



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 42/2019-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 29 de março de 2019.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

Assunto: Consulta sobre a possibilidade de estruturação de CRI com lastro em crédito imobiliário que envolva o reembolso de despesas já incorridas no setor imobiliário - Processo CVM nº 19957.001522/2017-12

Senhor Superintendente,

1. Referimo-nos aos expedientes encaminhados à CVM em 16/02/2017 e em 19/09/2017 tratando de Consulta, formulada por XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. e por Cantidiano Advogados (“Consulentes”), quanto à possibilidade de estruturação de CRI com lastro imobiliário por força de sua destinação que envolva, parcialmente ou totalmente, o reembolso de despesas já incorridas com a aquisição e/ou construção de imóveis.
2. Conforme será visto em detalhes na seção “I. Alegações dos Consulentes”, a seguir, os mesmos entendem que tal possibilidade seria razoável e aderente à intenção do legislador federal, pois: (i) uma interpretação estrita da Lei nº 9.514/97 (“Lei 9.514”) e de sua exposição de motivos conduziria a tal conclusão; (ii) a estrutura representaria expressivo ganho de eficiência de operações imobiliárias; e (iii) a Lei nº 12.431/11 (“Lei 12.431”) conteria expressa previsão a respeito da possibilidade de CRI contar com estrutura de reembolso.
3. Assim, analisaremos a possibilidade objeto da Consulta à luz da legislação e normatização pertinente aos CRI bem como da evolução de estruturas de CRI precedentes autorizadas pela CVM.

I. Alegações das Consulentes

4. De forma a fundamentar seu pleito, as Consulentes protocolaram os expedientes abaixo transcritos, com os grifos originais:

- Expediente de 16/02/2017:

“I – OBJETO DA CONSULTA

1. A XP Investimentos, na qualidade de estruturadora de operações envolvendo a emissão de certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”), e Cantidiano Advogados, na qualidade de assessor legal de empresas interessadas na captação por meio de referidas operações e de agentes que atuam na estruturação das mesmas, gostariam de obter orientação desta autarquia a respeito do seu atual entendimento no que se refere à possibilidade de se estruturar CRI com lastro em crédito imobiliário por força de sua destinação que possa envolver, total ou parcialmente, o reembolso de despesas já incorridas no setor imobiliário.

2. O crédito imobiliário “por força de sua destinação” é, usualmente, aquele que tem por lastro um financiamento imobiliário, ou seja, cuja natureza imobiliária decorre basicamente do fato de que os recursos captados devem ser obrigatoriamente destinados ao setor imobiliário.

3. Importante ressaltar que a presente Consulta não pretende discutir se o financiamento imobiliário apto a lastrear um CRI deve observar requisitos adicionais àqueles estabelecidos pela Lei nº 9.514/97, e quais seriam tais requisitos – pois este tema específico foi objeto de Consulta apartada, protocolada nesta autarquia no dia 20 de dezembro de 2016 e que está sendo analisada no âmbito do Processo 19957.009703/2016-06[1].

4. Neste sentido, a presente Consulta tem, por objetivo, obter confirmação desta i. Autarquia a respeito da possibilidade, em se tratando da emissão de CRI com lastro em “crédito imobiliário” por força de sua destinação, que os recursos captados possam ser destinados tanto à aquisição e/ou construção de imóveis predeterminados, quanto ao reembolso de despesas de natureza imobiliária e predeterminadas, desde que: (i) referidas despesas estejam 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 a respectiva matrícula; (ii) todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem os gastos sejam disponibilizados ao agente fiduciário; (iii) os gastos tenham sido incorridos em data igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da oferta pública[2].

5. O esclarecimento se faz necessário uma vez que, não obstante a existência de argumentos que justifiquem a sua admissibilidade, a ausência de precedente desta autarquia que trate clara e especificamente desse ponto gera significativa imprevisibilidade.

6. Tal imprevisibilidade, na prática, representa expressivo desestímulo à estruturação de operações que contem com a estrutura de reembolso de que trata a presente Consulta.

7. Importante mencionar que existem hoje diversas empresas que realizam expressivos investimentos no setor imobiliário, de forma bastante dinâmica, com o objetivo de garantir uma expansão orgânica que lhes assegure competitividade, razão pela qual possuem grande interesse na operação em questão. Não obstante, em razão de dúvida a respeito do entendimento desta autarquia a respeito do tema, tais agentes acabam recorrendo a fontes de financiamento mais caras,

temendo eventual indeferimento e o conseqüente risco de imagem envolvido.

8. No entendimento dos Consulentos, cujos fundamentos serão detalhados a seguir, não apenas a estrutura de reembolso é admitida pela legislação em vigor (por atender às finalidades da Lei nº 9.514/97 e contar com menção expressa na Lei nº 12.431/11), como também é significativamente benéfica ao mercado de capitais, na medida em que traz mais segurança e eficiência para operações de CRI e para o mercado como um todo, razão pela qual não vislumbram motivos que possam justificar eventual entendimento no sentido de sua inadmissibilidade.

II - FUNDAMENTOS

II.1 - Estrutura de Reembolso atende à Lei nº 9.514/97, seus objetivos e à Regulamentação Aplicável

9. Avaliar a admissibilidade de emissão de CRI que conte com estrutura de reembolso envolve, mais uma vez, reflexão envolvendo a extensão do conceito de "crédito imobiliário".

10. A discussão envolve certo grau de subjetividade, uma vez que a Lei nº 9.514/97, que criou o CRI no âmbito do recém instituído Sistema de Financiamento Imobiliário ("SFI"), o descreve tão somente como "título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários (qu)e constitui promessa de pagamento em dinheiro" - sem definir expressamente o que seriam "créditos imobiliários", para tais efeitos.

Neste sentido, considerando que a Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 ("Instrução CVM 414"), que regulamenta as companhias securitizadoras e as ofertas públicas de CRIs, assim como a Instrução CVM nº 284, de 24 de julho de 1998, que a antecedeu, também não contém definição de quais "créditos imobiliários" poderiam lastrear operações de CRI, o tema foi objeto de intensa discussão na autarquia e no mercado.

11. Diante da referida omissão "involuntária", encontramos a resposta para eventuais dúvidas na leitura atenta da Lei e de sua Exposição de Motivos, que fornece expressamente os elementos que fundamentam a legitimidade da estrutura de reembolso que ora se pretende discutir.

12. Isso porque a Exposição de Motivos da Lei nº 9.514/97 nos mostra que a ausência de definição mais taxativa foi absolutamente proposital, tendo por objetivo central a criação de ambiente de maior liberdade e dinamismo no mercado de capitais, propiciando ampla liberdade aos agentes do mercado para atuarem e estruturarem operações de securitização de recebíveis que - independentemente do seu formato jurídico -, estimulassem o direcionamento de recursos ao desenvolvimento imobiliário a taxas mais atrativas. Bem como pelo fato de que é tanto impossível quanto indesejável que o legislador busque prever (ou listar de forma exaustiva) todas as situações possíveis para a aplicação da norma cujo objetivo - frisa-se novamente - é estimular o desenvolvimento do setor imobiliário das mais diversas naturezas.

13. Nessa linha, vale destacar trecho da Exposição de Motivos da Lei nº 9.514 que apontam claramente o contexto e os "fins perseguidos" com a criação do SFI e CRI:

“12. O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes d e 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.”

14. É possível se verificar, com bastante clareza, que o SFI e seus instrumentos foram criados sob a diretriz da desregulamentação da economia, com o objetivo de financiar à atividade produtiva, atrair recursos, e estimular o mercado secundário de créditos imobiliários.

15. Assim, as Consulentes entendem que a definição de “crédito imobiliário” da Lei deve ser interpretada de forma teleológica e sistemática. Em outras palavras: uma vez plenamente atendidas as finalidades da Lei - claramente expostas em sua Exposição de Motivos -, e respeitados os demais dispositivos da Lei e as respectivas regulamentações aplicáveis, não haveria motivos para se vedar a estruturação de determinada operação.

16. Neste sentido, vale mencionar importante orientação pontuada pelo Diretor Pablo Renteria no âmbito do Processo SEI nº 19957.001669/2016-13, julgado em 30.08.16 (“Precedente Burger King”), a respeito da necessidade de se interpretar a lei de forma estrita (nem restritiva, nem ampliativa), sistemática e funcionalmente alinhada aos fins perseguidos pelo respectivo diploma legal[3].

17. A ponderação do Diretor Pablo Renteria é de suma relevância, pois há uma tendência natural, em se tratando de títulos que gozam de incentivos fiscais, de se privilegiar uma interpretação necessariamente restritiva. Fundamental destacar: as Consulentes concordam que se deve zelar para que a utilização de tais títulos, como qualquer outro título incentivado, não seja deturpada, pois eventuais excessos poderiam implicar, no extremo, na extinção do incentivo fiscal para os CRI de maneira geral, o que indiscutivelmente penalizaria a todos - em especial no atual momento. Por esse motivo, inclusive, a estrutura pretendida conta com mecanismos que asseguram a clara vinculação dos recursos captados com gastos individualmente detalhados e diretamente relacionados ao setor imobiliário.

18. Por outro lado, a adoção de interpretação restritiva invariavelmente acaba por limitar o direcionamento de recursos a determinado setor que o Governo Federal pretendeu incentivar por meio da concessão de benefícios, o que também não parece adequado. Por essa razão, a interpretação estrita, sistemática e funcionalmente alinhada aos fins perseguidos pelo respectivo diploma legal, recomendada pelo Diretor Pablo Renteria, certamente se afigura como mais adequada, por atender aos preceitos da lei na medida certa[4].

19. . Neste sentido, não parece haver sentido em vedar a estruturação de operação de CRI em que parte ou a totalidade dos recursos captados sejam destinados ao reembolso de gastos predeterminados e incorridos especificamente no setor que a Lei nº 9.514/97 pretendeu incentivar.

II.II – Estrutura promove redução de risco e aumento de eficiência

20. A possibilidade de se destinar recursos captados por meio de uma emissão de CRI tanto a gastos futuros quanto ao reembolso de despesas já incorridas (repita-se: sempre predefinidos e diretamente relacionados ao setor imobiliário) possui duas importantes vantagens: (i) aumento de eficiência em operações imobiliárias; e (ii) eliminação do risco de aplicação inadequada de recursos.

21. O aumento de eficiência ocorre na medida em que determinada empresa poderia realizar a aquisição ou reforma de um determinado imóvel com agilidade, dando início aos seus projetos imobiliários (com recursos próprios ou de terceiros, por meio de empréstimos privados), sem ter que aguardar todo o trâmite de registro e liquidação financeira de uma oferta pública. Não obstante, a mesma empresa poderia se aproveitar ainda, em um segundo momento, dos benefícios do mercado de capitais, captando recursos a taxas potencialmente mais baixas do que aquelas contratadas para o início de seus projetos imobiliários, e utilizar tais recursos para o reembolso de gastos ou despesas incorridas anteriormente, inclusive a quitação antecipada de eventuais empréstimos incorridos e, assim, diminuir seu custo médio ponderado de capital.

22. Este ganho de eficiência parece atender perfeitamente aos objetivos almejados pela Lei nº 9.514/97, principalmente porque não implica em acréscimo de risco, pelo contrário.

23.. E é justamente essa a segunda importante vantagem que se apresenta da admissibilidade da estrutura de reembolso: a eliminação do risco de aplicação inadequada de recursos captados – alvo de preocupação da CVM nos Precedentes Burger King e Cyrela[5]. O risco em questão se elimina por completo, pois no momento da emissão já há a comprovação concreta de que os recursos captados por meio de financiamento imobiliário foram ou estão sendo efetivamente aplicados da forma correta e tal como informada ao mercado. Ressalta-se, inclusive, que o princípio do full and fair disclosure é a pedra fundamental do mercado de capitais e da regulamentação que trata de ofertas públicas de valores mobiliários.

II.III – Lei nº 12.431 prevê a estrutura de reembolso em cri de forma expressa

24. No entendimento das Consulentes, não é por outro motivo que a Lei nº 12.431/11, que estabeleceu um regime tributário privilegiado para ativos e instrumentos financeiros destinados a investimentos de longo prazo, faz expressa menção a estrutura de reembolso em operações de CRI.

25. Fundamental destacar: a Lei em questão não criou uma subclasse de CRI específico que poderia, excepcionalmente, se utilizar de tal estrutura de reembolso. Se assim fosse, o texto legal seria expresso neste sentido.

26. Não obstante, a Lei trata do tema de forma diversa, indicando, dentre as características que o CRI deve ter para fazer jus à determinado tratamento fiscal, a obrigação de ter procedimento que demonstre o reembolso de gastos. Vejamos:

“Art. 1. (...)

§ 1º-B. Para fins do disposto no inciso I do caput, os certificados

de recebíveis imobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada, e ainda, cumulativamente, apresentar os seguintes requisitos:

(...)

VI - procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação.”

27. A forma como a Lei nº 12.431/11 tratou da matéria afasta qualquer dúvida a respeito da legitimidade de estrutura de reembolso em operações de CRI. É fundamental que se analise, no entanto, o dispositivo específico em que a menção à estrutura de reembolso é feita com cuidado, para que não se chegue a conclusões excessivamente restritivas a seu respeito do seu alcance.

28. O §1-B do art. 1 de referida Lei traz um rol taxativo com requisitos específicos, mais restritivos, que determinado título deve observar para que faça jus ao tratamento fiscal mais benéfico de que trata referida lei. O inciso VI, especificamente, impõe a existência de procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados, seja (i) no pagamento futuro quanto (ii) no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionadas a projetos de investimento.

29. Verifica-se, portanto, que o requisito específico e mais restritivo listado no inciso em questão refere-se à existência de procedimento simplificado que demonstre a correta alocação dos recursos aplicados, pois a aplicação adequada em si - seja para pagamentos futuros ou reembolso de despesas incorridas - é característica intrínseca do CRI.

30. Por esse motivo, inclusive, o dispositivo em questão se refere, conjuntamente, à destinação tanto com gastos futuros quanto com reembolso de despesas já incorridas. Pela lógica, se a estrutura de reembolso fosse privilégio dos “CRIs de Infraestrutura”, a Lei nº 12.431/11 teria sido expressa neste sentido, pois não faria sentido algum que a previsão de estrutura mais flexível (caso se admitisse que somente esses CRIs específicos pudessem adotar estrutura de reembolso) estivesse prevista no meio de rol de requisitos mais restritivos que lhes são impostos.

III – RELEVÂNCIA E URGÊNCIA

31. Antes de concluir, as Consulentes entender ser absolutamente fundamental e imprescindível destacar a relevância e urgência do objeto da presente consulta.

32. O esclarecimento se justifica na medida em que, ao longo dos últimos anos, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e o Colegiado vêm manifestando o seu entendimento a respeito da estruturação e oferta de CRI no âmbito de processos de registro de ofertas públicas concretas.

33. Quando há efetivamente uma oferta em curso, a verificação da relevância e urgência é bem mais simples e indiscutível. Quando não há, tal apuração não é tão imediata. Não obstante, o fato de não existir uma

oferta pública em curso não significa que determinado esclarecimento não se faça necessário, em razão de seu potencial impacto positivo para o mercado.

34. Neste sentido, fundamental destacar que, se por um lado a discussão de determinado tema mais polêmico no âmbito de oferta pública concreta é benéfica na medida em que a CVM tem a oportunidade de analisar todos os aspectos de determinada estrutura e oferta pública, por outro, é significativamente onerosa para os participantes envolvidos, não apenas em termos de custos com contratação dos prestadores de serviços, mas também - e principalmente -, em razão da imprevisibilidade temporal e de potencial risco de imagem diante de eventual indeferimento do pleito.

35. A confirmação da legitimidade da estrutura de reembolso certamente provocará um efeito multiplicador positivo no mercado brasileiro, tornando as atuais operações de CRI mais eficientes.

36. Tal efeito multiplicador é especialmente relevante e urgente no atual momento econômico brasileiro, que enfrenta grave recessão e falta de disponibilidade de crédito.

37. Por essa razão, e ainda, diante da falta de previsibilidade do tempo que a CVM levaria para registrar uma oferta pública que envolvesse discussão a respeito do cabimento da estrutura de reembolso, referidas empresas não têm tido disposição para debater o assunto em questão no âmbito de oferta pública concreta, optando pela estruturação de operações que poderiam ter ganho de eficiência e segurança.

38. Foi diante deste contexto que as Consulentes tomaram a decisão de formular a presente Consulta.

IV - CONCLUSÃO

39. Conforme exposto, as Consulentes acreditam não apenas ser razoável, mas acima de tudo correta e mais aderente à intenção do legislador federal, a interpretação de que admite-se a estruturação de CRI com lastro em crédito imobiliário por força de sua destinação que envolva, em parte ou totalmente, o reembolso de despesas já incorridas com a aquisição e/ou construção de imóveis.

40. Isso porque, conforme exposto:

(i) uma interpretação estrita (sistemática e funcionalmente alinhada aos fins perseguidos pelo respectivo diploma legal) da Lei nº 9.514/97, sua Exposição de Motivos e regulamentação aplicável conduz a tal conclusão;

(ii) a estrutura representa expressivo ganho de eficiência de operações imobiliárias - totalmente aderente à intenção do legislador - e de segurança, ao se eliminar o risco de aplicação inadequada de recursos;

(iii) a Lei nº 12.431/11 contém expressa previsão a respeito da possibilidade de CRI contar com estrutura de reembolso.

41. No entanto, em função da ausência de orientação neste sentido, as Consulentes solicitam que esta autarquia manifeste o seu entendimento a respeito da matéria ora aventada, confiante de que o fará em atenção ao seu mandato legal de orientar o mercado e atuar pelo seu desenvolvimento."

- Expediente de 19/09/2017:

“XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., e Cantidiano Advogados, já qualificados no processo em epígrafe, vem, pela presente, apresentar ADITAMENTO à consulta formulada em 16 de fevereiro de 2017[6] (“Consulta”), em razão de determinados fatos novos, notadamente recente decisão do Colegiado que indeferiu, no dia 26 de junho de 2017, o pedido de registro de determinada oferta pública de certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) no âmbito do Processo CVM nº 19957.009618/2016-30.

As Consulentes entendem que o presente Aditamento se faz necessário uma vez que o tema objeto da presente Consulta foi parcialmente abordado pela autarquia no âmbito de referido processo.

Em razão de circunstâncias específicas do caso, no entanto, alguns argumentos não foram enfrentados, o que poderia prejudicar a análise da Consulta.

Neste sentido, com o objetivo de fornecer alguns elementos adicionais, que permitam a CVM alcançar o entendimento mais adequado a respeito da matéria, o presente Aditamento tem, por objetivo, apresentar: (i) breve resumo da operação recentemente indeferida e dos entendimentos manifestados pela autarquia no mencionado precedente; e (ii) alguns contrapontos aos argumentos manifestados pela CVM.

I – Precedente BR Properties

I.I – Breve resumo da operação

O precedente em questão envolveu o indeferimento do registro de oferta pública de CRIs de emissão da RB Capital Companhia de Securitização (“Ofertante”), lastreados em debêntures de emissão da BR Properties S.A. (“Companhia” e “CRI BR Properties”, respectivamente).

As debêntures foram emitidas em dezembro de 2016, com cláusula de repactuação das suas condições (incluindo prazo e remuneração)[7], e subscritas, na ocasião, por nove fundos de investimento. Caso os debenturistas aceitassem as condições de repactuação, as debêntures não seriam cedidas e a oferta de CRI seria revogada.

Já se os debenturistas não aceitassem as condições de repactuação, a Companhia recompraria as debêntures e as cederia para a Ofertante, a qual, por sua vez, emitiria cédula de crédito imobiliário – CCI para fins de constituição do lastro dos CRI.

Os recursos obtidos pela Companhia com a emissão das debêntures já haviam sido integralmente utilizados, também em dezembro de 2016, na aquisição de imóvel pertencente a fundo imobiliário em que a Companhia figurava como único cotista.

I.II – Manifestações Área Técnica

Em sua análise, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”) manifestou entendimento de que, em resumo, a destinação dos recursos, por si só, não caracterizaria um crédito como sendo imobiliário, sendo fundamental que (i) a transação que desse origem aos créditos possuía sentido econômico, e ainda, (ii) a destinação dos recursos se desse posteriormente à captação dos recursos oriundos da emissão de CRI.

Neste sentido, no entendimento da área, considerando que os recursos foram, em essência, direcionados ao reembolso de valor já gasto pela Companhia na aquisição de imóvel que já pertencia a ela indiretamente, a operação não atendia as finalidades da Lei nº 9.514/97.

A Procuradoria Federal Especializada da CVM (“PFE”) se manifestou em sentido bastante semelhante, esclarecendo, em apertada síntese, que a operação não atendia ao requisito imposto pelo inciso I, art. 8º da Lei nº 9.514/97^[8] (no que se refere à necessidade de a operação vincular-se a um imóvel), na medida em que o vínculo exigido pela referida lei só restaria configurado após a captação de recursos.

As áreas técnicas também indicaram que a operação não observaria os precedentes da CVM que obrigam que a destinação de recursos se desse em prazo determinado (até o vencimento dos CRI), em razão da existência de cláusula de repactuação, e ainda, que a ausência de limitação temporal não atenderia aos objetivos de estimular o mercado imobiliário.

Por essas razões, as áreas técnicas da CVM sugeriram o indeferimento da operação, e ainda, manifestaram entendimento de que, de forma geral, não seria possível se estruturar oferta pública de CRI lastreado em debêntures cuja destinação dos recursos captados fosse o reembolso de valor pago em transação imobiliária realizada antes da emissão dos CRI.

I.III - Entendimento Colegiado

O Colegiado da CVM, por sua vez, não se manifestou especificamente a respeito da legalidade da estrutura de reembolso.

Isso porque, nos termos do voto do então Presidente Leonardo Pereira, acompanhado pela unanimidade^[9] do Colegiado, devido a certas particularidades do CRI BR Properties, não seria necessário avaliar a regularidade das demais características da oferta em questão.

Nesse sentido, o Presidente seguiu esclarecendo que a operação aparentava ser desprovida de substância econômica – na medida em que não havia um projeto imobiliário específico, tratando-se de operação aparentemente “idealizada com o objetivo de constituir, de maneira artificial, o lastro do CRI” –, o que desvirtuaria a essência da Lei nº 9.514/97 e por si só já justificava o indeferimento.

II - Ponderações e Informações Adicionais

Inicialmente, fundamental destacar que o presente Aditamento não pretende discutir se a operação imobiliária que constituiu o lastro do CRI BR Properties possuía ou não substrato econômico.

O objetivo das Consulentes é, tão somente, segregar a discussão envolvendo a legitimidade de estrutura de reembolso (de forma mais geral, e desde que observados determinados contornos indicados na Consulta), da discussão específica da operação de CRI BR Properties, ou de qualquer outra operação que venha a surgir e possua estrutura diferente da que ora se defende.

Isso porque uma manifestação da CVM a respeito da questão, de forma mais genérica, certamente fornecerá elementos mais claros e abrangentes ao mercado e, por consequência, fornecerá maior segurança jurídica e estímulo à estruturação de um leque mais amplo de novas operações.

Neste sentido, o presente Aditamento traz algumas ponderações e argumentos adicionais, abaixo detalhadas, aos argumentos utilizados pela SRE e PFE no que se refere à ilegitimidade da estrutura de reembolso, na medida em que, conforme se verificará a seguir, os argumentos aparentemente se sustentam apenas na hipótese em que a operação imobiliária que sirva de lastro para emissão de CRI não seja dotada de substância econômica.

II.I – A estrutura de reembolso não afronta à Lei nº 9.514/97

A primeira ponderação refere-se ao argumento da PFE de que a estrutura de reembolso representaria afronta ao art. 8º, inciso I, da Lei nº 9.514/97, que exige a vinculação de emissão de CRI à imóvel. Isso porque, no entendimento da Procuradoria, o vínculo exigido pela lei deve se configurar necessariamente após à captação de recursos[10].

Ocorre que, com a devida vênia, a lei não faz qualquer referência que possa conduzir a tal interpretação, sendo exigido apenas que o imóvel vinculado ao lastro seja previamente identificado no termo de securitização. Em outras palavras, não há qualquer indicação na Lei nº 9.514/97 de que os recursos captados com emissão de CRI devam ser obrigatoriamente aplicados após a captação.

Além disso, a Exposição de Motivos de referida Lei sinaliza com muita clareza, em diversos trechos (indicados com detalhes na Consulta), sua intenção de estimular o financiamento imobiliário de forma abrangente e à luz dos princípios da desregulamentação da economia.

II.I – A Consulta sugere o estabelecimento de prazo para utilização de recursos, em linha com Lei nº 12.431

Outro argumento utilizado pelas áreas técnicas para defender a ilegitimidade da estrutura de reembolso refere-se à indefinição de prazo para a utilização dos recursos captados, – o que não seria admitido em razão de desvio de finalidades da Lei nº 9.514/97, e inclusive contraria precedentes recentes da autarquia[11].

Este argumento possivelmente fazia sentido na apreciação do Precedente específico, em que havia cláusula de repactuação, mas não parece aplicável no caso da presente Consulta, em que não apenas se reconhece a importância da limitação de prazo, como se sugere que referida possibilidade esteja limitada aos gastos incorridos em data igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da oferta pública.

Referido prazo, importante mencionar, foi sugerido por ser o prazo previsto pela Lei nº 12.431/11, que estabeleceu um regime tributário privilegiado para ativos e instrumentos financeiros destinados a investimentos de longo prazo e, conforme descrito em maiores detalhes a seguir – faz expressa menção à existência de estrutura de reembolso em operações de CRI.

II.II – Lei nº 12.431 contém previsão expressa quanto à estrutura de reembolso em operações de CRI

Um ponto fundamental, e que não foi abordado pelas áreas técnicas em suas análises, refere-se ao fato de que a Lei nº 12.431/11, que também trata de títulos incentivados, contém previsão expressa a respeito da legitimidade de estrutura de reembolso em operações de CRI.

Ora, se a existência de estrutura de reembolso desvirtua as finalidades da Lei nº 9.514/97, como explicar a existência de outra Lei, que também trata de incentivos fiscais, que a permita de forma expressa?

Teria a Lei em questão criado uma subclasse de CRI específico que poderia, excepcionalmente, se utilizar de tal estrutura de reembolso sem desvirtuar as finalidades da Lei nº 9.514? Nos parece que não, pois se assim o fosse, o texto legal teria sido expresso neste sentido.

Não obstante, a Lei trata do tema de forma diversa, indicando, dentre as características que o CRI deve ter para fazer jus à determinado tratamento fiscal, a obrigação de ter procedimento que demonstre o reembolso de gastos. Vejamos:

“Art. 1. (...)

§ 1º-B. Para fins do disposto no inciso I do caput, os certificados de recebíveis imobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada, e ainda, cumulativamente, apresentar os seguintes requisitos:

(...)

VI - procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação.”

A forma como a Lei nº 12.431/11 tratou da matéria afasta qualquer dúvida a respeito da legitimidade de estrutura de reembolso em operações de CRI, sendo, no entanto, fundamental que se analise o dispositivo específico em questão com cuidado, para que não se chegue a conclusões excessivamente restritivas a respeito do seu alcance.

O §1-B do art. 1 de referida Lei traz um rol taxativo com requisitos específicos, mais restritivos, que determinado título deve observar para que faça jus ao tratamento fiscal mais benéfico de que trata referida lei. O inciso VI, especificamente, impõe a existência de procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados, seja (i) no pagamento futuro, seja (ii) no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionadas a projetos de investimento.

Verifica-se, portanto, que o requisito específico e mais restritivo listado no inciso em questão refere-se à existência de procedimento simplificado que demonstre a correta alocação dos recursos aplicados, pois a aplicação adequada em si - seja para pagamentos futuros ou o reembolso de despesas incorridas - é característica intrínseca do CRI.

Por esse motivo, inclusive, o dispositivo em questão se refere, conjuntamente, à destinação com gastos futuros e o reembolso de despesas já incorridas. Pela lógica, portanto, se a estrutura de reembolso fosse privilégio dos “CRIs de Infraestrutura”, a Lei nº 12.431/11 teria sido expressa neste sentido, pois não faria sentido que a previsão de estrutura mais flexível (caso se admitisse que somente esses CRIs específicos pudessem adotar estrutura de reembolso) estivesse prevista no meio de rol de requisitos mais restritivos que lhes são impostos.

No entendimento das Consulentes, uma interpretação sistemática das Leis nº 9.514/97 e nº 12.431/11 indica que a estrutura de reembolso em operação de CRI – que, repita-se, observe determinados contornos, e seja lastreada em operação imobiliária com substrato econômico –, atende perfeitamente à finalidade de promover o desenvolvimento do mercado imobiliário.

II.III – Estrutura promove o financiamento imobiliário com mais eficiência e menos risco

Objetivamente falando, a possibilidade de se destinar recursos captados por meio de uma emissão de CRI tanto a gastos futuros quanto ao reembolso de despesas já incorridas possui duas importantes vantagens: (i) aumento de eficiência em operações imobiliárias; e (ii) eliminação do risco de aplicação inadequada de recursos.

O aumento de eficiência ocorre na medida em que determinada empresa poderia realizar a aquisição ou reforma de um determinado imóvel com agilidade, dando início aos seus projetos imobiliários (com recursos próprios ou de terceiros, por meio de empréstimos privados), se aproveitando de janelas de oportunidade sem ter que aguardar todo o trâmite de registro e liquidação financeira de uma oferta pública.

Referida empresa poderia, ato contínuo, se aproveitar dos benefícios do mercado de capitais, captando recursos a taxas potencialmente mais baixas do que aquelas contratadas para o início de seus projetos imobiliários, e utilizar tais recursos para o reembolso de gastos ou despesas incorridas anteriormente, inclusive a quitação antecipada de eventuais empréstimos incorridos.

Dessa forma, seria possível diminuir seu custo médio ponderado de capital e eventualmente viabilizar projetos imobiliários antes inviáveis.

Este ganho de eficiência parece atender perfeitamente aos objetivos almejados pela Lei nº 9.514/97 – quando se trata de operação imobiliária com substrato econômico, evidentemente –, principalmente porque não implica em acréscimo de risco, pelo contrário.

E é justamente essa a segunda importante vantagem que se apresenta da admissibilidade da estrutura de reembolso: a eliminação do risco de aplicação inadequada de recursos captados – alvo de preocupação da CVM nos Precedentes Burger King e Cyrela[12]. O risco em questão se elimina por completo, pois no momento da emissão já há a comprovação concreta de que os recursos captados por meio de financiamento imobiliário foram ou estão sendo efetivamente aplicados da forma correta e tal como informada ao mercado. Ressalta-se, inclusive, que o princípio do full and fair disclosure é a pedra fundamental do mercado de capitais e da regulamentação que trata de ofertas públicas de valores mobiliários.

III – Relevância e Urgência

Antes de concluir, as Consulentes reforçam colocação já pontuada na Consulta, a respeito da relevância e urgência do objeto da mesma.

O esclarecimento se justifica na medida em que, ao longo dos últimos anos, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e o Colegiado vêm manifestando o seu entendimento a respeito da estruturação e oferta de CRI no âmbito de processos de registro de ofertas públicas

concretas.

Quando há efetivamente uma oferta em curso, a verificação da relevância e urgência é bem mais simples e indiscutível. Quando não há, tal apuração não é tão imediata. Não obstante, o fato de não existir uma oferta pública em curso não significa que determinado esclarecimento não se faça necessário, em razão de seu potencial impacto positivo para o mercado.

Se por um lado a discussão de determinado tema mais polêmico no âmbito de oferta pública concreta é benéfica na medida em que a CVM tem a oportunidade de analisar todos os aspectos de determinada estrutura e oferta pública, por outro, é significativamente onerosa para os participantes envolvidos, não apenas em termos de custos com contratação dos prestadores de serviços, mas também – e principalmente –, em razão da imprevisibilidade temporal e de potencial risco de imagem diante de eventual indeferimento do pleito.

A confirmação da legitimidade da estrutura de reembolso, com indicação dos contornos admitidos, certamente gerará maior previsibilidade, estímulo a novas operações e possivelmente provocará um efeito multiplicador positivo no mercado brasileiro, tornando as atuais operações de CRI mais eficientes.

Não é à toa que o pleito foi apresentado pela ANBIMA, no âmbito da Audiência Pública que discute a edição de norma que regulará a emissão de certificados de recebíveis do agronegócio que sejam objeto de oferta pública.

Tal efeito multiplicador é especialmente relevante e urgente no atual momento econômico brasileiro, que começa a dar seus primeiros sinais de melhora.

Por essa razão, e ainda, diante da falta de previsibilidade do tempo que a CVM levaria para registrar uma oferta pública que envolvesse discussão a respeito do cabimento da estrutura de reembolso, referidas empresas não têm tido disposição para debater o assunto em questão no âmbito de oferta pública concreta, optando pela estruturação de operações que poderiam ter ganho de eficiência e segurança.

IV - CONCLUSÃO

Diante do exposto, as Consulentes acreditam não apenas ser razoável, mas acima de tudo correta e mais aderente à intenção do legislador federal, a interpretação de que admite-se a estruturação de CRI com lastro em crédito imobiliário por força de sua destinação que envolva, em parte ou totalmente, o reembolso de despesas já incorridas com a aquisição e/ou construção de imóveis – em se tratando de operações imobiliárias com substrato econômico.

Isso porque, conforme exposto:

(i) a estrutura de reembolso defendida pela Consulta é diversa daquela contemplada no CRI BR Properties, cujo registro de oferta foi indeferido pela CVM – pois tratam-se de operações com substrato econômico e com limitação de prazo em linha com a Lei nº 12.431/11;

(ii) a Lei nº 12.431/11 contém expressa previsão a respeito da

possibilidade de CRI contar com estrutura de reembolso, sendo incoerente a interpretação de sua ilegitimidade; e

(iii) a estrutura de reembolso incentiva o mercado de financiamento imobiliário na medida em que representa expressivo ganho de eficiência de operações imobiliárias (ao conferir maior flexibilidade na gestão de projetos imobiliários), e de segurança (ao se eliminar o risco de aplicação inadequada de recursos).

No entanto, em função da ausência de orientação neste sentido, as Consulentes solicitam que esta autarquia manifeste o seu entendimento a respeito da matéria ora aventada, confiante de que o fará em atenção ao seu mandato legal de orientar o mercado e atuar pelo seu desenvolvimento."

II. Nossas Considerações

5. Primeiramente, cabe verificarmos alguns dispositivos da regulamentação aplicável aos CRI, além de como esta Autarquia vem evoluindo seu entendimento ao longo do tempo a respeito do que poderia ou não constituir lastro para emissão de tais títulos.

6. 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.

7. 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)

8. 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.

9. 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.

10. 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).

11. 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.

12. 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 podem 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)

13. 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.

14. 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”*.

15. 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.

16. 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.”*

17. 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.”*

18. 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.

19. 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.

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

21. 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."*

22. 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."*

23. Em Decisão datada de 12/12/2017 (Processo CVM nº 19957.010578/2017-50), o Colegiado da CVM manifestou-se no âmbito de pedido de registro de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização ("Segundo Caso Rede D'or").

24. Tal pedido tratou, novamente, de uma emissão de CRI com lastro em debêntures devidas pela Rede D'or São Luiz S.A., 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.

25. Nessa oportunidade, 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.

26. Com a aprovação dessa operação pelo Colegiado da CVM, em conjunto com a decisão proferida no âmbito do caso de Cyrela, em nosso entendimento, a possibilidade de emissão de CRI lastreados em créditos imobiliários em sua destinação passou a estar pacificada nos casos em que fique comprovado o efetivo direcionamento dos recursos levantados por meio de oferta pública a imóveis previamente identificados nos documentos da operação.

27. 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.

28. Referido Recurso questionava exigência formulada pela SRE, mais especificamente pela Gerência de Registros 1 - GER-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.

29. 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*".

30. O Colegiado da CVM, não obstante, decidiu, por maioria, pelo provimento do recurso supra, tendo em via que, em seu entendimento:

"(...) o empréstimo a pessoal natural com pacto adjetivo 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.(...)”

31. 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.

32. 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.

33. Já os créditos envolvidos na 5ª possibilidade de lastro elencada no parágrafo 31 acima seriam aqueles considerados como imobiliários pela sua destinação.

34. Com relação ao tema objeto da presente Consulta, qual seja, a possibilidade de emissão de CRI lastreado, parcialmente ou totalmente, em reembolso de despesas já incorridas com a aquisição e/ou construção de imóveis, vale ressaltar que o mesmo não teve, até o momento, a oportunidade de ser apreciado pelo Colegiado da CVM. Porém, foi objeto de manifestação por parte desta área técnica em uma ocasião, no âmbito do pedido de registro das 149ª, 150ª e 151ª séries da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização, cujo único devedor dos créditos imobiliários seria a BR Properties S.A. (*“Precedente BR Properties”*).

35. Em que pese tal caso ter sido submetido em sede de Recurso ao Colegiado da CVM, a questão do reembolso de despesas já incorridas não chegou a ser abordada pelo mesmo, conforme se verifica da Decisão abaixo transcrita:

“Recurso CONTRA DECISÃO DA SRE - REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS - RB CAPITAL COMPANHIA DE SECURITIZAÇÃO - PROC. SEI 19957.009618/2016-30

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

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

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

Nesse contexto, a SRE apresentou exigências alegando que:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

A SRE corroborou que a operação em questão não atenderia à finalidade

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

Segundo a área técnica, tanto operações de financiamento imobiliário e de compra e venda de imóveis, quanto operações de locação de imóveis, normalmente atingem o objetivo da Lei 9.514 de forma natural, a não ser que sejam artificialmente realizadas, desprovidas de sentido econômico, com o intuito exclusivo de lastrear a emissão de CRI e viabilizar uma captação mais barata de recursos. A SRE salientou, novamente, que nessas operações, lastreadas em créditos imobiliários na sua origem, a destinação dos recursos não é o fator que fará com que a operação atenda ou não aos objetivos da Lei 9.514, mas sim a transação em si que gerou tais créditos.

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

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

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

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

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

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

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

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

36. Conforme se verifica da leitura do Precedente BR Properties, embora o Colegiado da CVM tenha decidido, seguindo o voto do então Presidente Leonardo Pereira, pelo indeferimento daquele pedido de registro, **foi observado que, pelas particularidades daquele caso, as debêntures que serviriam de lastro não cumpririam com o conceito de crédito imobiliário para fins de emissão pública de CRI, o que dispensaria a avaliação sobre a regularidade das demais características da Oferta, entre as quais a possibilidade de os recursos que seriam captados fossem direcionados ao reembolso de aquisição de imóvel anteriormente ocorrida.**

37. Não obstante a questão de reembolso não ter sido enfrentada naquela ocasião, esta área técnica manifestou-se sobre o tema por meio do Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1, o qual consubstanciou o posicionamento desta área técnica naquele caso, nos seguintes termos:

"72. Primeiramente, cabe lembrar que a possibilidade de emissão de CRI com lastro em debêntures já foi uma evolução no entendimento da CVM, conforme mencionamos na parte inicial da presente seção.

73. Não obstante haver atualmente essa possibilidade, a estrutura de CRI com lastro em debêntures não pode deixar de observar os preceitos legais, como, por exemplo, o vínculo imobiliário previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997.

74. Nesse sentido, sendo a debênture um crédito imobiliário na sua destinação passível de lastrear CRI, é exatamente a destinação dos recursos obtidos com a emissão dos CRI a imóveis que configurará esse vínculo, devendo a mesma, em nosso entendimento, ser realizada a partir da emissão dos referidos títulos.

75. Do contrário, abrir-se-ia a possibilidade para a emissão de CRI com lastro em debêntures que foram emitidas há anos atrás, com a finalidade de se adquirir algum imóvel, cabendo apenas que o emissor de tais títulos repactue as cláusulas da sua escritura de emissão (alongando prazo e ajustando remuneração a mercado), de modo a poder utilizá-los na emissão do referido CRI no momento atual, o que, em nossa opinião, representaria um risco importante também no que se refere ao atendimento dos objetivos da Lei nº 9.514/97, uma vez que se estaria captando recursos por meio dos referidos títulos junto à poupança

popular sem que tais recursos fossem destinados a desenvolver o mercado imobiliário brasileiro.

76. Haveria ainda a possibilidade de que debêntures com cláusula de repactuação no modelo acima mencionado, e que já constituem lastro de um CRI, por exemplo, com prazo de 5 anos, possam vir a ser repactuadas muito próximas de seu vencimento, gerando a liquidação antecipada dos CRI que lastreavam, mas ficando disponíveis, agora com prazo de vencimento repactuado, a constituir lastro de um novo CRI, tudo porque um dia tais debêntures foram emitidas com a finalidade de se adquirir um imóvel.

77. Entendemos que tal risco é ainda mais nocivo, uma vez que haveria por parte dos emissores dessas debêntures o interesse claro em criar um lastro com prazo indeterminado para futuras emissões de CRI, considerando que os detentores desses CRI não seriam prejudicados com tal prática, dado que a liquidação antecipada poderia ocorrer muito próxima do vencimento original dos CRI, o que, na realidade, pouco impactaria o investimento por eles realizado (em termos de remuneração e prazo), mas viabilizaria a repactuação das debêntures, nos moldes que ocorre no presente caso, de modo a permitir a emissão de um novo CRI.

78. Sobre esse tema, cabe ainda mencionar alguns trechos da opinião da PFE-CVM, nos termos do Parecer elaborado por aquela área em resposta à consulta da SRE, opinião essa com a qual concordamos:

“Pontua a SRE, com propriedade, que a emissão da CRI no caso em análise não se vincula a qualquer imóvel ou empreendimento imobiliário, sendo certo que o vínculo exigido pela lei somente restará configurado após a captação de recursos, quando então serão utilizados no reembolso da compra de imóvel já adquirido pela BR Properties S.A.

A ausência de vinculação decorre da própria **estrutura da oferta** que, como visto, **não visa a qualquer tipo de desenvolvimento mercado imobiliário brasileiro, mas pretende, tão somente, incorporar à titularidade dominial da Devedora imóvel que integra o patrimônio do Ventura II-A Fundo de Investimento Imobiliário FII, gozando, para tanto, das isenções fiscais próprias da captação de recursos via CRI.**

Registra-se que, nos termos da decisão do Colegiado da CVM acerca do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 1ª série da 5ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários - Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A. [Caso Cyrela], citada supra, restou consignado que:

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

O Colegiado, por unanimidade, deliberou o deferimento da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414, acompanhando o entendimento da área técnica consubstanciado no Memorando nº 84/2016CVM/SRE/GER1”.

O trecho do Memorando nº 84/2016CVM/SRE/GER1, transcrito acima, segundo nos parece, trata de **dois pontos distintos**, quais sejam: **(i) a vinculação a determinado imóvel; (ii) e o prazo para utilização dos recursos, o qual deverá ocorrer**, segundo o entendimento consolidado pelo Colegiado, até a data em que perdurem as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução 414.

A vinculação e o prazo para utilização dos recursos, portanto, não se confundem: a primeira decorre da lei, constituindo norma de caráter impositivo e, como tal, não pode ser afastada pela vontade das partes; o segundo afigura-se-nos como uma exigência estipulada pelo Agente Regulador no exercício de seu poder normativo e que visa justamente ao enforcement da regra legal, inclusive na consideração de que os créditos que lastreiam a operação não são imobiliários quanto à origem, mas em razão de sua destinação.

No mais, entendemos que a fixação de um prazo para que se promova a utilização dos recursos mostra-se fundamental, sob pena de que a operação se transmude em uma captação de recursos, realizada em dissonância com aquilo de pretende a lei.

Pois bem. No caso concreto, observa-se que os créditos a serem cedidos não possuem, efetivamente, natureza imobiliária, quer no que toca à sua origem, quer no que toca à sua destinação, pelas razões elencadas no item precedente. **Destarte, a operação de securitização com lastro em tais créditos violaria o disposto na lei, que exige a caracterização do vínculo real no momento da emissão da CRI.**

O fato de a operação visar ao reembolso de imóvel já adquirido apenas reforça a ausência de direcionamento dos recursos ao fomento do mercado imobiliário, tratando-se, como bem registra a área técnica, de mera operação de capitalização”. (grifos nossos)

79. Considerando o exposto acima, reafirmamos nosso entendimento “de que a destinação dos recursos obtidos com a emissão de CRI lastreados em debêntures, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deverá ocorrer após a emissão dos CRI (operações futuras), não cabendo utilizar tais recursos como “reembolso” de transações imobiliárias passadas”, de modo que restaria prejudicada a estrutura montada para a presente operação.

(...)

128. Sobre o argumento de que mesmo nas operações tradicionais de emissão de CRI, onde o lastro é composto por contrato de financiamento imobiliário ou por contrato de compra e venda de imóveis, a transação

imobiliária se deu no passado e a cessão dos créditos imobiliários representaria um reembolso do valor desembolsado por uma das partes na referida transação, cabe destacar que os exemplos trazidos pela Recorrente são de casos em que o crédito é imobiliário na sua origem.

129. Nesses casos, reafirmamos nosso entendimento de que a destinação dos recursos não é o fator que fará com que a operação atenda ou não aos objetivos da Lei nº 9.514/97, mas sim a transação em si que gerou tais créditos, conforme mencionamos nos parágrafos 118 e 119 acima.

130. Reafirmamos ainda, no que tange às operações lastreadas em créditos imobiliários na sua destinação, como ocorre no presente caso, que o vínculo imobiliário está ligado exatamente à destinação dos recursos captados com a operação e, em nosso entendimento, tal vínculo não poderia se dar por meio de reembolso de valor pago no âmbito de transações imobiliárias passadas.

131. Isso porque, nesses casos, de modo que a destinação dos recursos a imóveis possa cumprir com o objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro, observando a finalidade da Lei nº 9.514/97, tal destinação deve se dar posteriormente à captação dos recursos oriundos da emissão dos CRI.

(...)”

38. Conforme se verifica da leitura dos trechos acima transcritos, esta área técnica entendeu pela impossibilidade de que uma emissão de CRI pudesse ter como destinação o reembolso de despesas incorridas anteriormente à realização da distribuição dos certificados, pois a caracterização das debêntures como crédito imobiliário seria configurada com a destinação dos recursos, a partir da emissão dos CRI, a empreendimentos imobiliários.

39. A PFE-CVM, instada a se manifestar sobre essa questão, corroborou com tal entendimento e complementou no sentido de que é necessário, por força de Lei, haver o direcionamento de recursos captados por meio de uma emissão de CRI ao fomento do mercado imobiliário, e que a estruturação dos CRI visando ao reembolso de imóvel já adquirido caracteriza a ausência de direcionamento dos recursos ao fomento do mercado imobiliário, tratando-se de mera operação de capitalização.

40. Na presente Consulta, embora não seja citado nenhum caso concreto específico para apreciação, entende-se que os CRI a serem estruturados, caso se julgue pela sua admissão, teriam uma estrutura diversa do Precedente BR Properties, pois, nas palavras dos Consulentes, tratariam-se de “operações com substrato econômico e com limitação de prazo em linha com a Lei nº 12.431/11”, ou seja, preveriam o reembolso de despesas incorridas nos últimos 24 meses que antecederem o encerramento da oferta.

41. Ademais, no entendimento das Consulentes, o reembolso estaria de encontro com as finalidades previstas pela Lei 9.514 e, ainda, haveria menção expressa à possibilidade de estruturação de CRI visando o reembolso de despesas na Lei 12.431.

42. Sobre o primeiro ponto, ou seja, que o reembolso de despesas observaria as finalidades previstas pela Lei 9.514, ratificamos o nosso entendimento expresso por meio do Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1 e corroborado pela PFE-CVM por meio do “PARECER n. 00010/2017/GJU-2/PFECVM/PGF/AGU, citado no Memorando em referência, ambos transcritos no parágrafo 37, acima, ou seja:

“132. no que tange às operações lastreadas em créditos imobiliários na sua destinação, (...), que o vínculo imobiliário está ligado exatamente à destinação dos recursos captados com a operação e, em nosso entendimento, tal vínculo não poderia se dar por meio de reembolso de valor pago no âmbito de transações imobiliárias passadas.

133. Isso porque, nesses casos, de modo que a destinação dos recursos a imóveis possa cumprir com o objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro, observando a finalidade da Lei nº 9.514/97, tal destinação deve se dar posteriormente à captação dos recursos oriundos da emissão dos CRI.”

43. Acreditamos, então, que subsiste a discussão sobre a possibilidade de estruturação de CRI visando ao reembolso de despesas em observância à Lei 12.431.

44. Referida Lei foi criada com a finalidade de incentivar a emissão de títulos de dívida de longo prazo para financiamento de projetos de infraestrutura considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, sendo posteriormente modificada pela Lei 12.844/13, que incluiu os CRI entre os títulos passíveis de emissão sob sua égide.

45. Para efetivamente incentivar o financiamento de projetos de infraestrutura, ficou estabelecida a isenção de imposto sobre a renda para investidores residentes ou domiciliados no exterior, bem como para investidores pessoa física residentes no país que adquirissem títulos emitidos no âmbito da Lei 12.431, nos seguintes termos de seus arts. 1º e 2º:

“Art. 1º Fica reduzida a 0 (zero) a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos definidos nos termos da alínea a do § 2º do art. 81 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a beneficiário residente ou domiciliado no exterior, exceto em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento), produzidos por:

I - títulos ou valores mobiliários adquiridos a partir de 1º de janeiro de 2011, objeto de distribuição pública, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificadas como instituições financeiras; ou

II - fundos de investimento em direitos creditórios constituídos sob a forma de condomínio fechado, regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM, cujo originador ou cedente da carteira de direitos creditórios não seja instituição financeira.

(...)”

“Art. 2º No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas em implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas residentes ou domiciliadas no País sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas:

I - 0% (zero por cento), quando auferidos por pessoa física; (...)

§ 1º O disposto neste artigo aplica-se somente aos ativos que atendam ao disposto nos §§ 1º, 1º-A, 1º-B, 1º-C e 2º do art. 1º, emitidos entre a data da publicação da regulamentação mencionada no § 2º do art. 1º e 31 de dezembro de 2030.

(...)"

46. Para que a emissão de valores mobiliários possa ocorrer nos termos da Lei 12.431 e, desse modo, proporcionar os incentivos fiscais supra a seus investidores, ficou estabelecida uma série de critérios que devem estar contidos entre as características de tais títulos. No caso dos CRI, tais características encontram-se listadas no § 1º-B de seu art. 1º, abaixo transcrito:

"§ 1º-B. Para fins do disposto no inciso I do caput [acima], os certificados de recebíveis imobiliários deverão ser remunerados por taxa de juros pré-fixada, vinculada a índice de preço ou à TR, vedada a pactuação total ou parcial de taxa de juros pós-fixada, e ainda, cumulativamente, apresentar os seguintes requisitos:

I - prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos, na data de sua emissão;

II - vedação à recompra dos certificados de recebíveis imobiliários pelo emissor ou parte a ele relacionada e o cedente ou originador nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional;

III - inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;

IV - prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias;

V - comprovação de que os certificados de recebíveis imobiliários estejam registrados em sistema de registro, devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas respectivas áreas de competência; e

VI - procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação."

47. O procedimento simplificado referido no inciso VI do § 1º-B do art. 1º da Lei 12.431 foi regulamentado por meio da Resolução do Conselho Monetário Nacional Nº 3.947/11, quando da adoção da Medida Provisória nº 517/2010 (posteriormente convertida na Lei 12.431), que assim dispõe:

"(...)

§ 1º Os projetos de investimento referidos nos incisos I e II do caput devem ser descritos de forma sucinta, completa e que permita sua individualização, incluindo, no mínimo, informações relativas ao:

I - objetivo do projeto;

II - prazo estimado para o seu início e encerramento ou, para os projetos de investimento já em curso, a descrição da fase em que se encontram e

a estimativa do seu encerramento;

III - volume estimado dos recursos financeiros necessários para realização do projeto;

IV - percentual que se estima captar com a emissão dos títulos ou valores mobiliários, frente às necessidades de recursos financeiros do projeto.

§ 2º Nos casos em que a distribuição pública seja feita com esforços restritos, nos termos da regulamentação da CVM, as informações de que trata este artigo devem ser incluídas no material de divulgação, se houver, e no aviso de encerramento da oferta pública.”

48. Como se percebe, os chamados CRI de infraestrutura, emitidos sob o guarda-chuva da Lei 12.431, devem seguir uma série de requisitos próprios, tais como serem de longo prazo, serem remunerados por taxa pré-fixada atrelada à TR ou a índice de preços, ter como destinação de recursos projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação.

49. Ademais, tais CRI devem contar com detalhamento do projeto de investimento ao qual se destinarão os recursos, tais como seu objetivo, fase em que se encontra, necessidade de recursos financeiros do projeto etc.

50. Atendendo a todos os requisitos, os investidores de tais CRI de infraestrutura fariam *jus* à isenção de imposto sobre a renda na forma apresentada na Lei.

51. Do exposto, verifica-se que a Lei 12.431 criou condições especiais, com isenção de imposto sobre a renda para os investidores lá discriminados, para a emissão de CRI (e outros valores mobiliários) buscando o atendimento à uma política de Estado que visa promover o financiamento de longo prazo voltado para projetos de investimento com ênfase em infraestrutura.

52. Desse modo, em nosso entendimento a menção expressa a “*reembolso de gastos*” só poderia ser aceitável na emissão de CRI que se enquadre integralmente no disposto na Lei 12.431, ou seja, apenas quando atenderem a todos os requisitos constantes de seu § 1º-B do art. 1º, de modo a atender aos objetivos daquela Lei.

53. Assim, embora entendemos que o reembolso de gastos não seja uma possibilidade que atenda à finalidade da Lei 9.514, conforme já expusemos no presente Memorando, o fato de os CRI de Infraestrutura contarem com Lei específica possibilita que, apenas em tais casos específicos, possa haver o reembolso de gastos entre a destinação dos recursos, na forma especificada na Lei 12.431, pois a norma especial afastaria a incidência da norma geral (a Lei 9.514).

54. Por outro lado, a estruturação de CRI que não observem todos os requisitos da norma especial estariam sujeitos à norma geral. Ou seja, não caberia a possibilidade de estruturação de CRI com lastro imobiliário por força de sua destinação que envolva, parcialmente ou totalmente, o reembolso de despesas já incorridas com a aquisição e/ou construção de imóveis, e que não se enquadre entre aqueles títulos de “infraestrutura”, pois não estaria adequada à Lei 9.514, conforme já explicitamos.

III. Conclusão

55. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando nosso entendimento pela

impossibilidade de estruturação de CRI com lastro imobiliário por força de sua destinação que envolva, parcialmente ou totalmente, o reembolso de despesas já incorridas com a aquisição e/ou construção de imóveis, em linha com os precedentes desta Autarquia.

[1] A despeito da proximidade dos temas em questão, após a realização de reunião com membros das áreas técnicas desta autarquia, foi possível perceber que as discussões em questão se encontram em diferentes estágios de maturidade, razão pela qual, em benefício do tempo, as Consulentes decidiram pela apresentação de Consultas apartadas.

[2] Referência de prazo foi retirada da Lei nº 12.431/11.

[3] Na ocasião, não obstante a orientação se referir a forma mais adequada de se interpretar a Lei que criou os certificados de recebíveis do agronegócio, não haveria porque interpretar a Lei que criou os CRI de forma diversa.

[4] Vale mencionar que o entendimento em questão é reforçado pelo art. 111 do Código Tributário Nacional, que dispõe a respeito da necessidade de se interpretar a legislação tributária que trata da outorga de isenções fiscais de forma literal.

[5] Processos SEI nº 19957.001669/2016-13 e nº 19957.000587/2016-51, julgados em 2016.

[6] Referida Consulta tem, por objetivo, confirmar o entendimento da CVM a respeito da possibilidade de, em se tratando da emissão de CRI com lastro em “crédito imobiliário” por força de sua destinação, que os recursos captados possam ser destinados tanto à aquisição e/ou construção de imóveis predeterminados, quanto ao reembolso de despesas de natureza imobiliária e predeterminadas, desde que: (i) referidas despesas estejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, identificação dos valores envolvidos, detalhamento dos gastos, especificação individualizada dos imóveis aos quais os gastos estejam vinculados, e indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado a respectiva matrícula; (ii) todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem os gastos sejam disponibilizados ao agente fiduciário; (iii) os gastos tenham sido incorridos em data igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da oferta pública.

[7] As debêntures deveriam ser repactuadas por decisão do conselho de administração da companhia, em até 180 dias contados de sua emissão, observado que a não repactuação ensejaria o vencimento automático das obrigações decorrentes das debentures.

[8] Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização, 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 a respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido (...).

[9] Participaram da Reunião de Colegiado em questão, além do então Presidente Leonardo Pereira, os Diretores Pablo Renteria e Henrique Machado.

[10] De acordo com a PFE, na conclusão de seu Parecer a respeito da operação: “(...) *concluimos pela impossibilidade de que determinado CRI seja lastreado em debêntures cuja destinação dos recursos sirva ao “reembolso” de valor pago em transação imobiliária realizada anteriormente à emissão, por afronta ao disposto no artigo 8º, I da Lei 9.514/97*”.

Processo CVM nº 19957.000587/2016-51, julgado em 16.8.2016; Processo CVM nº 19957.009281/2016-61, julgado em 24.1.2017; e Processo CVM nº 19957.001682/2017-53, julgado em 2.5.2017.

[12] Processos SEI nº 19957.001669/2016-13 e nº 19957.000587/2016-51, julgados em 2016.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER

Gerente de Registros-1 em exercício

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

Atenciosamente,

DOV RAWET

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

Alexandre Pinheiro dos Santos

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Gerente em exercício**, em 29/03/2019, às 11:49, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 29/03/2019, às 12:46, 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 29/03/2019, às 21:11, 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 **0723092** e o código CRC **AE775B44**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0723092** and the "Código CRC" **AE775B44**.*