

OF. DIR. 011/2020

São Paulo, 03 de março de 2020.

Ao senhor

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais (SIN)

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Assunto: Operações de Permuta Imobiliária

Prezados senhores,

Primeiramente, gostaríamos de agradecer a disponibilidade para a reunião realizada no dia 14 de maio de 2019, na qual debatemos as operações de Permuta nos Fundos de Investimento Imobiliário. Este encontro foi importante para iniciarmos nosso diálogo sobre o tema, apresentando as características destas operações, e também, entender as preocupações do regulador na utilização deste instrumento pelo mercado.

A permuta é um instrumento de grande relevância no mercado imobiliário, sendo utilizado em diversas operações, sobretudo nas estruturas de Fundos de Investimento Imobiliário que investem na incorporação de imóveis visando proporcionar rentabilidade aos cotistas através de posterior alienação ou aluguel do imóvel, sendo que a participação no empreendimento pode ocorrer de diferentes formas: desde a aquisição do terreno ou em fase mais avançada do projeto imobiliário de uma incorporadora. Conforme a estratégia adotada, os fundos usualmente participam dos projetos de desenvolvimento por meio da aquisição de cotas de sociedade que irá desenvolver o projeto (“SPE”) ou via aquisição de terrenos para posterior permuta por um percentual do valor de vendas das unidades comercializadas ou, ainda, por unidades residenciais ou comerciais de incorporação imobiliária, questão pela qual é o objeto desta consulta, requisitos que as diferenciam de uma operação de empréstimo. Em suma, o objetivo da permuta é fazer com que o Fundo, e por consequência os seus investidores, possam se beneficiar das



vantagens do investimento em incorporação, cuja as boas rentabilidades se destacam, com os principais riscos desse segmento mitigados (detalhadas a seguir) trazendo proteção aos investidores dos fundos.

Diante da importância desse instrumento, gostaríamos de alinhar os conceitos e características com esta autarquia, para afastarmos qualquer equívoco sobre a utilização indevida de forma a caracterizar uma operação vedada pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 472, de 31 de outubro de 2008.

Desse modo, após discussões com os grupos representados pela ANBIMA, apresentamos algumas questões específicas sobre as características desse instrumento referido como “Permuta Imobiliária”.

I. Características

Para melhor explicitar estamos utilizando o termo "Permuta Imobiliária" para designar toda e qualquer operação que tenha por objeto a troca de um ativo imobiliário por outro, ainda que ocorra, por parte de um dos contratantes, o pagamento de parcela complementar em dinheiro, denominada torna.

Existem duas formas de Permuta Imobiliária mais usualmente praticadas no mercado imobiliário: (i) "Permuta Física", na qual o alienante recebe em contrapartida área construída - unidades autônomas prontas; e (ii) "Permuta Financeira", na qual o alienante passa a fazer jus ao recebimento de parcela do valor geral de vendas (geralmente definido como a receita decorrente da comercialização das unidades autônomas) (“VGV”).

A Permuta Imobiliária é amplamente utilizada em estruturas em que o alienante e/ou adquirente é um fundo de investimento imobiliário ("FII"), o qual transfere ativos de seu patrimônio imobiliário ou adquire ativos, conforme permitido (i) pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 472, de 31 de outubro de 2008, conforme alterada; (ii) pela Lei nº 8.668/93; e (iii) pelas demais disposições legais e regulamentares.

Para mitigar os riscos de cumprimento das obrigações assumidas pelo incorporador, o FII pode construir salvaguardas que visam garantir o atendimento a certas condições que não têm o objetivo de garantir o retorno do investimento, como numa operação de renda fixa. As condições podem incluir desde não cumprimento, dentre outros: data de lançamento, realização de operações intragrupo, alterações no projeto, movimentações de caixa na SPE para uso fora do escopo do empreendimento, não constituição de patrimônio de afetação, estouros de custos (como obras), deterioração de crédito do incorporador, vendas de unidades do empreendimento em condições diferentes das acordadas no projeto, etc.

Para garantir o cumprimento das obrigações acordadas, que são negociadas caso a caso e conforme o risco do empreendimento e do incorporador, são estruturadas salvaguardas tais como: (i) garantia de cotas da SPE responsável pelo empreendimento; (ii) fiança ou aval dos proprietários diretos ou indiretos



da SPE, (iii) opções de venda contra o incorporador em caso de não cumprimento de determinadas obrigações ou manutenção de determinadas condições, que, quando exercidas, podem ter uma fórmula para atualização do capital investido, o que pode simplificar e auxiliar no processo de execução em juízo. Importante mencionar que tal atualização usualmente não atende às exigências de retorno alvo do FII e são usadas apenas para minimizar as perdas.

II. Formalização

Atualmente, a estrutura mais comum para implementação de uma Permuta Imobiliária, utilizada pelo mercado imobiliário, consiste na lavratura de escritura de compra e venda, integralmente quitada por meio de: (i) moeda corrente; ou (ii) emissão pelo comprador, em caráter pró soluto, de nota promissória “NP” em benefício do vendedor.

Isso, pois, (i) para fins registrários, no entendimento de diversos Oficiais de Cartórios de Registro de Imóveis, o instrumento de promessa de permuta não é passível de registro (i.a) em razão de ausência de previsão na Lei nº 6.015/73 (“Lei dos Registros Públicos”); e (i.b) por se tratar de promessa de entrega de unidades futuras sem o devido registro do memorial de incorporação do empreendimento na matrícula do imóvel; e (ii) insegurança por parte do comprador, uma vez que o título de transferência da propriedade do imóvel não se encontra quitado (a quitação depende da entrega futura de unidades a construir). Tais fatos implicam na escolha predominante no mercado imobiliário, pela não utilização do instrumento de promessa de permuta e/ou escritura de permuta, mas, sim, pela utilização da estrutura aqui tratada de Escritura de Compra e Venda de Imóvel com pagamento através de NP e posterior novação da mesma (NP) pela obrigação de pagar com dação em pagamento de unidades e/ou em percentual do VGV.

Além disso, a transferência da propriedade sobre um imóvel só se torna plena e indiscutível (ressalvadas as hipóteses de discussão de passivos e fraudes anteriores) com uma escritura pública devidamente quitada. Ou seja, considerando que o desenvolvimento de um empreendimento imobiliário, usualmente, demanda capital e trabalho intensivo, há de se reconhecer a preocupação dos compradores acerca da devida quitação da respectiva compra do imóvel, de forma a evitar-se discussões futuras quanto à transferência, sem que a quitação importe em qualquer alteração da natureza da obrigação e receita a ser recebida em razão da Permuta Imobiliária.

Conforme mencionado acima, segue indicação do regramento que dificulta a utilização de estrutura de promessa de permuta/escritura de permuta, nas operações envolvendo unidade a ser construída.

O artigo 32 da Lei nº 4.591/64 (a qual regra, dentre outras matérias, as incorporações imobiliárias), define que o incorporador somente poderá negociar sobre unidades autônomas após ter o registro do memorial de incorporação do empreendimento no cartório de registro de imóveis competente.



O inciso I do artigo 167 da Lei dos Registros Públicos, Lei nº 6.015/73, elenca taxativamente os tipos de contratos que poderão ser recepcionados pelo cartório de registro de imóveis. A promessa de permuta não faz parte do rol de documentos passíveis de registro.

II. Utilização da Nota Promissória (“NP”)

Especificamente sobre a natureza jurídica da estrutura atualmente utilizada pelo mercado imobiliário, Marcelo Terra entende que:

*“[...] configura verdadeira permuta”, e conclui que **‘inobstante tal tipologia jurídica, a prática negocial e registrária aceitou a sua formatação como compra e venda com promessa de dação em pagamento ou compra e venda com preço convertido em obrigação de fazer, ou como dupla compra e venda com compensação do preço.’** (TERRA, 1991, p.72)*

Não obstante, podem ser consideradas como permuta, no âmbito do direito Civil, as operações quitadas de venda e compra de imóvel, seguidas pela celebração de instrumento de confissão de dívida e promessa de dação em pagamento, desde que aplicadas a este tipo de operação, as regras constantes na Instrução Normativa da Secretaria da Receita Federal do Brasil nº 107/88 (“IN 107/88”), a qual tem por objeto determinar os procedimentos a serem seguidos por pessoas jurídicas e pessoas físicas envolvidas em permutas imobiliárias, para fins de reconhecimento e tributação de eventual ganho.

A IN 107/88, além de esclarecer o que são operações de permuta, em seu item 4.1, também equipara expressamente a alienação de imóvel quitada com NP, seguida pela celebração de instrumento de confissão dívida, à uma permuta imobiliária para fins fiscais.

Mencionado item 4.1 tem a seguinte redação:

*“[...] 4.1 São aplicáveis às **operações quitadas de compra e venda de terreno seguidas de confissão de dívida e promessa de dação, em pagamento, de unidade imobiliária construída ou a construir, todos os procedimentos e normas constantes das Seções I e II desta instrução normativa, desde que observadas as condições cumulativas a seguir: [...]**”*

Para fins fiscais, a celebração de uma confissão de dívida e promessa de dação não implica no reconhecimento, pelos permutantes, de uma operação de dívida/empréstimo.

Importante que a análise da forma de quitação seja feita de forma sistemática com a estrutura de uma operação de permuta e, ainda, as demais normas legais e infralegais relevantes – como a mencionada IN 107/89. Isto porque a utilização da NP não tem o condão de alterar a natureza da operação (para um empréstimo ou dívida), mas sim viabilizar a formalidade necessária à efetiva transferência de imóveis.



Em razão das limitações regulatórias do FII, interesses e riscos inerentes às atividades das incorporadoras, a ausência de quitação na respectiva transferência do imóvel ao incorporador implica na existência de riscos e dificuldades suplementares à estrutura de permuta, em um mercado altamente sensível a riscos e custos adicionais.

Não obstante tal fato, existem estruturas cuja transferência não encontra-se devidamente quitada, sendo, nesses casos, necessários alguns esclarecimentos (especialmente quando o veículo utilizado pelo permutante é um FII).

Na hipótese do FII ser o alienante do imóvel, a manutenção do mesmo como incorporador pode lhe trazer riscos, dado que não será o FII a estar na gestão do dia a dia da incorporação. Nesta hipótese, portanto, a incorporação por mandato, por exemplo, pode acarretar vastas discussões com o incorporador, das quais destacamos **o potencial risco de caracterização da estrutura como prestação de serviços, com a incidência de tributação adicional aos valores recebidos pelo incorporador, conforme diversos entendimentos e decisões judiciais, sem prejuízo dos riscos indicados abaixo:**

(i) o incorporador fará o desembolso de quantia relevante sem ter relação direta com o ativo;

(ii) eventual complexidade na obtenção do financiamento à produção, em razão da manutenção do imóvel na titularidade do proprietário (neste ponto, caso o proprietário seja um FII, a obtenção do financiamento poderá ser inviabilizada, em razão da vedação da outorga de garantias pelo veículo – necessariamente o imóvel será onerado em favor do banco financiador); e

(iii) mantendo-se o imóvel na propriedade do FII, majora-se o risco de passivo contencioso, em decorrência da relação de consumo inerente à comercialização do empreendimento, em razão da ausência de estrutura contratual que regre as obrigações das partes envolvidas (o mandato outorgado nos termos da Lei nº 4.591/64 não aloca riscos e obrigações das partes).

Assim, resta claro que, a hipótese de venda do ativo pelo FII com a manutenção da propriedade em caso de incorporação posterior pode apresentar os riscos acima elencados e, portanto, não seriam recomendadas para operações nas quais o FII participe.

III. Não equiparação à operação de dívida

Não obstante a utilização de termos próprios de instrumentos de dívida, que poderia acarretar na incorreta equiparação à uma operação de dívida, a operação aqui tratada é de pagamento de valor pela compra de terreno a prazo. Neste ponto, a doutrina civilista e a IN 107/88 equiparam a estrutura jurídica contratual utilizada a uma operação de Permuta Imobiliária.



Adicionalmente, a Permuta Imobiliária utilizada pelo FII, implica na assunção pelo FII, de determinados riscos imobiliários que claramente afastam a natureza de dívida. Destaca-se:

- (i) risco decorrente da oscilação do valor de mercado do ativo imobiliário recebido na permuta;**
- (ii) risco de comercialização das unidades autônomas (risco de mercado);**
- (iii) risco atrelado ao valor geral de vendas (risco de performance);**
- (iv) risco de falta de financiamento imobiliário para os potenciais compradores das unidades do empreendimento;**
- (v) risco de pagamento pelos terceiros adquirentes (risco de inadimplência); e**
- (vi) risco de distrato das unidades autônomas.**

Para definição do percentual do valor geral de vendas ao qual o FII faz jus, é considerado o retorno alvo esperado pelo FII, sendo que o atingimento de tal retorno não é garantido, ao contrário de uma estrutura de dívida. Inclusive o retorno do investimento do FII se dá com a velocidade de vendas do projeto e não com fluxos de PMTs à exemplo de uma dívida.

Em alguns casos, pode ser negociada uma possibilidade de ativos não monetizados a valores de mercado. Esse mecanismo não visa garantir o retorno do FII, mas construir uma saída para liquidação dos ativos, mesmo que, com perdas de capital.

A outorga de garantias em favor do FII, presta-se exclusivamente a garantir o exercício de direitos e prerrogativas deste, não implicando em qualquer obrigação de pagamento mínimo e/ou de atingimento do retorno alvo, além de reforçar o direito real do FII sobre o imóvel via, por exemplo, um instrumento de alienação fiduciária.

IV. Crédito Quirografário

A respeito do tema em tela, cumpre-nos inicialmente delinear o conceito de credor quirografário, para então analisarmos os respectivos dispositivos da Instrução CVM nº 472 aplicáveis.

O crédito quirografário é aquele que decorre das obrigações assumidas em decorrência de obrigação contratual ou em decorrência de obrigação legal (i.e. sentenças judiciais), em relação aos quais não existe qualquer benefício em relação ao patrimônio do devedor (como, por exemplo, os créditos garantidos por garantias reais) e tampouco existe grau elevado de subordinação (como, por exemplo, as dívidas subordinadas, ou os próprios créditos que os sócios ou acionistas detêm contra a sociedade).



Neste sentido, a Lei nº 11.101 (Lei de Recuperação Judicial e Falências) estabeleceu em seus artigos 83 e 84 um regime de concurso de credores segundo o qual se definiu a seguinte ordem de preferência em relação aos créditos detidos contra uma sociedade em recuperação:

(i) créditos extraconcursais (incluindo aqueles decorrentes de créditos garantidos por garantias fiduciárias);

(ii) créditos trabalhistas;

(iii) créditos com garantia real;

(iv) créditos tributários; créditos com privilégio especial;

(v) créditos com privilégio geral;

(vi) créditos quirografários;

(vii) créditos decorrentes de multas contratuais e penas pecuniárias decorrentes de leis penais ou administrativas:

(viii) créditos subordinados; e

(ix) créditos detidos por sócios ou acionistas.

Já quando se observa o artigo 45 da Instrução CVM nº 472, dada a natureza dos investimentos que o FII está autorizado a realizar, não se verifica qualquer vedação a que o FII seja credor quirografário, dado que, nos termos do referido dispositivo, o FII pode inclusive deter posição mais subordinada do que a de credor quirografário, como, por exemplo, os incisos “ii” e “iii” que autorizam os FII a deterem ações ou quotas de sociedades que exerçam atividades imobiliárias. Ainda a este respeito, cumpre-nos também esclarecer que o mesmo artigo 45 admite a participação dos FII em ativos em relação aos quais o FII detenha a posição de credor quirografário, como ocorre, por exemplo, nos casos de aquisição de debêntures e notas promissórias (inciso “ii”) ou letras de créditos imobiliários (inciso “ix”) ou certificados de recebível imobiliário (“CRI”).

Assim, não identificamos qualquer vedação, sob a perspectiva legal e regulatória, a que os FII detenham a posição de credor quirografário em relação a determinado devedor, sendo que, nos termos da regulamentação em vigor, admite-se que os FII detenham posição ainda mais subordinada em relação aos créditos quirografários.

V. Considerações Finais



Diante do exposto, gostaríamos reiterar que as operações de Permuta Imobiliária utilizadas pelo FII não possuem características de empréstimo, mas sim de compra e venda a prazo, visto que esse instrumento exige a assunção de determinados riscos imobiliários que claramente afastam a natureza de dívida, como por exemplo, os riscos relativos à oscilação do valor do ativo imobiliário, à comercialização das unidades, ao valor das vendas e de pagamento pelos terceiros adquirentes, assumidos pelo FII, afastando qualquer semelhança a uma operação de empréstimo.

Além disso, não há garantia efetiva de retorno da operação, apenas é definido um percentual esperado, indicador que não possui garantia do parceiro/incorporador, assim como, a outorga de garantia que não estabelece qualquer obrigação de pagamento mínimo e/ou de atingimento do retorno alvo.

Nesse sentido, gostaríamos de confirmar nosso entendimento sobre este assunto e nos colocamos à disposição para a realização de novas conversas sobre tema, sempre com o objetivo de contribuir para o melhor entendimento sobre a indústria de fundos brasileira e seu desenvolvimento seguro e sustentável.

Atenciosamente,

Carlos Martins

Coordenador da Comissão Temática de Imobiliário da ANBIMA

