514, tendo em vista que o não atendimento aos objetivos da referida lei foi apontado por esta D. CVM como um dos argumentos à exigência apresentada por meio do Ofício.

4.1.2 A Lei nº 9.514 foi editada em importante momento do mercado financeiro e imobiliário brasileiro, com o objetivo de fomentar o mercado imobiliário, gerando novas formas de captação de recursos adicionais ao Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo e ao Fundo Garantidor do Tempo de Serviço, os quais servem de base para o Sistema Financeiro de Habitação. Especificamente nos termos do item 12 da Exposição de Motivos Interministerial nº 32/MPO-MF, de 9 de junho de 1997, que fundamenta os objetivos do projeto de lei de seu origem à Lei nº 9.514: [2]

“O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes de desregulamentação da economia e modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva. Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado de financiamento imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização.”

4.1.3 Neste cenário de escassez de recursos, criou-se um novo marco regulatório por meio do qual visava fomentar não apenas a habitação, mas sim o mercado imobiliário em geral, inclusive os empreendimentos de base imobiliária. Naquela época, o mercado imobiliário ansiava por instrumentos de captação de recursos para empreendimentos imobiliários em geral e não apenas para empreendimentos habitacionais, haja vista a falta de alternativas de *fundng* para empreendimentos de base imobiliária, conforme se verifica do trecho abaixo, extraído do dossiê do Projeto de Lei nº 3.242 de 1997: [3]

“Com a consolidação em curso da estabilização macroeconômica e o crescimento populacional, vem aumentando não só a demanda por imóveis residenciais, mas também por imóveis não residenciais, sobretudo nos centros urbanos maiores. São necessidades variadas: mais escolas, hospitais, consultórios médicos, shopping centers etc. Adicionalmente, a terceirização da economia faz crescer o número de empresas de pequeno e médio portes, que necessitam de instalações e reformas para seu funcionamento.”

4.1.4 Assim, introduziu-se no ordenamento jurídico brasileiro dois instrumentos que revolucionaram a forma de concessão de financiamentos envolvendo imóveis no Brasil, sendo eles:

(i) a alienação fiduciária de bem imóvel, que já integrava o ordenamento jurídico brasileiro quanto aos bens móveis

e foi regulamentada na Lei nº 9.514 para atender aos anseios do mercado financeiro por um instrumento mais célere, seguro e moderno para constituição de garantias em operações envolvendo bens imóveis; e

(ii) os certificados de recebíveis imobiliários, que introduziram no ordenamento brasileiro instrumento há muito utilizado em outras jurisdições para viabilizar o acesso da poupança popular a operações lastreadas em negócios imobiliários, por meio do mercado de capitais. Para tanto, foram também criadas as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, as quais operam mediante aquisição de créditos imobiliários e vinculação a uma emissão de valores mobiliários, portanto, securitizando tais créditos imobiliários e colocando estes valores mobiliários para negociação no mercado financeiro e de capitais.

4.2 Requisitos dos CRI nos termos da Lei nº 9.514

4.2.1 Ao criar os CRI, a Lei nº 9.514 limitou-se a dispor que o CRI é um título de crédito lastreado em créditos imobiliários, sem sua conceituação, e estabeleceu: (i) as características que os CRI devem possuir[4]; e (ii) os elementos que devem constar do Termo de Securitização através do qual os créditos imobiliários são vinculados à emissão dos CRI[5].

4.2.2 Pela análise da documentação da Oferta bem como pelos demais motivos e argumentos abaixo apresentados, resta claro que tanto as características dos CRI quanto do Termo de Securitização foram devidamente atendidas.

4.3 Escritura de Venda e Compra

4.3.1 Por meio da Escritura de Venda e Compra, celebrada em 15 de dezembro de 2016 entre o Opportunity e a Devedora, o Opportunity vendeu à Devedora o Edifício Passeio pelo preço ajustado de R\$ 715.000.000,00 (setecentos e quinze milhões de reais), o qual seria pago da seguinte forma:

(i) R\$ 301.750.000,00 (trezentos e um milhões, setecentos e cinquenta mil reais) na data de assinatura da Escritura de Venda e Compra, em moeda corrente nacional;

(ii) R\$ 28.000.000,00 (vinte e oito milhões de reais) na data de assinatura da Escritura de Venda e Compra, mediante a entrega pela Devedora ao Opportunity de uma nota promissória representativa dessa quantia (sendo os valores relativos ao item (i) acima e a este item (ii), definidos em conjunto como “Parcela a Vista”); e

(iii) o saldo do preço no valor de R\$ 385.250.000,00 (trezentos e oitenta e cinco milhões, duzentos e cinquenta mil reais), em 120 (cento e vinte) parcelas mensais no valor de R\$ 5.043.962,60 (cinco milhões, quarenta e três mil, novecentos e sessenta e dois reais e sessenta centavos), já acrescidos de taxa de juros de 7% (sete por cento) ao ano, de acordo com a Tabela Price e a serem atualizados mensalmente pela variação positiva do IGP-M, vencendo-se a primeira parcela em 15 de dezembro de 2018 e as demais nos mesmos dias dos meses subsequentes (“Parcela a Prazo”).

4.3.2 De acordo com a sistemática de pagamento do preço de aquisição prevista na Escritura de Venda e Compra, não houve pagamento do saldo devedor da Parcela a Prazo durante os primeiros 24 (vinte e quatro) meses contados a partir da data de assinatura da Escritura de Venda e Compra, sendo o saldo da Parcela a Prazo atualizado monetariamente e acrescido dos juros remuneratórios previstos na Escritura de Venda e Compra durante este período.

4.3.3 Além disso, nos termos da Escritura de Venda e Compra, é permitido à Devedora, a qualquer tempo, realizar o pré pagamento total ou parcial do saldo devedor da Escritura de Venda e Compra, atualizado monetariamente e acrescido dos juros remuneratórios até a data do pré pagamento, observados os termos previstos na Escritura de Venda e Compra.

4.3.4 Cabe aqui destacar que a Devedora não possui nenhum vínculo societário, seja direto ou indireto, com o Opportunity. Trata-se, portanto, de legítima operação de compra e venda imobiliária entre partes independentes e não relacionadas. Cabe destacar também que não houve nenhum tipo de aditamento aos termos e condições da Escritura de Venda e Compra para adaptá-la à presente operação de securitização. Ou seja, não foi criado qualquer tipo de elemento artificial em relação à aquisição imobiliária para que, de alguma forma, se enquadrasse como possível destinação dos recursos. Tanto as parcelas de pagamento do preço de aquisição, como sua forma de atualização, são os termos originalmente previstos na Escritura de Venda e Compra quando da sua celebração, por instrumento público, em 15 de dezembro de 2016.

4.4 Pagamento da Parcela a Prazo da Escritura de Venda e Compra

4.4.1 Cumpre ressaltar que, nos termos da Escritura de Emissão de Debêntures, do Termo de Securitização e do Prospecto Preliminar, os recursos líquidos obtidos pela Devedora com as Debêntures serão integralmente destinados, especificamente, da seguinte forma:

Forma de Utilização dos Recursos das Debêntures no Edifício Passeio

Empreendimento Imobiliário	Edifício Passeio
Uso dos Recursos	Aquisição
Gastos já realizados até julho/19 (inclusive) (A)	R\$ 46.301.697,06
Gastos necessários a partir de agosto/19 (inclusive) (B)	R\$ 494.427.926,86
Orçamento Total previsto (C=A+B)	R\$ 540.729.623,93
Valor Máximo de recursos obtidos com a emissão das Debêntures a serem alocados conforme cronograma constante da Escritura de Emissão de Debêntures	R\$ 537.600.000,00
Percentual do valor estimado de recursos das Debêntures	100,00%



4.4.2 O montante indicado na coluna “*Gastos já realizados até julho/19 (inclusive) (A)*” da tabela acima é referente ao somatório dos valores pagos pela Devedora em decorrência das parcelas devidas e pagas entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019.

4.4.3 O montante indicado na coluna “*Gastos necessários a partir de agosto/19 (inclusive) (B)*” da tabela acima é referente ao saldo devedor das Parcelas a Prazo, nos termos da Escritura de Venda e Compra, calculado na data de assinatura da Escritura de Emissão de Debêntures, sendo este valor, inclusive, contabilizado nas demonstrações financeiras da Devedora como “*Obrigações por aquisição de imóvel*”, conforme previsto na nota explicativa nº 10 das informações financeiras trimestrais da Devedora relativas ao período encerrado em 30 de junho de 2019:

10 Outros passivos circulantes e não circulantes

	Controladora		Consolidado	
	30/06/2019	31/12/2018	30/06/2019	31/12/2018
Adiantamento de clientes	51	6.254	51	6.401
Obrigações por aquisição de imóvel (a)	513.607	544.073	513.607	544.073
Provisões de custos e despesas a incorrer	2.489	2.527	2.595	2.788
	516.147	552.854	516.253	553.262
Circulante	37.698	77.972	37.804	78.382
Não Circulante	478.449	474.882	478.449	474.880

(a) Desse valor, (i) R\$493.566 se refere a obrigação por aquisição do imóvel Edifício Passeio ocorrida em 15 de dezembro de 2016. O pagamento será efetuado da seguinte forma: R\$28.000 através de uma nota promissória, e o saldo de R\$385.250 em 120 parcelas com vencimentos mensais e sucessivos no valor de R\$3.043, cada uma, já acrescidas de juros de 7% ao ano com vencimento da primeira parcela ocorrido em 15 de dezembro de 2018, restando R\$3.000 que deverá ser pago em única parcela, após o cumprimento de determinadas condições contratuais; (ii) R\$20.041 se refere a obrigação por aquisição de demais propriedades que serão pagas após o cumprimento de determinadas condições contratuais.

4.4.4 Com isso, resta claro que a destinação dos recursos, pela Devedora, se dará de duas formas:

- (i) **prioritariamente** para o pagamento das Parcelas a Prazo, ou seja, despesas e gastos imobiliários futuros (conforme valor indicado acima na coluna “*Gastos necessários a partir de agosto/19 (inclusive) (B)*” da tabela acima); e
- (ii) **eventual saldo remanescente dos recursos captados, se houver**, para reembolso das Parcelas a Prazo já pagas pela Devedora, sendo certo que tais parcelas foram pagas pela Devedora entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019.

4.4.5 Neste sentido, reforçamos que o Preço de Aquisição referido na documentação da Oferta refere-se, exclusivamente, ao saldo devedor da Parcela a Prazo, o qual, nos termos da Escritura de Venda e Compra, é composto por parcelas vencidas e vincendas, todas devidas após o período de carência, ou seja, parcelas do preço de aquisição de imóvel com vencimento a partir de 15 de dezembro de 2018 e que foram ou serão pagas de acordo com os termos da Escritura de Venda e Compra.

4.4.6 Assim, a presente estrutura permite que o Opportunity, com o pré pagamento do Preço de Aquisição, receba os recursos de forma antecipada, nos termos previstos na Escritura de Venda e Compra, os quais poderão ser imediatamente reinvestidos no mercado imobiliário. Além disso, o pré pagamento do Preço de Aquisição permite que a Devedora reduza significativamente seu custo financeiro, uma vez que a Parcela a Prazo é atualizada monetariamente pelo IGP-M e possui juros remuneratórios equivalentes a 7% (sete por cento) ao ano, o que, na presente data, seria equivalente a 11% (onze por cento) ao ano, enquanto que o custo médio dos demais empréstimos da Devedora é de 9,5% ao ano, o que permitiria novos investimentos pela Devedora no mercado imobiliário. Dessa forma, o novo fluxo financeiro estabelecido pelo CRI e pela emissão das Debêntures, além de reduzir o custo financeiro para a Devedora, disponibiliza capital próprio da Devedora para novos investimentos no mercado imobiliário.

4.5 Possibilidade de Reembolso de Custos e Despesas

4.5.1 Conforme mencionado acima, eventual saldo remanescente dos recursos líquidos obtidos pela Devedora com as Debêntures será integralmente destinado para o reembolso das parcelas do Preço de Aquisição, vencidas e adimplidas pela Devedora. Ressaltamos que a documentação da Oferta deixa claro que, na data de assinatura da Escritura de Emissão de Debêntures, as parcelas que serão objeto de reembolso foram pagas pela Devedora entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019.

4.5.2 No âmbito do Processo SEI 19957.001522/2017-12, que tratou especificamente de consulta sobre a possibilidade de estruturação de CRI com lastro em crédito imobiliário que envolva reembolso de despesas já incorridas no setor imobiliário (“**Consulta Formal**”), o Colegiado desta D. CVM, por unanimidade, acompanhou a manifestação de voto da Diretora Flávia Perlingeiro, “*pela possibilidade de estruturação de CRIs com lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação, que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas de natureza imobiliária de per si e predeterminadas, diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, exaustivamente indicados na documentação da oferta, incorridas anteriormente à emissão dos CRIs, desde que, nesse caso: (i) sejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento das despesas, a especificação individualizada dos imóveis vinculados aos quais as despesas se referem e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja*

registrado e respectiva matrícula; (ii) tenham sido **incorridas** em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRI; e (iii) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem tais despesas.” (grifo nosso).

4.5.3 Note-se que, implicitamente (uma vez que parece desnecessária a manifestação expressa sobre o ponto), o Colegiado desta D. CVM assumiu que a data de celebração do instrumento que formaliza a obrigação cujo pagamento poderá ser reembolsado, pode ser anterior à data de emissão dos CRI. A questão levantada por esta D. Superintendência parece, neste sentido, estar relacionada ao lapso temporal que representa uma anterioridade razoável para celebração do contrato, entendendo que este prazo deveria ser de até 24 (vinte e quatro) meses contado retroativamente a partir da data de encerramento da Oferta.

4.5.4 Contudo, a discussão sobre a data da celebração do contrato de compra e venda do imóvel parece totalmente irrelevante para fins de atendimento dos objetivos da Lei nº 9.514, que esta D. Superintendência pretende resguardar. De fato, o estímulo ao desenvolvimento do mercado imobiliário, objetivo máximo da Lei nº 9.514, se dá quando uma parte desembolsa recursos para adquirir um imóvel, e a outra parte recebe os recursos em questão, para então, supostamente, reaplica-los no mercado, promovendo a efetiva circulação de bens e recursos.

4.5.5 Nesse sentido, não importa quando o contrato é assinado, mas sim quando os recursos da compra e venda são efetivamente pagos, possibilitando o reinvestimento por aquele que os recebeu. Essa, portanto, parece-nos a melhor interpretação do termo “incorridas”, adotado pelo Colegiado da CVM ao tratar das despesas passíveis de reembolso quando da estruturação de CRI com lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação. Melhor por que mais se coaduna com os princípios e objetivos da lei.

4.5.6 Evidentemente, ainda que a aquisição tenha sido realizada em período anterior aos 24 (vinte e quatro) meses contados da data de encerramento da Oferta, o reembolso somente seria possível, conforme essa interpretação, com relação às parcelas pagas dentro do prazo indicado na decisão da Consulta Formal. Portanto, parece-nos irreal a preocupação demonstrada por esta D. Comissão de que o espectro de operações elegíveis para constituição de lastro para emissão de CRI seria excessivamente alargado com a adoção desse conceito, alegadamente possibilitando o reembolso de “quaisquer parcelas referentes a um contrato de compra e venda ou de financiamento de imóvel firmado anteriormente a esse prazo”.

4.5.7 Ademais, por meio da documentação da Oferta é possível evidenciar com clareza que a presente estrutura atende plenamente os requisitos previstos na Consulta Formal, na medida em que:

(i) o Termo de Securitização, a Escritura de Emissão de Debêntures e o Prospecto Preliminar identificam de forma detalhada todos os valores envolvidos na destinação de recursos, especificando quais valores são objeto de reembolso de despesas e quais serão incorridos após a emissão dos CRI, com a identificação do único imóvel ao qual serão destinados os recursos da Emissão, indicando o Cartório de Registro de Imóveis em que estão registradas as respectivas matrículas;

(ii) conforme detalhado acima, os custos e despesas que serão objeto de reembolso foram **incorridos** entre 15 de dezembro de 2018 e 15 de julho de 2019, ou seja, em prazo inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data estimada para divulgação do Anúncio de Encerramento da Oferta, nos termos constantes da seção “Cronograma Tentativo” do Prospecto Preliminar; e

(iii) nos termos previstos no Termo de Securitização, tendo em vista a obrigação do Agente Fiduciário de verificar, ao longo do prazo dos CRI ou até que os recursos sejam totalmente destinados pela Devedora, o que ocorrer primeiro, o efetivo direcionamento de todo o montante obtido pela Devedora por meio da emissão das Debêntures, a Devedora deverá encaminhar à Securitizadora com cópia ao Agente Fiduciário, semestralmente, até os dias 30 de junho e 31 de dezembro de cada ano, a partir da primeira Data de Integralização e até a: (a) destinação total dos recursos obtidos pela Devedora; ou (b) Data de Vencimento, o que ocorrer primeiro, o Relatório Semestral, informando o valor total destinado até a data de envio do referido relatório, e cópia dos respectivos comprovantes de pagamento das parcelas do Preço de Aquisição constantes da Escritura de Venda e Compra incluindo, mas não se limitando, cópia do(s) comprovante(s) de depósito(s) de pagamento(s) ou de transferência(s) eletrônica(s) de pagamento(s) da(s) parcela(s) do Preço de Aquisição, devido(s) no período e, em caso de pagamento total da dívida cópia do termo de quitação emitido pelo Opportunity.

4.6 Atendimento dos Requisitos Exigidos para os Créditos Imobiliários

4.6.1 O Ofício Circular, em seu item 25, estabelece uma relação exaustiva de requisitos necessários para que determinado crédito seja considerado crédito imobiliário capaz de lastrear uma emissão de CRI por destinação.

4.6.2 A tabela abaixo sistematiza o pleno atendimento aos requisitos estabelecidos no Ofício Circular:

Requisito Ofício Circular	Atendimento e referência
(i) seja incluída na documentação da oferta relação exaustiva dos imóveis para os quais serão destinados os recursos oriundos da emissão, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do artigo 8º da Lei nº 9.514;	Conforme Tabela III.1 do Anexo III, e da Cláusula 4.2, ambas da Escritura de Emissão de Debêntures.
(ii) seja incluída na documentação da oferta a obrigação do Agente Fiduciário de verificar, ao longo do prazo dos CRI (no mínimo semestralmente), o efetivo direcionamento de todo o montante obtido com a emissão para os referidos imóveis;	Conforme Cláusulas 3.1.26.2, 3.1.26.6 e 3.1.26.7 do Termo de Securitização.
(iii) seja incluída na documentação da oferta informação sobre a data limite para que haja a efetiva destinação dos recursos obtidos por meio da emissão, que deverá ser no máximo a data de vencimento dos CRI;	Conforme Tabela III.3 do Anexo III da Escritura de Emissão de Debêntures.
(iv) seja incluído na documentação da oferta cronograma indicativo (montantes e datas) da destinação dos recursos obtidos por meio da emissão aos imóveis vinculados, definindo precisamente um percentual, relativo ao valor total captado na oferta, que será destinado a cada um dos referidos imóveis. Tal cronograma indicativo deverá conter informação sobre a previsão de destinação geral dos recursos oriundos da oferta no mínimo semestralmente, em linha com a periodicidade estabelecida para o acompanhamento pelo Agente Fiduciário;	Conforme Tabela III.3 do Anexo III da Escritura de Emissão de Debêntures.
(v) seja incluída na documentação da oferta informação de que qualquer alteração quanto ao percentual dos recursos obtidos com a emissão a serem destinados a cada um dos imóveis vinculados deverá ser precedido de aditamento ao Termo de Securitização, bem como a qualquer outro documento que se faça necessário;	Conforme Cláusula 4.3 da Escritura de Emissão de Debêntures.
(vi) seja demonstrada a capacidade de se destinar aos imóveis vinculados todo o montante de recursos que será obtido com a emissão, dentro do prazo dos CRI, levando-se em conta, para tal, o montante de recursos até o momento despendido, a necessidade de recursos remanescente de cada um dos referidos imóveis, bem como a destinação de recursos já programada para tais imóveis em função de outros CRI já emitidos;	Conforme nota de rodapé de número 1 inserida na Tabela III.1, constante do Anexo III da Escritura de Emissão de Debêntures, o imóvel Edifício Passeio recebeu recursos da 11ª emissão de debêntures simples da Devedora. Contudo, tais recursos foram destinados exclusivamente para a reforma do Edifício Passeio. A destinação dos recursos prevista na Escritura de Emissão de Debêntures, contudo, estabelece exclusivamente o pagamento (e, eventualmente, o reembolso) das parcelas do Preço de Aquisição do Edifício Passeio, rubrica que comporta a integralidade do montante da Oferta (e o eventual montante decorrente da Opção de Lote Adicional).

4.6.3 Conforme identificado acima, a estrutura atualmente prevista nos documentos da Oferta não só atende em sua integralidade aos requisitos previstos no item 25 do Ofício Circular, como também garante uma segurança ainda maior de que os recursos obtidos pela Devedora com a emissão das Debêntures terão a devida destinação imobiliária.

4.6.4 Considerando que a destinação dos recursos pela Devedora está direcionada ao pagamento do Preço de Aquisição de um único imóvel (o Edifício Passeio), pagamento este que está totalmente consubstanciado na Escritura de Venda e Compra (documento lavrado por meio de escritura pública, com registro no Competente Cartório de Registro de Imóveis, representando obrigação legal, válida, vinculante e exequível da Devedora para o pagamento do Preço de Aquisição), é possível evidenciar com clareza que a presente estrutura corrobora ainda mais o disposto no item 4.6.2(vi) acima, ou seja, a própria Escritura de Venda e Compra comprova a existência do Preço de Aquisição e demonstra da forma mais clara possível a “*capacidade de se destinar ao imóvel vinculado todo o montante de recursos que será obtido com a emissão, dentro do prazo dos CRI*”, exigência feita pelo próprio Ofício Circular.

4.7 Inexistência de limitação legal ou regulatória quanto à data de celebração da Escritura de Venda e Compra

4.7.1 Não há qualquer limitação legal ou regulatória para que os recursos obtidos pela Devedora sejam destinados ao pagamento das parcelas do preço de aquisição do Edifício Passeio pelo fato de que a Escritura de Venda e Compra tenha sido celebrada em 15 de dezembro de 2016. Tanto a Escritura de Venda e Compra quanto os documentos da Oferta detalham que as parcelas do saldo devedor da Parcela a Prazo foram estabelecidas com vencimento futuro, de forma que os gastos só serão devidos pela Devedora, ou seja, só **ocorrerão** efetivamente, nas suas respectivas datas de vencimento, com o efetivo desembolso de recursos pela Devedora, os quais, inclusive, ocorrerão após a Data de Emissão dos CRI.

4.7.2 Nessa linha, tem-se o Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1 (“**Memorando**”), acatado pelo Colegiado desta D. CVM na Reunião nº 32, de 16 de agosto de 2016, o qual analisa os CRI por destinação, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição dos CRI da 1ª série da 5ª emissão da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A., lastreada em debêntures emitidas pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações.

4.7.3 Verifica-se que a preocupação da CVM na modalidade de CRI por destinação, conforme o Memorando, é a correta determinação e a posterior verificação da efetiva aplicação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI na atividade imobiliária:

“Nesse modelo de CRI lastreado em debêntures, tal vinculação deve se dar por meio da destinação dos recursos obtidos com a emissão a imóveis específicos, que deverão estar devidamente identificados no Termo de Securitização.

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.”^[6]

4.7.4 Para que seja possível indicar especificamente os imóveis que receberão os recursos e apresentar a estimativa do montante a ser destinado, é razoável imaginar que existam relações contratuais prévias que possam determinar a vinculação da devedora a tais imóveis e, ainda, às obrigações imobiliárias que serão adimplidas com os recursos provenientes da emissão dos CRI, especialmente nos casos em que a destinação de recursos se dará por meio de aquisição imobiliária.

4.7.5 Certamente, a posterior comprovação da aplicação dos recursos pela devedora, na forma prevista no respectivo termo de securitização, dependerá da verificação realizada pelo agente fiduciário, que irá analisar a documentação comprobatória apresentada pela devedora.

4.7.6 Caso esteja prevista como destinação dos recursos o pagamento de valores referentes à aquisição de determinado imóvel, o qual deverá estar especificamente indicado nos documentos da oferta (conforme o Memorando), pode-se inferir que deverá existir um prévio instrumento contratual de aquisição do imóvel, que preveja o valor e as condições de tais pagamentos, caso contrário, as estimativas dos custos e o cronograma esperado para a destinação de recursos, nos termos exigidos pelo próprio Ofício Circular, nem mesmo poderiam ser incluídos de forma efetivamente fundamentada nos documentos da oferta. A celebração anterior de tal instrumento não prejudica a validade do lastro da emissão dos CRI.

4.7.7 É o que se observa no caso dos CRI da 94ª série da 1ª Emissão da True Securitizadora S.A. (atual denominação da Ápice Securitizadora S.A.) (“**Caso Even**”), lastreado em debêntures emitidas pela Even Construtora e Incorporadora S.A. (“**Even**”), cujo registro foi concedido por esta D. CVM, na qual havia a previsão de que os recursos recebidos pela Even com a emissão das debêntures seriam destinados para utilização em determinados empreendimentos imobiliários, incluindo o “*pagamento de parcelas do valor de aquisição de terrenos ou projeto, desenvolvimento e construção dos Empreendimentos Imobiliários*”^[7].

4.7.8 Os referidos “*empreendimentos imobiliários*” encontram-se descritos na escritura de emissão das debêntures da Even, que lastrearam a referida emissão de CRI, bem como nos demais documentos daquela oferta. Contudo, nenhuma menção é encontrada nos documentos do Caso Even sobre a data da celebração dos instrumentos de aquisição dos terrenos em questão. Isso por que tal informação não era relevante, à época da concessão do registro do Caso Even por esta D. Comissão, assim como não o deveria ser no presente caso.

4.8 Quanto à preocupação sobre a ausência de limitação temporal para o início das transações imobiliárias

4.8.1 Nos termos do Ofício, esta D. CVM, por meio da SRE, sustenta que “*Dessa forma, parcelas já pagas ou a serem pagas referentes a uma aquisição imobiliária ocorrida anteriormente ao prazo estabelecido como possível pela decisão supra não seriam elegíveis à destinação de recursos de emissão de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação. Se o referido prazo de 24 meses não fosse limitador para as datas das aquisições imobiliárias, mas sim para as datas das parcelas pagas no âmbito de tais aquisições, CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação poderiam eventualmente estar vinculados a transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo, podendo se afastar, assim, dos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.*” (grifo nosso).

4.8.2 Ao nosso ver, o argumento desta D. CVM mencionado acima não está em linha com os objetivos da Lei nº 9.514 e nem com a forma em que o mercado imobiliário brasileiro se desenvolve de fato. Isso porque as transações imobiliárias são e serão realizadas sempre em prazos e montantes compatíveis com os negócios imobiliários, com as expectativas de rentabilidade e de acordo com os fluxos de gastos e retornos esperados para o desenvolvimento do mercado. Em razão disso, a preocupação de que os CRI por destinação “*poderiam eventualmente estar vinculados a transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo*” não se sustenta. Se o objetivo máximo da Lei nº 9.514 e desta D. CVM é “*resguardar a promoção do financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro*”, isso deve se dar independentemente do momento em que foi iniciada a transação imobiliária em questão, tendo em vista que ocorrerá sempre de acordo com o funcionamento do mercado imobiliário de forma geral (incluindo no que diz respeito aos prazos apropriados para essas operações).

4.8.3 O conceito acima está totalmente traduzido no racional econômico por trás da celebração da Escritura de Venda e Compra entre a Devedora e o Opportunity, em linha com as demais transações do mercado imobiliário, conforme detalhado abaixo:



4.8.4 No fluxo acima, é importante notar que o mercado imobiliário, essencialmente, desenvolve-se, cresce e é fomentado em um ciclo entre 3 (três) grandes pares principais, quais sejam: (i) terrenistas, as quais detêm espaços disponíveis para desenvolvimento do imóvel; (ii) desenvolvedor imobiliário, o qual adquire espaços disponíveis e constroem/reformam imóveis com intuito de venda; e (iii) proprietário final, que é quem adquire o imóvel desenvolvido para uso ou renda. Consiste em um ciclo que só pode ocorrer de forma bem-sucedida com o pagamento efetivo de uma parte a outra, independentemente da data em que foi celebrada cada uma das transações imobiliárias. Este fato se faz ver de forma muito nítida, por exemplo, nas incorporadoras, que conseguem continuar produzindo unidades na medida em que os projetos vão sendo pagos.

4.8.5 Ressaltamos que o momento em que se iniciou a transação imobiliário em questão não traz qualquer impacto ao disposto na legislação e na regulamentação aplicável, bem como ao entendimento que vem se construindo por esta D. CVM ao longo do tempo quanto à emissão de CRI por destinação. Independentemente da data em que tenha sido celebrado o contrato ou outro documento que embasa a transação imobiliária, ou seja, a data em que referida operação teve início, é certo que a destinação de recursos obtidos por meio dos CRI por destinação sempre se dará em relação aos gastos e despesas incorridos, ou seja, aos montantes desembolsados pelo devedor, dentro do período já permitido por esta D. CVM (qual seja, dentro dos 24 (vinte e quatro) meses que antecedem o encerramento da oferta pública em diante).

4.9 Analogia com outros entendimentos desta D. CVM – exigências para a estruturação de CRA por destinação

4.9.1 Traçando um paralelo com outros entendimentos desta D. CVM, o Ofício Circular exige que os CRA, para que sejam lastreados em direitos creditórios do agronegócio, assim considerados pela sua **destinação**, devem atender a determinados critérios, dentre eles, que “*sejam apresentados os contratos ou outros documentos vigentes entre os terceiros e produtores rurais ou suas cooperativas, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão dos CRA*”. Ou seja, o próprio Ofício Circular exige, no caso de CRA por destinação, que a destinação de recursos pelo terceiro emitente de título de dívida, esteja necessariamente amparado por contratos ou outros documentos com data de celebração anterior à emissão dos CRA, que estejam vigentes e que sejam vinculantes entre as partes, ou seja, naturalmente, contratos celebrados anteriormente à emissão dos CRA, sem qualquer especificação ou limitação quanto ao prazo máximo de anterioridade destes documentos.

4.9.2 Muito embora tal requisito não conste do Ofício Circular também como uma exigência para a emissão de CRI por destinação, muito em razão das características específicas do mercado imobiliário e pelo fato de que a destinação imobiliária compreende, principalmente, as atividades de construção, reforma e aquisição de imóveis, entendemos que não haveria qualquer razão para, no caso de CRA por destinação, a existência de contratos celebrados anteriormente à emissão dos CRA ser um requisito essencial e fundamental, enquanto que, para os CRI por destinação, a existência de contrato que ampara de forma clara e específica a destinação dos recursos no momento da emissão dos CRI ser justamente o fator de limitação para enquadramento do lastro como crédito imobiliário.

4.9.3 A Escritura de Venda e Compra, assim como “*os contratos ou outros documentos vigentes*” exigidos para a emissão de CRA por destinação, comprova a existência de uma relação jurídica de aquisição de imóvel entre a Devedora e o Opportunity. O pagamento das parcelas futuras do Preço de Aquisição, da mesma forma como o pagamento pela aquisição de produtos dos produtores rurais no caso dos CRA por destinação, naturalmente ocorrerá ao longo do tempo, de forma que não há qualquer vinculação da data de celebração do contrato (no caso, a Escritura de Venda e Compra) como limitador para enquadramento deste crédito como crédito imobiliário capaz de lastrear a presente emissão de CRI.

4.9.4 Com isso, é uma exigência do Ofício Circular que existam contratos ou outros documentos vigentes para que se demonstre a capacidade de destinação de recursos no caso de CRA por destinação, que é esperado que estes contratos tenham sido formalizados em momento anterior à emissão dos CRA. **O Ofício Circular não estabelece qualquer limitação temporal para as datas de celebração destes contratos ou outros documentos.** Isso porque, o intuito é que a beneficiária dos recursos seja capaz de, com base na estrutura jurídica e no relacionamento comercial criado com a celebração do contrato ou outro documento, direcionar os recursos obtidos com a emissão dos CRA em momento futuro, que é quando estes gastos e despesas efetivamente ocorrerão, independentemente da data de celebração do contrato que deu origem a esta relação.

4.9.5 O ponto em questão, neste caso, deve estar relacionado ao momento em que o ônus financeiro será suportado pela Devedora, ou seja, o efetivo desembolso de recursos pela Devedora para cumprir com suas obrigações de aquisição imobiliária. Em razão disso, a operação em questão efetivamente beneficia não só à Devedora, a qual, por si só, nos termos do seu objeto social devidamente indicado na Cláusula 3.1 da Escritura de Emissão de Debêntures[8], exerce atividades no mercado imobiliário brasileiro, como também faz com que a Devedora não tenha que utilizar recursos próprios para pagamento de obrigação de aquisição imobiliária, utilizando, para tanto, recursos captados via mercado de capitais, de forma que possa desenvolver outras atividades e fomentar o mercado imobiliário brasileiro.

4.9.6 Sob esta ótica, os gastos e despesas só efetivamente ocorrem, para fins de verificação do aspecto temporal da

destinação de recursos que baliza os requisitos necessários para emissão não apenas de CRA, mas também para CRI, por destinação, no momento específico em que os valores passam a ser devidos pelo emissor do título de dívida que lastreia a emissão, sem qualquer relação com a data em que esta relação foi criada. Caso não fosse, a apresentação de contratos ou outros documentos vigentes entre terceiros e produtores rurais ou suas cooperativas, na forma prevista no Ofício Circular, jamais poderia ser um requisito para a emissão de CRA por destinação, pois, caso fosse aplicado o que está sendo exigido por meio do Ofício, essa relação somente poderia ser existente após a emissão dos CRA por destinação, o que iria diretamente de encontro com o que se busca resguardar por meio do Ofício Circular.

4.10 Reembolso vs. Despesas Futuras

4.10.1 É imperativo que não ocorra uma confusão de dois conceitos bastante distintos que temos nesse caso: (i) o primeiro em relação ao efetivo reembolso de despesas, o qual deve observar o estabelecido pelo Colegiado desta D. CVM por meio da decisão quanto à Consulta Formal; e (ii) o segundo em relação ao enquadramento do lastro da presente emissão de CRI por destinação considerando a destinação de recursos para aquisição imobiliária. O que se percebe pela argumentação desta D. CVM por meio do Ofício é a utilização de diversos conceitos e premissas amplamente debatidos no âmbito da Consulta Formal e que culminaram na decisão relativa à possibilidade de reembolso de despesas em CRI por destinação (especialmente em relação ao prazo estabelecido para tanto), como limitadores para o enquadramento da aquisição imobiliária do Edifício Passeio como crédito imobiliário capaz de lastrear uma emissão de CRI por destinação.

4.10.2 Todas as discussões no âmbito da Consulta Formal se deram com o objetivo de estabelecer a possibilidade ou não de reembolso de despesas no âmbito de CRI por destinação. Este aspecto não é o que se observa como principal ponto de divergência objeto deste Recurso, vez que a data em que se iniciou a transação imobiliária sequer chegou a ser discutida no âmbito da Consulta Formal. A exigência apresentada no item 3.8.11 do Ofício, que é o cerne deste Recurso, trata da base do crédito imobiliário enquanto que a Consulta Formal discutiu a finalidade e o meio da destinação de recursos. Tratam-se, portanto, de conceitos diversos, que exigem análises específicas e cujos fundamentos não necessariamente são os mesmos. A questão do reembolso de despesas é, na verdade, um subconjunto bem mais restrito do grande conceito de crédito imobiliário que se discute aqui.

4.11 Aspectos relativos à Lei nº 12.431

4.11.1 Esta D. CVM, por meio do Ofício, sustenta e exigência formulada citando o parágrafo 1º-C do artigo 1º da Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011 (“**Lei nº 12.431**”), o qual estabelece que “*o procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses da data de encerramento da oferta pública*”. Contudo e conforme exposto acima, referido dispositivo legal faz referência à data base da ocorrência dos gastos, despesas ou dívidas para fins da possibilidade de destinação de recursos.

4.11.2 Assim, traçando um paralelo com as debêntures incentivadas, emitidas nos termos do artigo 2º da Lei nº 12.431, relacionadas à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura (“**Debêntures de Infraestrutura**”), não há qualquer requisito legal ou regulatório que vincule a possibilidade de destinação de recursos obtidos por determinado emissor com Debêntures de Infraestrutura para projetos aprovados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal (“**Projetos Prioritários**”), que tenham sido iniciados há menos de 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da respectiva oferta pública das Debêntures de Infraestrutura. Pelo contrário: o Ministério de Minas e Energia (“**MME**”), por exemplo, por meio da Portaria nº 364, de 13 de setembro de 2017, a qual estabelece os requisitos mínimos necessários para aprovação de determinados projetos no setor de energia elétrica como Projetos Prioritários, exige a indicação do contrato de concessão que embasa o pedido de enquadramento de determinado projeto como Projeto Prioritário.

4.11.3 Ou seja, para as Debêntures de Infraestrutura, nem a data de início do Projeto Prioritário e nem a data de celebração do contrato de concessão que embasa o referido projeto são levadas em consideração para fins da destinação de recursos obtidos pelo emissor. Ainda, considerando a natureza desses Projetos Prioritários, é natural e, inclusive, esperado, que estes projetos se prolonguem por um período relativamente extenso, muito superior ao prazo de 24 (vinte e quatro) meses, por exemplo.

4.11.4 Caso o raciocínio emanado por esta D. CVM por meio do Ofício fosse aplicado também às Debêntures de Infraestrutura, por exemplo, uma vez que o respectivo Projeto Prioritário completasse 24 (vinte e quatro) meses do seu início, ou ainda mais, uma vez que o respectivo contrato de cessão perdurasse por prazo superior a 24 (vinte e quatro) meses, as concessionárias em questão não poderiam captar quaisquer outros recursos por meio da emissão de Debêntures de Infraestrutura via mercado de capitais. Isso porque, o que se espera é que todos os gastos, despesas ou dívidas que serão objeto da destinação de recursos pelo emissor das Debêntures de Infraestrutura sejam, evidentemente, relacionados ao contrato de concessão já celebrado e/ou ao Projeto Prioritário já iniciado. Dessa forma, vincular o prazo de 24 (vinte e quatro) meses previsto no parágrafo 1º-C do artigo 1º da Lei nº 12.431 à data de celebração do contrato de concessão e/ou a data de início do Projeto Prioritário (da mesma forma como esta D. CVM sugere que seja aplicado à presente emissão de CRI) inviabilizaria o financiamento da maior parte das fases dos projetos de infraestrutura que a Lei nº 12.431 visa incentivar. Ou seja, claramente, não é o real intuito da lei.

5 Conclusão

5.1 Os CRI da presente emissão têm como lastro Debêntures de emissão da Devedora, de forma que os recursos obtidos por esta serão integralmente utilizados para pagamento do Preço de Aquisição do Edifício Passeio, representado pela Parcela a Prazo da Escritura de Venda e Compra, ou seja, essencialmente para a aquisição imobiliária.

5.2 Sobre os mais diferentes aspectos que se possa analisar a presente Emissão, *vis a vis* não apenas outros precedentes de CRI por destinação, como também outras operações estruturadas que utilizam conceitos semelhantes, é possível evidenciar de forma clara que a presente estrutura é totalmente aderente ao que preceitua a regulamentação e a legislação aplicável.

5.3 Assim, entendemos que a presente Oferta estimula o mercado imobiliário brasileiro, na medida em que fomenta o desenvolvimento das atividades da Devedora, cujo objeto social é essencialmente imobiliário, preenchendo todos os requisitos exigidos para a securitização de créditos imobiliários. A data de celebração da Escritura de Venda e Compra não deve ser considerada como a ocorrência dos gastos e despesas que serão objeto da destinação de recursos em questão. Do fato de vista de substância, o fato gerador dos gastos e despesas é, de fato, o efetivo desembolso de recursos pela Devedora.

5.4 Frisamos que o principal objeto de discussão deste Recurso é, na verdade, o enquadramento de determinado crédito como crédito imobiliário, capaz de lastrear uma emissão de CRI por destinação. Não seria prudente, portanto, buscar adaptar e transportar ao presente caso todos os conceitos, premissas e requisitos debatidos para o reembolso de despesas em CRI por destinação no âmbito da Consulta Formal, conforme sedimentados pelo Colegiado desta D. CVM, uma vez que envolvem discussões e matérias distintas e que não deveriam ser confundidas.

6 Efeito Suspensivo

6.1 Tendo em vista a presença de *fumus boni iuris*, por tudo que se demonstrou acima, bem como o justo receio dos Recorrentes de prejuízo de difícil e incerta reparação decorrente da execução da decisão quanto ao presente Recurso, tendo em vista que o cumprimento integral das exigências constantes do Ofício não se demonstra possível em razão do item 3.8.11 do referido Ofício, os Recorrentes requerem, ainda a **concessão imediata de efeito suspensivo** ao presente feito em relação ao prazo para cumprimento das exigências formuladas por esta D. CVM por meio do Ofício, até a apreciação do presente Recurso por essa SRE (em juízo de reconsideração) ou pelo E. Colegiado desta D. CVM (em grau recursal), conforme o caso e nos termos previstos abaixo, de acordo com o inciso V da Deliberação CVM 463.

7 Pedidos

7.1 Por todo o acima exposto, os Recorrentes respeitosamente **requerem**, nos termos da Deliberação CVM 463, a essa D. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários:

- (i) a concessão do efeito suspensivo pleiteado;
- (ii) o processamento do presente Recurso, para que se exerça o juízo de reconsideração, se assim entender oportuno e cabível, diante dos argumentos ora apresentados, de acordo com o inciso III da Deliberação CVM 463;
- (iii) caso negado o pedido de reconsideração formulado no item (ii) acima, alternativa e subsidiariamente, que seja o presente Recursos relatado e submetido à apreciação do Colegiado desta D. CVM.

7.2 Por fim, os Recorrentes esclarecem, ainda, que o presente Recursos não representa o cumprimento das exigências formuladas por V.Sas. por meio do Ofício."

[1] O Opportunity Fundo de Investimento Imobiliário não possui relacionamento societário com a Devedora.

[2] Conforme Fls. 36 e 37 do dossiê do Projeto de Lei nº 3.242 de 1997, disponível em:

https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1130748&filename=Dossie+-PL+3242/1997

e em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=210942>

[3] Conforme Fl. 36 do dossiê do Projeto de Lei nº 3.242 de 1997, disponível em:

https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra?codteor=1130748&filename=Dossie+-PL+3242/1997

e em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=210942>

[4] “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.”.

[5] “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.”.

[6] Conforme §§ 48 e 49 do Memorando, disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2016/20160816/0331.pdf>

[7] Conforme item denominado “*Destinação dos Recursos*” na página 107 do Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 94ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A., disponível no website <http://www.cvm.gov.br> (neste website, acessar em “Informações de Regulados” ao lado esquerdo da tela, clicar em “Companhias”, clicar em “Consulta à Informações de Companhias”, clicar em “Documentos e Informações de Companhias”, buscar “Ápice Securitizadora S.A.” no campo disponível. Em seguida acessar “Ápice Securitizadora S.A.”, clicar em “Documentos de Oferta de Distribuição Pública” e posteriormente acessar “download” do “Prospecto de Distribuição Pública” referente a Oferta pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 94ª Série da 1ª Emissão de CRI da Ápice Securitizadora S.A.”).

[8] A Companhia tem por objeto social **(i) a compra, venda e incorporação de imóveis comerciais prontos ou a construir;** **(ii)** a administração de imóveis próprios ou de terceiros; **(iii)** o arrendamento, exploração comercial, locação e sublocação de imóveis comerciais próprios ou de terceiros, incluindo imóveis comerciais construídos sob medida (*built-to-suit*) pela Companhia; **(iv)** a prestação de serviços de consultoria de negócios; e **(v)** a participação em sociedades, associações, fundos de investimento imobiliário ou fundos de investimento em participações. (grifo nosso)

III. Nossas Considerações

17. 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.

18. 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)

19. 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.

20. 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.

21. 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).

22. 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.

23. 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)

24. 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.

25. 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”.

26. 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 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.

27. 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.”

28. 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.”

29. 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.

30. 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.

31. 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 pagamentos 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*".

32. 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.*"

33. 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.*"

34. Com a aprovação dessa operação pelo Colegiado da CVM, em conjunto com a decisão proferida no âmbito do Primeiro Caso Rede D'or, em nosso entendimento, a possibilidade de emissão de CRI lastreados em debêntures, ou seja, em créditos considerados imobiliários por força de sua destinação, passou a estar pacificada nos casos em que:

(i) a devedora das debêntures seja atuante no setor imobiliário; 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, 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 direcionamento em questão 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.

35. Nesse sentido, cabe mencionar que, na sequência, duas operações similares à de Cyrela foram submetidas à apreciação do Colegiado da CVM, as quais contavam com lastro em debêntures de emissão de Aliance Shopping Centers S.A. e de Direcional Engenharia S.A. (tratados respectivamente no âmbito dos Processos CVM nºs 19957.009281/2016-61 e 19957.001682/2017-53), casos que, juntamente com o precedente de Cyrela, ensejaram a edição da Deliberação CVM nº 772/17, que delega "*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."

36. Estando amadurecida a possibilidade de emissão de CRI com lastro em créditos considerados imobiliários por força de sua destinação, desde que a devedora do lastro fosse atuante no setor imobiliário, foi estruturada uma nova operação com lastro em debêntures de emissão de Rede D'or São Luiz S.A. ("Segundo Caso Rede D'or"), cujos recursos captados seriam destinados à construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários, diretamente pela devedora ou através de suas subsidiárias, operação que, por conta da decisão tomada no âmbito do Primeiro Caso Rede D'or, foi encaminhada à apreciação do Colegiado da CVM.

37. Em Decisão datada de 12/12/2017, o Colegiado da CVM, acompanhando manifestação da SRE, deliberou pelo deferimento do pedido de registro da oferta, tendo em vista que, embora a devedora não tivesse como objeto social atividade tipicamente imobiliária, restou comprovado na documentação da oferta o efetivo direcionamento dos recursos à atividade imobiliária, ficando configurado o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, além de a estrutura da operação estar 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.

38. Ainda mais recentemente, o Colegiado da CVM, em decisão datada de 16/01/2018 (Processo CVM 19957.008927/2017-73), manifestou-se no âmbito de recurso contra decisão da SRE, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários das séries 62ª e 63ª da 1ª emissão da Barigui Securitizadora S.A.

39. Referido Recurso questionava exigência formulada pela SRE, mais especificamente pela Gerência de Registros-1, no sentido de excluir "*Instrumentos Particulares de Empréstimo com Pacto Adjetivo de Alienação Fiduciária de Imóvel Em Garantia*" dos créditos que serviriam de lastro para a emissão em questão.

40. Esta área técnica justificou tal exigência pois, em seu entendimento, "*tais Instrumentos não podem [poderiam] ser considerados créditos imobiliários para fins de lastro de CRI, nem na origem, tampouco na sua destinação, pois os mesmos não proveem [provinham] da exploração*

ou do financiamento do imóvel, além de não haver qualquer previsão de direcionamento dos recursos a serem captados por meio da oferta a imóveis previamente identificados”.

41. O Colegiado da CVM, não obstante, decidiu, por maioria, pelo provimento do recurso supra, entendendo que:

“(...) o empréstimo a pessoal natural com pacto adjeto de alienação fiduciária de imóvel em garantia constitui crédito imobiliário na sua origem, uma vez que o proprietário tira proveito econômico do seu imóvel, mediante a outorga da garantia real, para obter recursos a custos reduzidos. Ademais, nessa modalidade de mútuo, verificaria-se a vinculação do valor de alienação do imóvel à satisfação do crédito, visto que o credor tem a segurança de receber a prestação devida a partir do produto obtido com a execução da garantia, em caso de inadimplemento.

De outra parte, no caso em análise, a pertinência desse empréstimo com o mercado imobiliário é evidenciada pelo fato de o originador ser companhia hipotecária, integrante do Sistema Financeiro Imobiliário (Lei 9.514, art. 2º) e do Sistema Financeiro Habitacional (Lei nº 4.380/1964, art. 8º, VI), que tem por objeto típico a concessão de empréstimos e financiamentos garantidos por alienação fiduciária de bens imóveis (Resolução CMN nº 2.122/1994, art. 3º, II). Assim, ao permitir-se que o mútuo sirva de lastro para a emissão do CRI, contribui-se para a expansão das atividades desempenhadas por esse participante do mercado imobiliário.”

Além disso, a admissão dessa modalidade de empréstimo como lastro de CRI se mostra consentânea com o entendimento que vem sendo adotado pelo Banco Central do Brasil e o Conselho Monetário Nacional a respeito da qualificação do crédito imobiliário, como se vê da Circular BACEN nº 3.614/2012, relativa à letra de crédito imobiliário – LCI, e da Resolução CMN nº 4.598/2017, que regulamentou a letra imobiliária garantida – LIG. Trata-se, portanto, de interpretação sobre o conceito de crédito imobiliário que promove a coerência regulatória entre os diferentes instrumentos de captação de recursos utilizados no âmbito do mercado imobiliário.(...)”

42. Com base no acima exposto, verifica-se que, com a evolução dos casos apreciados pelo Colegiado da CVM, encontra-se atualmente pacificada a possibilidade de emissão de CRI com lastro em: (i) contrato de compra e venda de imóvel; (ii) contrato de financiamento imobiliário; (iii) contrato de aluguel de imóvel; (iv) empréstimo a pessoa natural com pacto adjeto de alienação fiduciária de imóvel em garantia, originado por companhia hipotecária; e (v) dívida contraída com destinação integral de recursos a imóveis previamente identificados na documentação da oferta.

43. Cabe salientar que os créditos envolvidos nas 4 primeiras possibilidades de lastro acima mencionadas seriam aqueles considerados como imobiliários na sua origem, ou seja, “aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel”, nos termos do voto do Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, acompanhado pelo Colegiado da CVM, no caso tratado no âmbito do Processo CVM RJ-2002-3032, conforme mencionamos na parte inicial desta seção. Já os créditos envolvidos na 5ª possibilidade de lastro elencada acima seriam aqueles considerados como imobiliários por força de sua destinação.

44. Conforme mencionamos anteriormente, um dos requisitos estabelecidos para os CRI lastreados em créditos imobiliários assim considerados por força de sua destinação é que haja 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, e que esse direcionamento ocorra até a data de vencimento dos CRI.

45. Nessa linha, ao analisar os pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de CRI desse tipo, esta área técnica tinha o entendimento de que a destinação dos recursos captados na operação aos imóveis previamente identificados na documentação da oferta deveria ser futura, ou seja, tais recursos deveriam ser empregados em despesas relacionadas a aquisição, construção, reforma ou expansão ocorridas a partir da emissão dos referidos títulos, estando vedado o reembolso de despesas relacionadas a fatos ocorridos anteriormente à emissão dos CRI.

46. Isso porque, para observar o objetivo da Lei nº 9.514/1997, esse tipo de CRI (na destinação) deve contar com direcionamento de recursos captados ao fomento do mercado imobiliário, de modo que a estruturação de CRI visando ao reembolso ou pagamento de parcela atinente a imóvel já adquirido, ou à construção, reforma ou expansão já realizados, caracterizaria a ausência de direcionamento dos recursos nesse sentido, tratando-se de mera operação de capitalização.

47. Não obstante, o Colegiado da CVM, ao apreciar consulta sobre a possibilidade de incluir o reembolso de despesas ocorridas anteriormente à emissão dos CRI como destinação possível para ofertas lastreadas em créditos imobiliários assim considerados por força de sua destinação, deliberou, em reunião datada de 02/07/2019, nos seguintes termos:

“CONSULTA SOBRE A POSSIBILIDADE DE ESTRUTURAÇÃO DE CRI COM LASTRO EM CRÉDITO IMOBILIÁRIO QUE ENVOLVA O REEMBOLSO DE DESPESAS JÁ INCORRIDAS NO SETOR IMOBILIÁRIO – XP INVESTIMENTOS CCTVM S.A. E OUTRO – PROC. SEI 19957.001522/2017-12

Reg. nº 1365/19

Relator: SRE/GER-1 (Pedido de vista DFP)

Trata-se de consulta formulada por XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“XPI”) e por Cantidiano Advogados (em conjunto, “Consultentes”), com base no disposto no art. 13 da Lei nº 6.385/76, acerca do entendimento da CVM quanto à possibilidade de estruturação de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRIs”) que tenham como lastro crédito imobiliário, caracterizado por força de sua destinação, que possa envolver, total ou parcialmente, o reembolso de despesas incorridas no setor imobiliário anteriormente à emissão dos CRIs (“Reembolso”).

A Consulta se refere a despesas de natureza imobiliária (“Despesas Imobiliárias”), de per si, diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis, e predeterminadas, a serem, nos termos explicitados na própria Consulta, “detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento dos gastos, a especificação individualizada dos imóveis aos quais os gastos estejam vinculados, e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula”.

Nos termos da Consulta, as Despesas Imobiliárias com Reembolso financiado pelo crédito imobiliário em questão abrangeriam apenas gastos que “tenham sido incorridos em data igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da oferta pública” dos CRIs, observando-se, também, requisito de que “todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem os gastos sejam disponibilizados ao agente fiduciário”.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE analisou o assunto por meio do Memorando nº 42/2019-CVM/SRE/GER-1, tendo submetido a matéria ao Colegiado em reunião de 09.04.19, opinando pela impossibilidade de estruturação de CRI com lastro imobiliário por força de sua destinação, que envolva o Reembolso de Despesas

Imobiliárias, por entender que essa conclusão estaria em linha com os precedentes da Autarquia.

Em síntese, a área técnica destacou que: (i) “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”, sendo atualmente pacificada a possibilidade de emissão de CRI com lastro em dívida contraída com destinação integral de recursos a imóveis previamente identificados na documentação da oferta, considerados como “créditos imobiliários por sua destinação”; (ii) mesmo tendo se passado a admitir a caracterização do crédito como “imobiliário” em decorrência da “sua destinação”, para que se configure o “vínculo” previsto no art. 8º, I, da Lei nº 9.514/97, o direcionamento dos recursos captados por meio da oferta pública de CRIs a imóveis previamente identificados deve ocorrer após a emissão dos CRIs e até a data de seu vencimento, o que deve ser objeto de comprovação; (iii) na sua visão, em linha com o entendimento da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM – PFE em caso precedente, “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”; e (iv) o Colegiado ainda não se manifestou sobre o lastro em crédito imobiliário que envolva o Reembolso de Despesas Imobiliárias.

Por fim, quanto à menção dos Consulentes à Lei nº 12.431/11, que criou tratamento tributário diferenciado para a emissão de CRIs (e outros valores mobiliários) no âmbito de projetos de infraestrutura, a SRE ressaltou que, embora o Reembolso não atenda, a seu ver, à finalidade da Lei nº 9.514/97, no caso específico dos chamados “CRIs de Infraestrutura”, a norma especial (Lei nº 12.431/11) afasta a incidência da norma geral (Lei nº 9.514/97) e, portanto, apenas nesse caso, poderia haver o reembolso de despesas anteriormente incorridas entre a destinação dos recursos provenientes da oferta dos referidos valores mobiliários.

Iniciada a discussão pelo Colegiado, em reunião ocorrida em 09.04.19, a Diretora Flávia Perlingeiro solicitou vista do processo.

Ao examinar o caso, a Diretora Flávia Perlingeiro observou inicialmente que, atualmente, não resta dúvida sobre a possibilidade de emissão de CRIs lastreados em créditos considerados imobiliários em razão da destinação dos recursos captados, conforme alegado pelos Consulentes e confirmado pela área técnica. Assim, em síntese, o objeto de divergência de entendimento entre a SRE/PFE e os Consulentes diz respeito apenas ao momento a partir do qual podem ser incorridas as Despesas Imobiliárias amparadas pelo crédito imobiliário por destinação apto a lastrear a emissão dos CRIs, ou seja, o crédito objeto da securitização.

Em sua manifestação de voto, a Diretora divergiu da visão da SRE e da PFE, tendo concordado com o argumento dos Consulentes de que a lei não estabeleceu a restrição temporal indicada pelas áreas técnicas e que a mesma não seria intrínseca ao conceito de crédito imobiliário. Para a Diretora, “o fato de o ônus financeiro ter sido inicialmente suportado em momento antecedente à emissão dos CRIs não descaracteriza de per si a natureza do crédito que venha a financiá-lo como crédito imobiliário por destinação”, o que, no entanto, não significa que as Despesas Imobiliárias financiadas possam ter sido incorridas indiscriminadamente a qualquer tempo, sob pena de desvirtuamento conceitual. Nesse ponto, destacou que os próprios Consulentes reconhecem a importância da limitação de prazo e propõem que sejam consideradas apenas despesas incorridas nos 24 meses que antecederem o encerramento da oferta pública dos CRIs, tomando como base o prazo previsto na Lei nº 12.431/11.

A esse respeito, ressaltou que o risco de desvirtuamento da estrutura objeto da Consulta, com vistas à estruturação ou perpetuação artificial de lastro para emissões de CRIs, deve ser afastado, mas não pela redução, por via interpretativa restritiva, da efetiva abrangência do conceito de crédito imobiliário, e sim, pela definição de prazo condizente com o que conceitualmente se entenda abarcado pela norma. Em outras palavras, concluiu que “riscos relativos a desvios de finalidade não são afastados proibindo-se que operações sejam adstritas a determinadas finalidades, mas mitigados pela criação de mecanismos e procedimentos de verificação e controles que permitam prevenir, fiscalizar ou penalizar tais desvios, conforme aplicável.”.

Indo adiante, a Diretora discorreu sobre os conceitos de “vínculo” e “destinação”, tendo observado que o artigo 8º da Lei 9.514/97 não faz qualquer menção a requisito de temporalidade que impeça a vinculação de crédito imobiliário por destinação por meio do qual tenham sido financiadas, total ou parcialmente, Despesas Imobiliárias incorridas anteriormente à emissão dos CRIs. Segundo observou, o caput do referido artigo faz referência ao vínculo a ser estabelecido entre os créditos imobiliários (lastro) e os CRIs, e o inciso I exige a configuração do vínculo entre tal crédito e imóvel específico, previamente identificado no termo de securitização, inclusive com identificação da matrícula e registro no RGI, situação que estaria demonstrada na estrutura proposta pela Consulta.

Nessa linha, ressaltou que a “destinação” deve ser tida e verificada não dentro de um espectro estritamente considerado pelo fluxo financeiro, e sim, tal como em outras operações de financiamento, “sob seu aspecto jurídico-creditício, à luz da vinculação contratual/obrigacional e do efetivo cumprimento da obrigação de atrelar usos e fontes, com comprovação de suficiência e equivalência dos respectivos valores, bem como de especificação que evidencie a existência e a correlação da despesa-lastro (i.e. uso) com o Imóvel Vinculado”.

Assim, entendeu que “a estrutura de Reembolso, nos termos descritos na Consulta, não desnatura a destinação necessária para substanciar o “crédito imobiliário por destinação”, desde que observados os demais elementos também apontados na Consulta, em especial a previsão de prazo razoavelmente próximo à data de encerramento da oferta, de modo a que o direcionamento prévio de recursos possa ser tido na essência como um adiantamento e que não se abra espaço para artificiosa perpetuação de lastro para novas emissões de CRIs, como apontado pela SRE.”. Nesse sentido, o prazo de até 24 meses antecedentes ao encerramento da oferta de CRIs, proposto com base na Lei nº 12.431/11, seria razoável e atenderia ao propósito supramencionado, devendo ser adotado. Ademais, destacou que tal interpretação estaria em linha com as finalidades almejadas pela Lei nº 9.514/97, pois a própria possibilidade de recuperação (via Reembolso) de recursos destinados ao setor imobiliário tem também o condão de estimular a antecipação de investimentos, já se sabendo que possam vir a ser financiados a taxas mais atrativas no âmbito de securitização no mercado de capitais.

Para a Diretora, também procedem as ponderações dos Consulentes quanto às vantagens que a estrutura de Reembolso apresenta em termos de incremento de eficiência e eliminação do risco de aplicação inadequada de recursos, pois: (i) propiciaria maior agilidade na estruturação de projetos imobiliários, dando início a investimentos arcados com recursos próprios ou de terceiros (por exemplo, por meio de mútuos), sem ter de aguardar todo o trâmite de registro e liquidação

financeira da oferta dos CRIs, mas sem que seja tolhida a perspectiva de, na sequência, levar a operação para o âmbito do mercado de valores mobiliários e, assim, diminuir seu custo médio ponderado de capital; e (ii) a estrutura de Reembolso traz em si a grande vantagem de eliminação do risco de desvio de finalidade (uma vez que a destinação já será comprovada na partida), bem como de eventual risco de que, por alterações subsequentes no cenário macroeconômico ou do próprio setor imobiliário, o financiado passe a não ter mais a perspectiva de direcionamento dos recursos aos imóveis vinculados antes do prazo de vencimento dos CRIs.

A Diretora também analisou a menção expressa feita pela Lei nº 12.431/11 à hipótese de reembolso de gastos e despesas com recursos captados por meio da emissão de CRIs, com vistas a perquirir se o alcance do termo "crédito imobiliário" adotado na legislação não tributária que instituiu os CRIs (Lei nº 9.514/97) teria sido alterado pela lei tributária (Lei nº 12.431/11), para fins fiscais, ou teria sido por ela simplesmente preservado, tendo essa se servido de seus componentes apenas para estabelecer um subconjunto de requisitos exigíveis, visando assegurar determinado tratamento tributário.

Nesse passo, segundo Flávia Perlingeiro, a interpretação que melhor coaduna ambas as disposições sobre reembolso é a de que "a Lei nº 12.431/11 estabeleceu requisito mais restritivo para o que o mercado passou a chamar de "CRI de Infraestrutura" (mas que não é propriamente um "novo CRI"), ao exigir que haja um procedimento específico (ainda que simplificado) que demonstre o compromisso de alocação dos recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas e dívidas, que atenda ao definido pelo CMN".

Por fim, dada a natureza diversa das referidas leis e a inexistência de antinomia entre elas, entendeu que não se aplicaria à hipótese a exegese de que a Lei nº 12.431/11 inconstanciaria norma especial a afastar a incidência da norma geral (Lei nº 9.514/97), como sustentado pela SRE. Isso porque, na sua visão, não haveria qualquer conflito entre o disposto (i) na lei de criação dos CRIs (regra geral), a qual utiliza-se de conceito propositalmente aberto (crédito imobiliário), e (ii) na referida lei tributária (regra específica), que se serviu de um subconjunto de possíveis características dos referidos títulos, para fixar os limites em que aplicável o tratamento tributário incentivado de que trata. Conforme concluiu, seriam normas compatíveis e conciliáveis, com diferentes espectros de aplicação.

Pelo exposto, a Diretora concluiu que, além de pertinente do ponto de vista conceitual, a estrutura apresentada na Consulta seria aderente aos propósitos da legislação de regência, bem como propícia ao fomento do setor imobiliário, proporcionando repercussões positivas ao funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

Deste modo, a Diretora Flávia Perlingeiro votou pela possibilidade de estruturação de CRIs com lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação, que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas de natureza imobiliária de per si e predeterminadas, diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, exaustivamente indicados na documentação da oferta, incorridas anteriormente à emissão dos CRIs, desde que, nesse caso:

(i) sejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento das despesas, a especificação individualizada dos imóveis vinculados aos quais as despesas se referem e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula;

(ii) **tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRIs;** e

(iii) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem tais despesas.

O Colegiado, por unanimidade, acompanhou a manifestação de voto da Diretora Flávia Perlingeiro e, adicionalmente, solicitou que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM avalie a conveniência de refletir o presente entendimento no âmbito de eventual revisão da Instrução CVM nº 414/04." (grifos nossos)

48. De modo a entender de fato a abrangência da decisão supra, cabe mencionar a seguinte passagem do voto da Diretora Flávia Perlingeiro, o qual foi acompanhado de forma unânime pelo Colegiado da CVM:

"51. (...)o emprego antecedente de recursos próprios ou de terceiros na destinação a ser objeto de financiamento se concretiza como uma espécie de "adiantamento", já realizado com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI.

52. E é justamente dentro dessa perspectiva que entendo que a estrutura de Reembolso, nos termos descritos na Consulta, não desnatura a destinação necessária para consubstanciar o "crédito imobiliário por destinação", desde que observados os demais elementos também apontados na Consulta, em especial a previsão de prazo razoavelmente próximo à data de encerramento da oferta, de modo a que o direcionamento prévio de recursos possa ser tido na essência como um adiantamento(...)".

49. Como se percebe, o intuito da decisão em questão foi o de permitir que os agentes de mercado que planejam realizar operações imobiliárias em geral possam realizar "o emprego antecedente de recursos próprios ou de terceiros na destinação a ser objeto de financiamento(...) com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI."

50. Dessa forma, em nosso entendimento, a utilização dos recursos oriundos de uma emissão de CRI com lastro em créditos imobiliários na destinação para pagamento de despesas relacionadas, por exemplo, à aquisição imobiliária realizada fora do prazo de 24 meses estabelecido pelo Colegiado da CVM desvirtuaria a lógica que embasou a referida Decisão, uma vez que a aquisição imobiliária em questão não foi um ato realizado considerando o prazo estabelecido pelo Colegiado da CVM, "com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI", de modo que, a nosso ver, a estruturação desse CRI se afastaria, dadas as balizas estabelecidas pela regulamentação aplicável, dos objetivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual o CRI foi criado e que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

51. Sendo assim, nos parece que a Decisão do Colegiado da CVM em questão não representou uma alteração no cerne do entendimento desta área técnica quanto às despesas elegíveis a serem objeto de destinação no âmbito dos CRI, apenas alongou o prazo possível para a ocorrência do fato gerador dessas despesas, que agora podem estar relacionadas à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis que tenha ocorrido a partir

dos 24 meses que antecedem o encerramento da oferta pública de distribuição dos referidos títulos.

52. Se o referido prazo de 24 meses não fosse limitador, por exemplo, para as datas das aquisições imobiliárias, mas sim para as datas das parcelas pagas no âmbito de tais aquisições, CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela sua destinação poderiam eventualmente estar vinculados a transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo, podendo se afastar, assim, dos objetivos da Lei nº 9.514/97.

53. Nesse sentido, ressalta-se que operações imobiliárias geralmente são realizadas com prazos longos, de modo que provavelmente existe no mercado um estoque de parcelas vincendas relacionadas a operações realizadas há mais de 24 meses de volume financeiro relevante, as quais, caso fossem elegíveis à destinação de recursos em emissões de CRI, poderiam habilitar a estruturação de operações em volume também relevante, resultando na alocação de grande parte dos recursos disponíveis à captação junto à poupança popular essencialmente a operações que tendem a representar mera capitalização dos devedores, se afastando da promoção do financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro.

54. Nada obstante, cabe ressaltar que o credor de transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo estaria sempre habilitado a ceder os créditos imobiliários oriundos de tais transações para lastrear uma emissão de CRI, uma vez que é possuidor desses créditos e essa operação seria lastreada em créditos imobiliários assim considerados pela sua origem, e não pela sua destinação. Nesse tipo de operação, a qual podemos chamar de CRI tradicional, não importa a destinação que o credor dos créditos imobiliários dá aos recursos obtidos, o que não acontece nos CRI como o do presente caso, onde seu lastro só é considerado crédito imobiliário quando a destinação atende às balizas impostas pela CVM para esse tipo de operação.

55. Nos CRI tradicionais, cujo lastro é *“aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel”*, nos termos do voto do Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, acompanhado pelo Colegiado da CVM, no caso tratado no âmbito do Processo CVM RJ-2002-3032, conforme já mencionamos no presente Memorando, entendemos que a observância dos objetivos da Lei nº 9.514/97 tende a ocorrer de forma natural, pois os detentores de tais créditos são os credores das operações imobiliárias, aqueles que, em geral, financiam operações dessa natureza no mercado, de modo que a sua capitalização por meio da cessão desses créditos para lastrear uma emissão de CRI naturalmente permite a realização de novas operações no mercado imobiliário.

56. Vale ressaltar, porém, que a figura do credor, nesses casos, apenas realizaria a securitização dos créditos imobiliários que detém, se e quando necessitar de recursos para exercer suas atividades. Portanto, o fato de o devedor de um contrato de financiamento imobiliário ou de compra e venda de imóvel, como ocorre no presente caso, pré pagar parcelas no âmbito de tal contrato não nos permite concluir que os recursos que serão antecipados ao credor serão por ele utilizados na promoção do financiamento imobiliário em geral, uma vez que o adiantamento desses recursos não foi originado de operação realizada devido ao seu próprio interesse, podendo não haver negócios a serem por ele realizados, de modo que o mais coerente, a nosso ver, para fins de observância aos objetivos da Lei nº 9.514/97, seria que a estruturação da securitização fosse realizada a partir das necessidades do credor dos créditos imobiliários em questão, no momento em que de fato necessitasse de recursos.

57. Complementarmente, vale mencionar que a própria Lei nº 12.431/11, que visa incentivar o financiamento de projetos de infraestrutura, ao tratar da questão do reembolso na emissão de CRI, nos termos do § 1º-C de seu art. 1º, prevê que *“o procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses da data de encerramento da oferta pública”*, ou seja, a redação do dispositivo do qual o prazo de 24 meses contido no precedente supramencionado foi retirado prevê que se o reembolso for para pagar dívida, como ocorre no presente caso, tal dívida, ou seja, a transação que a ela deu origem, deve ter **ocorrido** dentro do referido prazo.

58. Sendo assim, com base em todo o acima exposto, ratificamos nosso entendimento de que só são elegíveis à destinação de recursos em emissões de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela destinação despesas diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis previamente identificados na documentação da oferta incorridas entre os 24 meses que antecedem o encerramento da oferta pública dos CRI e o vencimento dos referidos títulos, desde que o fato gerador de tais despesas também tenha ocorrido dentro do referido prazo.

59. Tecidas essas considerações, cabe agora analisarmos as principais alegações apresentadas no Recurso frente à exigência elaborada por esta área técnica no curso da análise do pedido de registro da Oferta, que essencialmente se resumem às questões a seguir apresentadas.

60. Primeiramente, cabe destacar a alegação de que *“a discussão sobre a data da celebração do contrato de compra e venda do imóvel parece totalmente irrelevante para fins de atendimento dos objetivos da Lei nº 9.514, que esta D. Superintendência pretende resguardar. De fato, o estímulo ao desenvolvimento do mercado imobiliário, objetivo máximo da Lei nº 9.514, se dá quando uma parte desembolsa recursos para adquirir um imóvel, e a outra parte recebe os recursos em questão, para então, supostamente, reaplicá-los no mercado, promovendo a efetiva circulação de bens e recursos. (...) Nesse sentido, não importa quando o contrato é assinado, mas sim quando os recursos da compra e venda são efetivamente pagos, possibilitando o reinvestimento por aquele que os recebeu. Essa, portanto, parece-nos a melhor interpretação do termo “incorridas”, adotado pelo Colegiado da CVM ao tratar das despesas passíveis de reembolso quando da estruturação de CRI com lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação. Melhor por que mais se coaduna com os princípios e objetivos da lei.”*

61. Sobre esse ponto, quando se menciona que *“o estímulo ao desenvolvimento do mercado imobiliário, objetivo máximo da Lei nº 9.514, se dá quando uma parte desembolsa recursos para adquirir um imóvel, e a outra parte recebe os recursos em questão, para então, supostamente, reaplicá-los no mercado, promovendo a efetiva circulação de bens e recursos”*, depreende-se que o credor da transação imobiliária é quem irá fazer uso dos recursos recebidos ao longo do tempo para reaplicá-los no mercado, supostamente promovendo o financiamento imobiliário em geral, de acordo com os objetivos da Lei nº 9.514/97.

62. Em linha com o que expusemos anteriormente, cabe lembrar que a figura do credor está sempre habilitada a ceder os créditos imobiliários oriundos de transações imobiliárias para lastrear uma emissão de CRI, uma vez que é possuidor desses créditos e essa operação seria lastreada em créditos imobiliários assim considerados pela sua origem, e não pela sua destinação. Sendo assim, estivesse o credor da transação imobiliária objeto da presente operação necessitando de recursos para realizar novas transações no mercado imobiliário, poderia ele ceder os créditos oriundos do contrato de compra e venda em tela com o fito de estruturar uma emissão de CRI, adiantando assim os recursos de que necessita, sem que a data de tal contrato fosse relevante.

63. O que se percebe é que procura a Devedora, no presente caso, realizar operação de capitalização via emissão de CRI com vistas a honrar parcelas de aquisição imobiliária que teria a obrigação de pagar independentemente da operação em tela, no pressuposto de que, ao fazê-lo, irá enviar recursos ao credor que, por sua vez, irá emprega-los no mercado imobiliário.

64. Em nosso entendimento, tal operação só observaria os objetivos da Lei nº 9.514/97, caso envolvesse transação imobiliária realizada dentro do prazo considerado como possível pelo Colegiado da CVM, observando a lógica constante do voto da Diretora Flávia Perlingeiro no precedente anteriormente discutido no presente Memorando, de que *“o emprego antecedente de recursos próprios ou de terceiros na destinação a ser objeto de financiamento(...) com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI.”*

65. Outra alegação trazida no Recurso é bem retratada pela seguinte passagem: *"Para que seja possível indicar especificamente os imóveis que receberão os recursos e apresentar a estimativa do montante a ser destinado, é razoável imaginar que existam relações contratuais prévias que possam determinar a vinculação da devedora a tais imóveis e, ainda, às obrigações imobiliárias que serão adimplidas com os recursos provenientes da emissão dos CRI, especialmente nos casos em que a destinação de recursos se dará por meio de aquisição imobiliária. (...) Certamente, a posterior comprovação da aplicação dos recursos pela devedora, na forma prevista no respectivo termo de securitização, dependerá da verificação realizada pelo agente fiduciário, que irá analisar a documentação comprobatória apresentada pela devedora. (...) Caso esteja prevista como destinação dos recursos o pagamento de valores referentes à aquisição de determinado imóvel, o qual deverá estar especificamente indicado nos documentos da oferta (conforme o Memorando), pode-se inferir que deverá existir um prévio instrumento contratual de aquisição do imóvel, que preveja o valor e as condições de tais pagamentos, caso contrário, as estimativas dos custos e o cronograma esperado para a destinação de recursos, nos termos exigidos pelo próprio Ofício Circular, nem mesmo poderiam ser incluídos de forma efetivamente fundamentada nos documentos da oferta. A celebração anterior de tal instrumento não prejudica a validade do lastro da emissão dos CRI."*

66. Sobre esse ponto, cabe mencionar que, ao se estruturar um CRI com lastro em créditos imobiliários na destinação, é obrigatório, como bem colocado, que sejam identificados no Termo de Securitização os imóveis vinculados à operação. Tais imóveis podem ser objeto de despesas relacionadas à construção ou reforma, caso em que os imóveis já poderiam ser de titularidade da devedora do lastro anteriormente à emissão dos CRI sem qualquer limitação de prazo nesse sentido, bem como podem ser objeto de aquisição realizada nos 24 meses antecedentes ao encerramento da oferta ou de aquisição futura, já visada pela devedora do lastro, pré negociada ou não com o promitente vendedor, nesse caso assumindo o risco de não concretização do negócio e eventual descumprimento do compromisso de destinação assumido no âmbito da oferta, risco esse que pode trazer consequências indesejáveis para as partes envolvidas na operação e deve ser ponderado no âmbito de sua estruturação, bem como reportado aos investidores na documentação da oferta.

67. A existência desse risco, entretanto, não poderia justificar a possibilidade de destinação de recursos, no âmbito de CRI, ao pagamento de parcelas referentes a aquisições imobiliárias ocorridas a qualquer tempo, o que, como concluímos no presente Memorando, faria com que a emissão não observasse as balizas impostas pela CVM para esse tipo de operação, se afastando, dessa forma, dos objetivos da Lei nº 9.514/97.

68. A Ofertante apresentou ainda a seguinte alegação: *"É o que se observa no caso dos CRI da 94ª série da 1ª Emissão da True Securitizadora S.A. (atual denominação da Ápice Securitizadora S.A.) ("Caso Even"), lastreado em debêntures emitidas pela Even Construtora e Incorporadora S.A. ("Even"), cujo registro foi concedido por esta D. CVM, na qual havia a previsão de que os recursos recebidos pela Even com a emissão das debêntures seriam destinados para utilização em determinados empreendimentos imobiliários, incluindo o "pagamento de parcelas do valor de aquisição de terrenos ou projeto, desenvolvimento e construção dos Empreendimentos Imobiliários"7. (...) Os referidos "empreendimentos imobiliários" encontram-se descritos na escritura de emissão das debêntures da Even, que lastream a referida emissão de CRI, bem como nos demais documentos daquela oferta. Contudo, nenhuma menção é encontrada nos documentos do Caso Even sobre a data da celebração dos instrumentos de aquisição dos terrenos em questão. Isso por que tal informação não era relevante, à época da concessão do registro do Caso Even por esta D. Comissão, assim como não o deveria ser no presente caso."*

69. Sobre esse ponto, cabe primeiramente mencionar que trata-se de caso analisado em 2017, anteriormente à análise da consulta sobre possibilidade de reembolso citada nos parágrafos 47 e 48 acima, sendo que a redação que constava do Prospecto daquela Oferta referente à destinação dos recursos era a seguinte:

*"Os recursos a serem captados pela Devedora por meio da emissão das Debêntures serão destinados para **financiamento de construção imobiliária desenvolvida nos Empreendimentos Imobiliários** indicados no Anexo I da Escritura de Emissão de Debêntures e no Anexo IX do Termo de Securitização, bem como na tabela abaixo, pela Devedora e através de empresas controladas pela Devedora ("SPEs Investidas") especificada no Anexo I da Escritura de Emissão de Debêntures e Anexo IX do Termo de Securitização, bem como na tabela abaixo, incluindo o pagamento de terreno, custos e despesas vinculados e atinentes aos empreendimentos, podendo a Devedora transferir os recursos obtidos por meio da presente Emissão para as SPEs Investidas, por meio de aporte de capital, mútuo ou adiantamento para futuro aumento de capital, e tomar todas as providências para que ela **utilize tais recursos nos Empreendimentos Imobiliários, por meio do pagamento de parcelas do valor de aquisição de terrenos ou projeto, desenvolvimento e construção de tal Empreendimento Imobiliário, no qual não está incluso: (a) o financiamento do reembolso de custos já incorridos e desembolsados pela Devedora referentes a tal Empreendimento Imobiliário, e/ou, (b) o financiamento do reembolso de custos já incorridos e desembolsados pela Devedora referentes à aquisição de participação nas SPEs Investidas.**"*

70. Naquele momento, ainda não tínhamos analisado operações sob o enfoque que está sendo dado no presente caso, posteriormente à aceitação pelo Colegiado da CVM da possibilidade de reembolso, de modo que a redação supra constante do Prospecto daquela oferta nos pareceu garantir que os recursos a serem captados iriam ser destinados a investimentos imobiliários futuros.

71. Dessa forma, entendemos que tal precedente destacado no Recurso em nada prejudica a visão que esta área técnica está tendo no presente caso, a qual é fruto de um amadurecimento sobre a possibilidade de reembolso na estruturação de CRI com lastro em créditos imobiliários na destinação, amadurecimento esse que acompanha a evolução do tema dentro desta Autarquia, especialmente após a análise da consulta supracitada, primeira ocasião em que o assunto em tela foi efetivamente apreciado pelo Colegiado da CVM.

72. Seguindo com a análise das alegações apresentadas no Recurso, destaca-se a seguinte passagem: *"as transações imobiliárias são e serão realizadas sempre em prazos e montantes compatíveis com os negócios imobiliários, com as expectativas de rentabilidade e de acordo com os fluxos de gastos e retornos esperados para o desenvolvimento do mercado. Em razão disso, a preocupação de que os CRI por destinação "poderiam eventualmente estar vinculados a transações imobiliárias ocorridas a qualquer tempo" não se sustenta. Se o objetivo máximo da Lei nº 9.514 e desta D. CVM é "resguardar a promoção do financiamento imobiliário em geral, no sentido de estimular o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro", isso deve se dar independentemente do momento em que foi iniciada a transação imobiliária em questão, tendo em vista que ocorrerá sempre de acordo com o funcionamento do mercado imobiliário de forma geral (incluindo no que diz respeito aos prazos apropriados para essas operações). (...) é importante notar que o mercado imobiliário, essencialmente, desenvolve-se, cresce e é fomentado em um ciclo entre 3 (três) grandes pares principais, quais sejam: (i) **terrenistas**, as quais detêm espaços disponíveis para desenvolvimento do imóvel; (ii) **desenvolvedor imobiliário**, o qual adquire espaços disponíveis e constroem/reformam imóveis com intuito de venda; e (iii) **proprietário final**, que é quem adquire o imóvel desenvolvido para uso ou renda. Consiste em um ciclo que só pode ocorrer de forma bem-sucedida com o pagamento efetivo de uma parte a outra, independentemente da data em que foi celebrada cada uma das transações imobiliárias. Este fato se faz ver de forma muito nítida, por exemplo, nas incorporadoras, que conseguem continuar produzindo unidades na medida em que os projetos vão sendo pagos"*.

73. Percebe-se que tal alegação carrega consigo o mesmo racional desenvolvido naquela que foi descrita no parágrafo 60 acima, de modo que reiteramos nosso entendimento de que a figura do credor está sempre habilitada a ceder os créditos imobiliários oriundos de transações imobiliárias para lastrear uma emissão de CRI, uma vez que é possuidor desses créditos e essa operação seria lastreada em créditos imobiliários

assim considerados pela sua origem, e não pela sua destinação. Sendo assim, tivesse o credor da transação imobiliária objeto da presente operação (ou as "incorporadoras, que conseguem continuar produzindo unidades na medida em que os projetos vão sendo pagos", conforme argumentou a Ofertante) necessitando de recursos para realizar novas transações no mercado imobiliário, poderia ele ceder os créditos oriundos do contrato de compra e venda em tela com o fito de estruturar uma emissão de CRI, adiantando assim os recursos de que necessita, sem que a data de tal contrato fosse relevante.

74. Na sequência, a Ofertante apresenta a seguinte alegação, abordando as regras referentes às ofertas de CRA: "*Traçando um paralelo com outros entendimentos desta D. CVM, o Ofício Circular exige que os CRA, para que sejam lastreados em direitos creditórios do agronegócio, assim considerados pela sua destinação, devem atender a determinados critérios, dentre eles, que "sejam apresentados os contratos ou outros documentos vigentes entre os terceiros e produtores rurais ou suas cooperativas, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão dos CRA". Ou seja, o próprio Ofício Circular exige, no caso de CRA por destinação, que a destinação de recursos pelo terceiro emitente de título de dívida, esteja necessariamente amparado por contratos ou outros documentos com data de celebração anterior à emissão dos CRA, que estejam vigentes e que sejam vinculantes entre as partes, ou seja, naturalmente, contratos celebrados anteriormente à emissão dos CRA, sem qualquer especificação ou limitação quanto ao prazo máximo de anterioridade destes documentos. (...) os gastos e despesas só efetivamente ocorrem, para fins de verificação do aspecto temporal da destinação de recursos que baliza os requisitos necessários para emissão não apenas de CRA, mas também para CRI, por destinação, no momento específico em que os valores passam a ser devidos pelo emissor do título de dívida que lastreia a emissão, sem qualquer relação com a data em que esta relação foi criada. Caso não fosse, a apresentação de contratos ou outros documentos vigentes entre terceiros e produtores rurais ou suas cooperativas, na forma prevista no Ofício Circular, jamais poderia ser um requisito para a emissão de CRA por destinação, pois, caso fosse aplicado o que está sendo exigido por meio do Ofício, essa relação somente poderia ser existente após a emissão dos CRA por destinação, o que iria diretamente de encontro com o que se busca resguardar por meio do Ofício Circular".*

75. Sobre a alegação supra, cabe primeiramente lembrar que a Instrução CVM nº 600/18 prevê que podem ser lastro de CRA títulos de dívida emitidos por terceiros, desde que vinculados a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais, ou suas cooperativas, nos termos do inciso II do § 4º do art. 3º da referida Instrução, sendo que, caso seja este o tipo de lastro utilizado, os recursos recebidos por terceiros com a emissão dessa dívida devem ser destinados a produtores rurais, ou suas cooperativas, e tal destinação deve ser comprovada por meio de contrato ou outro documento vigente entre o terceiro e o produtor rural (ou suas cooperativas), em montantes e prazos compatíveis com a emissão do certificado, nos termos dos §§ 7º e 8º do mesmo artigo.

76. Tal mecânica de exigir contrato ou outro documento vigente entre o produtor rural, ou suas cooperativas, e terceiros visa a dar segurança de que, já na emissão dos CRA, há uma relação comercial existente que permite aos terceiros destinarem todo o montante de recursos oriundos da oferta. Nada obstante, os recursos a serem destinados por terceiros no âmbito de uma emissão de CRA têm como objeto a realização de novas transações comerciais (compra e venda de produtos ou insumos agropecuários) no âmbito dessa relação comercial existente, ou, no máximo, transações ocorridas recentemente com prazo de pagamento ainda em aberto, considerando a natureza dos negócios realizados, diferentemente do que ocorre no mercado imobiliário, onde as transações podem ter prazos muito longos, conforme comentamos anteriormente, de modo que a destinação de recursos no âmbito da emissão de CRI com base em transação imobiliária ocorrida fora do período delimitado pela CVM como possível, parece se afastar dos objetivos da Lei nº 9.514/97, representando, dessa forma, mera operação de capitalização da devedora do lastro.

77. A Ofertante argumentou ainda que: "*Todas as discussões no âmbito da Consulta Formal se deram com o objetivo de estabelecer a possibilidade ou não de reembolso de despesas no âmbito de CRI por destinação. Este aspecto não é o que se observa como principal ponto de divergência objeto deste Recurso, vez que a data em que se iniciou a transação imobiliária sequer chegou a ser discutida no âmbito da Consulta Formal. A exigência apresentada no item 3.8.11 do Ofício, que é o cerne deste Recurso, trata da base do crédito imobiliário enquanto que a Consulta Formal discutiu a finalidade e o meio da destinação de recursos. Tratam-se, portanto, de conceitos diversos, que exigem análises específicas e cujos fundamentos não necessariamente são os mesmos. A questão do reembolso de despesas é, na verdade, um subconjunto bem mais restrito do grande conceito de crédito imobiliário que se discute aqui".*

78. Quanto à alegação supra, concordamos que a "*questão do reembolso de despesas é, na verdade, um subconjunto bem mais restrito do grande conceito de crédito imobiliário que se discute aqui*". Não obstante, inevitavelmente a questão do reembolso trouxe "luz" para o tipo de reflexão que se coloca no presente caso, tendo em vista o racional que se depreende da decisão do Colegiado da CVM na consulta sobre o reembolso, de que "*(...)o emprego antecedente de recursos próprios ou de terceiros na destinação a ser objeto de financiamento se concretiza como uma espécie de "adiantamento", já realizado com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI.*"

79. Cabe então à área técnica, após ser provocada a refletir sobre a aplicação da decisão em questão nos casos concretos, estabelecer as exigências que entender necessárias, preservado o direito de interposição de recurso contra o entendimento manifestado, sendo este o rito natural para que a questão seja então avaliada pelo Colegiado da CVM, como está ocorrendo no presente caso, não se justificando a adoção de uma postura inerte por parte da área técnica, somente pelo fato de tal questão não ter sido discutida pelo Colegiado da CVM com a abrangência que foi colocada na exigência em exame.

80. Por fim, alega a Ofertante que: "*traçando um paralelo com as debêntures incentivadas, emitidas nos termos do artigo 2º da Lei nº 12.431, relacionadas à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura ("Debêntures de Infraestrutura"), não há qualquer requisito legal ou regulatório que vincule a possibilidade de destinação de recursos obtidos por determinado emissor com Debêntures de Infraestrutura para projetos aprovados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal ("Projetos Prioritários"), que tenham sido iniciados há menos de 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da respectiva oferta pública das Debêntures de Infraestrutura. Pelo contrário: o Ministério de Minas e Energia ("MME"), por exemplo, por meio da Portaria nº 364, de 13 de setembro de 2017, a qual estabelece os requisitos mínimos necessários para aprovação de determinados projetos no setor de energia elétrica como Projetos Prioritários, exige a indicação do contrato de concessão que embasa o pedido de enquadramento de determinado projeto como Projeto Prioritário. (...) Caso o raciocínio emanado por esta D. CVM por meio do Ofício fosse aplicado também às Debêntures de Infraestrutura, por exemplo, uma vez que o respectivo Projeto Prioritário completasse 24 (vinte e quatro) meses do seu início, ou ainda mais, uma vez que o respectivo contrato de cessão perdurasse por prazo superior a 24 (vinte e quatro) meses, as concessionárias em questão não poderiam captar quaisquer outros recursos por meio da emissão de Debêntures de Infraestrutura via mercado de capitais. Isso porque, o que se espera é que todos os gastos, despesas ou dívidas que serão objeto da destinação de recursos pelo emissor das Debêntures de Infraestrutura sejam, evidentemente, relacionados ao contrato de concessão já celebrado e/ou ao Projeto Prioritário já iniciado. Dessa forma, vincular o prazo de 24 (vinte e quatro) meses previsto no parágrafo 1º-C do artigo 1º da Lei nº 12.431 à data de celebração do contrato de concessão e/ou a data de início do Projeto Prioritário (da mesma forma como esta D. CVM sugere que seja aplicado à presente emissão de CRI) inviabilizaria o financiamento da maior parte das fases dos projetos de infraestrutura que a Lei nº 12.431 visa incentivar. Ou seja, claramente, não é o real intuito da lei.*"

81. Verifica-se do acima exposto que a Ofertante não compreendeu bem a colocação que fizemos por meio da exigência objeto do presente recurso. Em nosso entendimento, conforme encontra-se bem claro em tal exigência, nos termos do § 1º-C do art. 1º da Lei nº 12.431/11, "o procedimento simplificado previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve demonstrar que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte quatro) meses da data de encerramento da oferta pública", ou seja, a redação do dispositivo do qual o prazo de 24 meses contido no precedente supra foi retirado prevê que se o reembolso for para pagar dívida, como ocorre no presente caso, tal dívida, ou seja, a transação que a ela deu origem, tem que ter ocorrido dentro do referido prazo.

82. Portanto, não há que se falar que o prazo de 24 meses seria um limitador para a data de aprovação de projetos de infraestrutura como prioritários, mas sim um limitador para as dívidas passíveis de reembolso, uma vez que a citada Lei menciona claramente que seriam passíveis de reembolso dívidas que ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 meses da data de encerramento da oferta pública, porém, a nosso ver, podendo estar tais dívidas vinculadas a projetos de infraestrutura aprovados a qualquer tempo.

83. Sendo assim, após analisadas as principais alegações apresentadas no Recurso, reiteramos nosso entendimento de que **só são elegíveis à destinação de recursos em emissões de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela destinação despesas diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis previamente identificados na documentação da oferta incorridas entre os 24 meses que antecedem o encerramento da oferta pública dos CRI e o vencimento dos referidos títulos, desde que o fato gerador de tais despesas também tenha ocorrido dentro do referido prazo.**

IV. Conclusão

84. 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 "só são elegíveis à destinação de recursos em emissões de CRI com lastro em créditos imobiliários assim considerados pela destinação despesas diretamente atinentes à aquisição, construção e/ou reforma de imóveis previamente identificados na documentação da oferta incorridas entre os 24 meses que antecedem o encerramento da oferta pública dos CRI e o vencimento dos referidos títulos, desde que o fato gerador de tais despesas também tenha ocorrido dentro do referido prazo", de modo que deverá ser mantida a exigência 3.8.11 do Ofício-Conjunto nº 50/2019-CVM/SRE/SEP e indeferido o recurso em tela;

Atenciosamente,

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 **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 27/09/2019, às 12:02, 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 27/09/2019, às 12:35, 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 27/09/2019, às 13:38, 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 **0842081** e o código CRC **2F9A0B4D**.

This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0842081** and the "Código CRC" **2F9A0B4D**.

