

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE
BRENO ALVES E CAVALHEIRO

**O REGIME JURÍDICO DA SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS NO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO**

São Paulo
2019

BRENO ALVES E CAVALHEIRO

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado como requisito para obtenção do título de Bacharel no Curso de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

ORIENTADORA: Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

São Paulo

2019

Cavalheiro, Breno Alves e

O REGIME JURÍDICO DA SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS
IMOBILIÁRIOS NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Universidade
Presbiteriana Mackenzie – São Paulo, 2019.

Orientadora: Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

1. Mercado de Capitais; 2. Securitização; 3. Crédito Imobiliário; 4. Certificado de
Recebíveis Imobiliários.

São Paulo

2019

BRENO ALVES E CAVALHEIRO

O REGIME JURÍDICO DA SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS NO
ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado como
requisito para obtenção do título de Bacharel no Curso de Direito
da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Aprovado em: __/__/__

BANCA EXAMINADORA

Examinadora: Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

Examinadora: Profa. Ms. Maria Cecília Ladeira de Almeida

Examinadora: Profa. Dra. Luiza Nagib

À minha família,
Com todo meu amor.

À Maria das Graças Alves e à Elizete das Graças Alves Silva,
Com meu eterno carinho.

À Manuela Porto e ao nosso futuro,
Que ainda está por vir.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, que permaneceu ao meu lado em todo o percurso desta caminhada, por tudo, especialmente pelo privilégio desta oportunidade e pela força para não desistir jamais.

Aos meus pais, Benedito de Jesus Cavalheiro e Maria Aparecida Alves e Cavalheiro, que tanto me instruíram no caminho da verdade, por todos os sacrifícios desmedidos e pela dedicação irrestrita, sem a qual certamente não seria possível a realização deste sonho. Ao meu irmão, Renan Alves e Cavalheiro, pelo companheirismo veraz e pela admiração encorajadora.

Agradeço, também, aos meus avós paternos, Maria Aparecida Cavalheiro e Narciso Cavalheiro, este último *in memorian*, e à minha família materna, em especial ao meu avô Jair Francisco Alves e aos meus tios, Jair Francisco Alves Filho, Elizabeth Alves e Lucinea Barreto, por todo o zelo despendido em minha criação e pela oportunidade ímpar de crescer em um lar envolto de tanto amor e cumplicidade. Com carinho especial, ao meu tio Carlos Fernando da Silva e aos meus primos, Marcus Vinicius Alves da Silva e Nicolas Alves da Silva, que me ensinaram ser possível enfrentar com destreza e coragem toda e qualquer adversidade da vida.

À minha avó materna, Maria das Graças Alves, e à minha tia, Elizete das Graças Alves Silva, *in memorian*, a quem devo as primeiras lições sobre o verdadeiro significado de amor e o aprendizado sobre a fugacidade da vida e a necessidade de se viver cada instante ao lado de quem se ama como se o último fosse.

Agradeço, ainda, à Manuela Porto, minha amada e eterna companheira, a quem devo a oportunidade de vivenciar o amor em sua forma mais sincera e de experimentar os melhores momentos da minha vida, por tanto me amar e ser luz nos meus dias mais difíceis, como fonte sem-par de apoio, carinho e incentivo.

Aos meus colegas de trabalho do Lefosse Advogados, pela amizade e aprendizado, especialmente ao Leonardo Garcia, Lucas Padilha, Ravel Carvalho e Vinícius Gagliardi.

Agradeço, também, a todos meus amigos e colegas de graduação da Universidade Presbiteriana Mackenzie, com quem tive oportunidade de conviver durante as aulas, e muitas vezes além delas, em especial ao Arthur Camargo, Camila Figueira, Carol Naves, Gabriel Bdine, Gabriela Calderon, Helena Abritta, Isabela Esher, Isabela Lira, Lígia Godoy, Luciana Marquete, Marília Faria, Marina Amaral, Pietro Petrone e Renato Leite Ribeiro, os quais sempre foram companheiros e parceiros dessa empreitada.

Por fim, agradeço à Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio, que acreditou no meu projeto de pesquisa e me aceitou como seu orientando, pelas valiosas observações e pelo incentivo à redação deste trabalho, e a todos que, de algum modo, contribuíram para esta conquista.

Entrega o teu caminho ao Senhor, confia nele, e o
mais ele fará. (Salmos, 37:5)

RESUMO

Este trabalho propõe-se a estudar, mediante abordagem teórica e prática, o regime jurídico das operações de securitização de créditos imobiliários no ordenamento jurídico brasileiro, bem como examinar as questões atuais das referidas operações em um contexto evolutivo da doutrina e dos casos práticos que lhe são submetidos à análise, haja vista o uso cada vez mais frequente desse mecanismo de financiamento das sociedades. Busca-se, também, examinar o funcionamento das operações de securitização de créditos imobiliários e as recentes propostas para incentivar sua realização. Dentre as questões mais controvertidas a serem estudadas neste trabalho, destaca-se o conceito de crédito imobiliário no contexto da securitização de recebíveis imobiliários, considerando a falta de definição quando de sua menção na Lei n.º 9.514/1997.

PALAVRAS-CHAVES: Mercado de Capitais. Securitização. Crédito Imobiliário. Certificado de Recebíveis Imobiliários.

ABSTRACT

This work aims to study, through a theoretical and practical approach, the legal system of securitization operations of real estate credits in the Brazilian legal system, and also examine their current issues within the evolutionary context of the doctrine and the case studies that are submitted to analysis, since the use of this financing mechanism by companies has been increasingly frequent. It also seeks to examine the functioning of the securitization operations of real estate credits and the current proposals to stimulate their execution. Among the most controversial issues to be studied in this work, the concept of real estate credit in the context of securitization of real estate receivables, considering the lack of definition when mentioned in Law 9,514 / 1997, is highlighted.

KEY WORDS: Capital Markets. Securitization. Real Estate Credit. Real Estate Receivables Certificate.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1	Estrutura Básica de uma Emissão de CRI	34
Figura 2	Estrutura Básica de uma Emissão de CRI lastreados em Créditos Imobiliários por Origem	36
Figura 3	Estrutura Básica de uma Emissão de CRI lastreados em Créditos Imobiliários por Destinação	38

LISTA DE ABREVIATURAS

BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BNH	Banco Nacional da Habitação
CCI	Cédulas de Crédito Imobiliário
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRA	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
LCI	Letras de Crédito Imobiliário
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
SCI	Sociedades de Crédito Imobiliário
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SRE	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1 O INSTITUTO DA SECURITIZAÇÃO	14
1.1 Conceito de Securitização	16
1.1.1 Conceito de Valor Mobiliário	18
1.2 Principais Elementos	19
1.2.1 Negócio Jurídico Subjacente	19
1.2.1.1 Operações de Crédito Bancário ou Crédito Não Bancário	21
1.2.1.2 Créditos Performados ou Não Performados	22
1.2.1.3 Garantias Atreladas aos Negócios Jurídicos Subjacentes	23
1.2.2 Originadores de Crédito	24
1.2.3 Cessão de Créditos	24
1.2.4 Veículos de Securitização	27
1.2.4.1 Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários	27
1.2.4.2 Companhias Securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio .	28
1.2.4.3 Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros	28
1.2.4.4 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios	29
1.2.4.5 Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados ...	30
1.2.4.6 Fundos de Investimento Imobiliário	30
1.2.5 Formas de Distribuição	31
2 A SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS	32
2.1 Título Emitido: o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)	33
2.2 Crédito-Lastro: o Crédito Imobiliário	34
2.2.1 Crédito Imobiliário por Origem	35
2.2.2 Crédito Imobiliário por Destinação	37
2.3 Arcabouço Jurídico-Institucional	39
2.3.1 O Sistema Financeiro da Habitação (SFH): Lei n.º 4.380/1964	40
2.3.2 O Sistema Financeiro Imobiliário (SFI): Lei n.º 9.514/1997	41
2.3.2.1 O Financiamento Imobiliário	42
2.3.2.2 A Securitização de Créditos Imobiliários e as Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários	42
2.3.2.3 O Regime Fiduciário	43

2.3.2.4	As Garantias das Operações de Financiamento Imobiliário	44
2.3.2.5	A Alienação Fiduciária de Coisa Imóvel	45
2.3.3	Outros Títulos Imobiliários: Lei n.º 10.931/2004	45
2.3.3.1	Letra de Crédito Imobiliário	46
2.3.3.2	Cédula de Crédito Imobiliário	47
2.3.4	A Regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários	48
2.3.4.1	Instrução CVM n.º 414/2004	48
2.3.4.2	Instrução CVM n.º 400/2003 e Instrução CVM n.º 476/2009	49
2.4	Decisões e Julgados	52
2.4.1	Caso CRI Rede D'Or	52
2.4.2	Caso CRI Cyrela	53
CONCLUSÃO		55
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS		56

INTRODUÇÃO

As sociedades necessitam de recursos para o desenvolvimento de suas atividades, tendo os acionistas e os credores como principais fontes de captação externas, especialmente por meio de capitalização ou de operações de securitização, respectivamente.¹

A capitalização ocorre por meio de realização de entradas, com a integralização do capital inicial no ato de constituição da sociedade (originária), ou nos casos de aumento de capital, em que há nova integralização (secundária), atribuindo-se aos respectivos investidores, nestes casos, a posição de sócio.²

Os credores, por sua vez, participam do financiamento de determinada sociedade por meio da realização de operações de securitização, isto é, da contratação de instrumentos financeiros de diferentes modalidades (debêntures, etc.) e características (curto, médio ou longo prazo; com ou sem garantias; etc.), que podem ou não ser reconhecidos em lei como valores mobiliários.³

As operações de securitização compreendem operações financeiras muito eficientes com relação à captação externa de recursos para o desenvolvimento de atividades econômicas, sobretudo em razão da possibilidade de antecipação do recebimento de determinados créditos. Trata-se, porém, de um instituto relativamente novo e em constante evolução, que possibilita às sociedades a captação recursos no âmbito do mercado de capitais com lastro em seus próprios recebíveis contra terceiros.

Ainda que tenham nascido da engenharia financeira, tais operações se originam de negócios estritamente jurídicos. Assim, os atos a elas inerentes, na cadeia de negócios jurídicos, estão submetidos a normas jurídicas distintas que, em conjunto, integram e constituem o regime jurídico do instituto no ordenamento jurídico brasileiro.

Desse modo, em vista da complexidade do tema e de sua contínua evolução, o objetivo do presente trabalho será delimitar e apresentar ao leitor o regime jurídico ao qual as operações de securitização estão submetidas no ordenamento jurídico brasileiro, sobretudo no tocante à securitização de créditos imobiliários e às emissões de CRI; e, por conseguinte, identificar e analisar as questões mais controversas acerca do tema.

¹ AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio Sobre o Regime Jurídico das Debêntures**, p. 1.

² Idem.

³ Idem.

1. O INSTITUTO DA SECURITIZAÇÃO

A trajetória da securitização no ordenamento jurídico brasileiro está intimamente associada ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Trata-se de um capítulo contemporâneo em seu percurso recém-iniciado.⁴

Historicamente, o processo de desenvolvimento da industrialização brasileira não apresentava instrumentos de financiamento privado de longo prazo. O financiamento bancário era limitado, de modo que os empréstimos eram concedidos por meio do BNDES ou os recursos eram provenientes do próprio Estado, por meio do desenvolvimento da atividade econômica por estatais ou empresas de capital misto⁵. Por esse motivo, tornou-se necessária a busca de alternativas para o financiamento de atividades no País, que não o financiamento bancário ou o financiamento estatal⁶, como as operações de securitização.

Tradicionalmente, é possível identificar nos Estados Unidos da América, de modo mais preciso do que no Brasil, o momento no qual as operações de securitização se iniciaram. Referidas operações se originaram nos anos 70 e teriam sido fruto de Wall Street, em um contexto no qual o setor imobiliário dos Estados Unidos estava assentado em uma próspera expansão, que se financiava de recursos de investidores e era beneficiada pela carência de moradias para suprir a necessidade dos “*baby boomers*” que atingiam condições de adquirir imóveis para suas próprias moradias.⁷

Não bastasse sua origem, o próprio termo “*securitization*”, utilizado no Brasil para denominar as operações de securitização, remonta a época. Trata-se de um neologismo publicado no Wall Street Journal em 1977, que ensejou o confronto da repórter responsável pela matéria por seu editor que, em razão do zelo do jornal pela excelência na aplicação da linguagem inglesa, teria dito à repórter que ela estaria utilizando o idioma de forma imprópria e que deveria encontrar expressão melhor para sua matéria. Contudo, diante da inexistência de outra palavra que melhor descrevesse tal operação, a expressão “*securitization*” passou a ser utilizada.⁸

⁴ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 14.

⁵ COSTA, Roberto Teixeira da. **Mercado de Capitais. Uma Trajetória de 50 anos**, p. 43, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 14.

⁶ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 14.

⁷ RANIERI, Lewis S. **The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential in Primer on Securitization**, p. 31, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 21.

⁸ *Idem*.

Atualmente, após um contínuo processo de evolução, as operações de securitização no âmbito internacional, em especial nos Estados Unidos, apresentam-se por meio de inúmeros instrumentos financeiros distintos. Muito embora no Brasil sejam considerados como operações de derivativos e não propriamente de securitização, destacam-se ferramentas que se tornaram mundialmente conhecidas como *asset-backed securities* (ABS), *credit default swaps* (CDS), *collateralized debt obligations* (CDOs) e *collateralized loan obligations* (CLOs).⁹

No Brasil, de modo diverso, não é possível identificar um momento preciso, no qual nasceram as operações de securitização. É factível identificar, entretanto, duas espécies de negócios jurídicos que figuram como estopim para a origem das operações de securitização no País: (i) operações de adiantamento à exportação, no final da década de 1980; e (ii) operações de financiamento de projetos imobiliários, nos anos 1990¹⁰. Outra espécie identificada é o “Mesbla Trust”, por meio do qual a Mesbla, uma popular rede de lojas no Brasil, diante da dificuldade na obtenção de crédito junto ao sistema financeiro, teria constituído uma sociedade de propósito específico, denominada Mesbla Trust, para a qual cedia seus recebíveis de vendas a prazo, que eram utilizado como lastro para emissão de debêntures, com vistas a se capitalizar por meio da “venda” de tais recebíveis¹¹.

Independentemente de tais marcos, é possível afirmar que as primeiras operações de securitização no Brasil remontam, na realidade, um tipo de operação envolvendo a emissão de letras de câmbio, por meio da qual sociedades de crédito, financiamento e investimento captavam recursos na década de 70¹². Conquanto não seja categórico que compreendiam uma operação de securitização propriamente dita, referidas operações podem ser classificadas, em razão de sua descrição, como a gênese das operações de securitização no Brasil¹³.

De todo modo, ainda que diante das operações mencionadas acima, somente em 1997 o instituto da securitização passou a ser precisamente positivado no Brasil¹⁴. Com a edição da Lei n.º 9.514/1997, associada à autorização da cessão de créditos por instituições financeiras sem a necessidade de autorização do BACEN e, ainda, à previsão para criação dos fundos de investimento em direitos creditórios, as operações de securitização se tornaram cada vez mais frequentes¹⁵.

⁹ GORTON, Gary. **Securitized Banking and the Run on Repo**, p. 9, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 21.

¹⁰ CAMINHA, Uinie. **Securitização**, p. 40.

¹¹ GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**, p. 38.

¹² AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, op. cit., p. 24.

¹³ Ibidem, p. 25.

¹⁴ Ibidem, p. 27.

¹⁵ Idem.

Nada obstante, ainda não se verifica, no ordenamento jurídico brasileiro, um arcabouço devidamente desenvolvido para as operações de securitização. Na atual conjuntura normativa brasileira, o que se constata no âmbito das securitizações são tão somente leis federais separadas por espécie de crédito mobilizado, regulamentadas por meio de normas específicas emanadas pela CVM.¹⁶

1.1. Conceito de Securitização

A definição do instituto da securitização no Brasil é tratada pelo próprio ordenamento jurídico, especificamente na legislação relacionada à securitização de créditos imobiliários.

A Lei n.º 9.514/1997, ao positivar o instituto da securitização de créditos imobiliários no ordenamento jurídico brasileiro, dispõe:

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 mesmo modo, a Lei n.º 11.076/2004, imbuída de tutelar a securitização de direitos creditórios do agronegócio, também prevê:

Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora [...]

Em complemento à definição legal sobre a qual versam a Lei n.º 9.514/1997 e a Lei n.º 11.076/2004, a doutrina específica da matéria também desenvolveu conceito próprio, por vezes mais consistente do que o previsto na legislação:

Consiste a securitização de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere créditos para uma outra empresa, que chamaremos de securitizadora, constituída especificamente para a execução deste projeto. Essa empresa adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio desta oferta pública de títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará à originadora pelos créditos a ela cedidos.¹⁷

¹⁶ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, pp. 14-15.

¹⁷ GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**, p. 19.

Sustenta, também, a doutrina que a securitização compreende a “monetização” de títulos de crédito:

Securitização pode ser definida como a “monetização” de títulos de crédito, ou seja, o processo de transformação de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais, através da utilização de determinados veículos.¹⁸

Sob a perspectiva do lastro objeto de securitização e, sobretudo, da distribuição dos títulos securitizados no mercado, defende a doutrina que a securitização compreende a colocação das *securities* junto ao público investidor:

[...] **securitizar** não significa “conversão direta de créditos em títulos mobiliários”, mas denota ter os créditos (recebíveis) como lastro – suporte da emissão – e como origem de receita (advindas da liquidação dos recebíveis). [...] Nesse contexto, já é possível ressaltar que a terminologia **securitização** é no sentido de colocar os *securities* junto ao público investidor, protegendo-os de eventuais questionamentos quanto ao lastro de tais *securities*.¹⁹

De todo modo, independentemente do conceito adotado, é evidente que as operações de securitização se originam a partir de operações de créditos, os quais serão cedidos para um “veículo”, que, por sua vez, emitirá títulos – ou, conforme o caso, valores mobiliários, sobre os quais se discorre a seguir²⁰ - lastreados em referidos créditos:²¹

[...] a securitização seria uma operação financeira, formada por um conjunto de negócios jurídicos individuais que se materializam em (i) contratos ou títulos, (ii) os quais são cedidos ou endossados para (iii) uma sociedade ou condomínio, denominados como veículos, (iv) que emitem títulos de participação, de dívidas, ou ainda, cotas representativas de uma fração de seu patrimônio líquido, (v) circuláveis ou resgatáveis, formando assim um novo negócio jurídico. Adicionalmente, não se deve esquecer que tais títulos ou cotas podem ser distribuídos por meio de ofertas públicas, colocando assim tal operação sob a tutela da Comissão de Valores Mobiliários.²²

Nesse sentido, depreende-se das definições acima, independentemente de qual se adote, que o instituto da securitização é composto por negócios ou institutos jurídicos isoladamente

¹⁸ CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. **Securitização no Brasil**, p. 5.

¹⁹ NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. **Securitização de Recebíveis Mercantis**, pp. 32-34.

²⁰ A explicação detalhada do conceito de valor mobiliário se encontra no item 1.1.1 deste trabalho.

²¹ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 19.

²² *Ibidem*, pp. 19-20.

tratados por regulamentação ou, no mínimo, doutrinariamente, quais sejam: (i) o negócio jurídico subjacente, que gera um direito a ser transferido, (ii) a cessão, que será o meio para formalizar a transferência do direito, (iii) o veículo que receberá tal direito, (iv) o título que será emitido a partir da mobilização dos direitos, (v) o mecanismo para emissão e oferta desses títulos e, por fim, (vi) os destinatários de referida oferta²³. A respeito desses elementos, passa-se a discorrer em momento oportuno²⁴.

1.1.1. Conceito de Valor Mobiliário

A definição de valor mobiliário é assunto relevante para o mercado financeiro e de capitais brasileiro, especialmente no contexto das operações de securitização.

Ao tratar da securitização de créditos imobiliários e de direitos creditórios do agronegócio, respectivamente, o artigo 8º da Lei n.º 9.514/1997 e o artigo 40 da Lei n.º 11.076/2004 versam sobre a emissão de “títulos de crédito”. Não obstante, quando ofertados publicamente, referidos títulos são considerados valores mobiliários.²⁵

A redação original da Lei n.º 6.385/1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários, utilizou um rol taxativo extremamente restrito para conceituá-los e, desse modo, limitou os atributos que possibilitariam a caracterização desses títulos.²⁶

Com o percurso do tempo, novos valores mobiliários foram incluídos no referido rol. Todavia, em razão da evolução do mercado e da constante criação de novos instrumentos financeiros, o mecanismo de taxatividade proposto pela Lei n.º 6.385/1976 não se manteve por muito tempo.²⁷

Nessa toada, editou-se a Medida Provisória n.º 1.637/1998, que, visando a abranger a maior parte dos instrumentos financeiros existentes e que poderiam ser criados, conceituou os valores mobiliários de modo mais extensivo. Em continuidade, a Lei n.º 10.303/2001 introduziu no ordenamento jurídico brasileiro, por meio da alteração da Lei n.º 6.385/1976, um conceito de valor mobiliário mais amplo que aquele inicialmente proposto por sua redação original.²⁸

²³ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 20.

²⁴ A explicação detalhada dos elementos que compõem o instituto da securitização se encontra no item 1.2 deste trabalho.

²⁵ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976**, art. 2º, inciso IX. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 27.10.2019.

²⁶ ARAUJO, Tatiana Scarparo. **Certificados de Recebíveis Imobiliário e do Agronegócio: Discussão e Definição do Conceito do Lastro do Recebível**, p. 13.

²⁷ *Ibidem*, p. 14.

²⁸ *Idem*.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (grifo nosso)

Desse modo, é possível afirmar que são valores mobiliários: (i) todos os listados nos incisos I ao VIII do artigo 2º da Lei n.º 6.385/1976; e (ii) quaisquer outros criados por lei ou regulamentação específica, como os certificados de recebíveis (CRI e CRA), que se enquadrem no inciso IX da Lei.²⁹

1.2. Principais Elementos

Conforme mencionado anteriormente, depreende-se das definições de securitização mencionadas acima que referido instituto é composto por negócios ou institutos jurídicos isolados, dentre os quais se destacam, sobretudo: (i) o negócio jurídico subjacente, que gera um direito a ser transferido, (ii) a cessão, que será o meio para formalizar a transferência do direito; (iii) o veículo que receberá tal direito e (iv) o mecanismo para emissão e oferta desses títulos.

Assim, neste tópico, a securitização será fragmentada em cada um de seus elementos, de modo a destacar os pontos jurídicos relevantes de cada um deles, a iniciar pelo principal desses elementos: o negócio jurídico subjacente.

1.2.1. Negócio Jurídico Subjacente

O elemento inicial da securitização é um negócio jurídico subjacente, que pode ter origem em diversas searas.

²⁹ ARAUJO, Tatiana Scarparo. **Certificados de Recebíveis Imobiliário e do Agronegócio: Discussão e Definição do Conceito do Lastro do Recebível**, p. 15.

Trata-se de “*ato humano consistente em manifestação, ou manifestações de vontade, como suporte fático, de regra jurídica, ou de regras jurídicas, que lhe deem eficácia imediata*”, negócio jurídico realizado exatamente na concepção de Pontes de Miranda³⁰, que se presta como lastro às operações de securitização. É considerado subjacente porque figura como sustentáculo do título ou do valor mobiliário emitido a partir dos créditos gerados por referido negócio jurídico³¹.

Para que possa ser reputado como um negócio jurídico subjacente a uma operação de securitização, entretanto, não basta ser qualquer negócio jurídico. Há uma característica importante que referido negócio jurídico deve necessariamente apresentar: a geração de um crédito para uma das partes.³²

Segundo Comparato, a concepção de crédito pode ser concebida a partir de três noções distintas de crédito: (i) a noção moral, concepção primitiva ligada à confiança; (ii) a noção econômica, que exprime a troca de bens atuais por bens futuros; e (iii) a noção jurídica, que designa o direito do sujeito ativo de uma relação obrigacional, ou mais precisamente, o direito à prestação do devedor. É preciso não confundir, no entanto, o conceito geral de “crédito” em Direito com a noção específica de “negócio de crédito”, que deve existir dentro do negócio jurídico subjacente da securitização e que compreende o negócio jurídico bilateral no qual há necessariamente um intervalo de tempo entre prestação e contraprestação, como ocorre no mútuo e na venda a crédito.³³

Vale dizer, portanto, que, caso o negócio jurídico subjacente não seja apto a gerar para uma das partes uma obrigação diferida no tempo, não será possível iniciar o processo de securitização.³⁴

Adimplida ou não, vale observar que a obrigação mencionada acima poderá ser de natureza comercial ou financeira. Será considerada operação comercial quando pelo menos uma das partes se obriga a prestar serviços ou transferir bens diferentes de moedas ou de créditos; e financeira, quando ambas as partes se obrigam a realizar prestação em moeda ou crédito.³⁵

³⁰ MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. **Tratado de Direito Privado. Tomo I**, p. 92, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 28.

³¹ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 29.

³² *Idem*.

³³ COMPARATO, Fábio Konder. **O Seguro de Crédito**, pp. 24-31, apud AVELINO, *ibidem*, pp. 29-30.

³⁴ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 30.

³⁵ VIDIGAL, Geraldo de Camargo. **Teoria Geral do Direito Econômico**, p. 193, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 31.

A definição do crédito atinente ao negócio jurídico subjacente, contudo, não se limita somente à sua origem em operações financeiras ou comerciais. Inclusive nos casos em que o negócio jurídico subjacente decorrer de operações de tais naturezas, será necessário analisar também se os créditos são performados ou não performados.³⁶

Ainda, considerando também que as operações de crédito são o elemento central da securitização, cumpre observar que o crédito do qual decorrem pode ser de caráter bancário ou não bancário³⁷. A partir dessa classificação, seria possível identificar duas espécies distintas de securitização: (i) a securitização primária, que se promove por meio da emissão de papéis vendidos diretamente ao mercado, para obtenção de recursos pelo tomador direto; e (ii) a securitização secundária, que compreende um processo em que obrigações geradas na forma de crédito bancário são transformadas em papéis negociáveis no mercado de capitais³⁸.

1.2.1.1. Operações de Crédito Bancário ou Crédito Não Bancário

A importância da diferenciação entre operações de crédito bancário e operações de crédito não bancário, para fins das operações de securitização, reside no fato de que aquelas são regulamentadas e fiscalizadas por autoridade competente, diferentemente do que se verifica com as operações de crédito não bancário.³⁹

As operações de crédito bancário correspondem à captação de recursos em nome próprio, com a expectativa de disponibilização para terceiros na forma de crédito, e se originam do conceito de intermediação financeira disposto no artigo 17 da Lei n.º 4.595/1964⁴⁰ - coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e custódia de valor de propriedade de terceiros. Note-se que, além da captação de recursos para disponibilização na forma de crédito, a norma também tratou de acrescentar a atividade de aplicação de recursos de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros⁴¹.

³⁶ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 35.

³⁷ *Ibidem*, p. 37.

³⁸ MAIA, Guilherme B. S. **Sistemas Financeiros e Securitização: Implicações para a Política Monetária**. **Revista do BNDES, Rio de Janeiro, volume 15, n 30**, p. 207, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 37.

³⁹ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 38.

⁴⁰ *Idem*.

⁴¹ *Idem*.

Em complemento ao conceito disposto na Lei n.º 4.595/1964, o artigo 1º da Lei n.º 7.492/1986 também estendeu às instituições financeiras a distribuição, a negociação, a intermediação e a administração de valores mobiliários, consideradas como privativas de instituições autorizadas pelo BACEN.⁴²

Significa dizer, portanto, que crédito bancário é aquele concedido por uma instituição financeira, sendo considerada como tal aquela que norma determina como autorizada⁴³, no Brasil, a funcionar pelo BACEN.⁴⁴

As operações de crédito não bancário, *a contrario sensu*, correspondem a todas as demais operações de crédito que não sejam originadas por instituições financeiras.⁴⁵

Via de regra, estão abrangidas nessa categoria principalmente as vendas a prazo apoiadas pelo capital do próprio fabricante ou lojista, sem se valer de recursos oriundos de instituições financeiras, e a aquisição de créditos promovida por empresas de fomento mercantil ou *factoring*⁴⁶. Contudo, vale ressaltar que não será considerado crédito não bancário aquele oriundo de operações de crédito originadas por correspondente bancário, uma vez que são realizadas por instituições financeiras e sob suas diretrizes⁴⁷.

1.2.1.2. Créditos Performados ou Não Performados

As expressões “performados” e “não performados” correspondem a uma figura de linguagem categorizada como anglicismo, uma vez que advêm da palavra “*performance*”, traduzida como “desempenho”.⁴⁸

⁴² AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, pp. 38-39.

⁴³ Lei n.º 4.595/1964. “Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil: [...] X - Conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam: [...] d) praticar operações de câmbio, crédito real e venda habitual de títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, ações, debêntures, letras hipotecárias e outros títulos de crédito ou mobiliários; [...]”

⁴⁴ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, op. cit., p. 38.

⁴⁵ *Ibidem*, p. 46.

⁴⁶ Resolução do CMN n.º 2.144/1995. “Art. 1º Esclarecer que qualquer operação praticada “por empresa de fomento mercantil (“factoring”) que não se ajuste ao” “disposto no art. 28, parágrafo 1º, alínea “c.4”, da Lei nº 8.981, de 20.01.95, e que caracterize operação privativa de instituição financeira, nos termos do art 17, da Lei nº 4.595, de 31.12.64, constitui ilícito administrativo (Lei nº 4.595, de 31.12.64) e criminal (Lei nº 7.492, de 16.06.86)”

⁴⁷ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, op. cit., p. 47.

⁴⁸ *Ibidem*, p. 49.

A obrigação da qual advém o crédito do negócio jurídico subjacente, nas operações de securitização, pode ser uma obrigação adimplida ou uma obrigação futura⁴⁹; vale dizer, uma obrigação performada ou uma obrigação não performada, respectivamente, conforme assevera Avelino:

[...] Embora se diga que o crédito é performado ou não performado, em verdade, o que se pretende dizer é: (i) se a obrigação que gera o crédito foi adimplida, será um crédito performado ou (ii) se tratar de obrigação de adimplemento futuro, será crédito não performado. Nesse último caso não há propriamente um direito sobre um crédito já constituído, mas uma expectativa de adimplemento de uma obrigação que dará direito a um crédito futuro.⁵⁰

Sem prejuízo, cumpre ressaltar que a CVM, em razão dos riscos inerentes a esses créditos, tornou obrigatória a aquisição de créditos não performados exclusivamente por fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados⁵¹.

1.2.1.3. Garantias Areladas aos Negócios Jurídicos Subjacentes

Os negócios jurídicos subjacentes, independentemente de sua natureza, suportam quaisquer garantias admitidas em direito, sejam reais ou fidejussórias.⁵²

As garantias fidejussórias correspondem àquelas derivadas de contrato de fiança ou aos avais eventualmente prestados no âmbito de títulos que servem de lastro para a realização de operações de securitização.⁵³

As garantias reais, por sua vez, apresentam-se sob a forma de qualquer uma dentre as admitidas pela legislação, como o penhor, a hipoteca e a anticrese⁵⁴. Observe-se que a anticrese, apesar de estar prevista na legislação vigente, não é uma garantia muito habitual nas operações de securitização⁵⁵. É usual, entretanto, acrescentar-se como garantia real, para fins das operações de securitização, a alienação fiduciária, seja sobre bens móveis ou imóveis⁵⁶.

⁴⁹ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 49.

⁵⁰ Idem.

⁵¹ Instrução da CVM n.º 444/2006. “Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados – FIDC-NP. § 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: [...] VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e”

⁵² AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, op. cit., p. 52.

⁵³ Ibidem, p. 53.

⁵⁴ RODRIGUES, Silvio. **Direito Civil, Vol. 5 – Direito das Coisas**, p. 333, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, ibidem, p. 53.

⁵⁵ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, ibidem, p. 53.

⁵⁶ Idem.

Note-se que as garantias atreladas aos negócios jurídicos subjacentes não possuem existência independente, sempre pressupondo a existência de um negócio jurídico principal⁵⁷. Nesse sentido, há sempre a formação de um negócio jurídico coligado⁵⁸ entre o negócio jurídico subjacente e a garantia a este vinculada.

1.2.2. Originadores de Crédito

Desde que os créditos possam ser acomodados na regulamentação para aquisição pelos veículos de securitização, são infinitos os possíveis originadores de crédito, uma vez que compreendem todos aqueles que de algum modo concedem créditos (sejam financeiros ou não financeiros), formam uma carteira de crédito e cedem tais créditos a um veículo de securitização.⁵⁹

Os originadores de créditos que servem de lastro para operações de securitização, portanto, poderão ser qualquer empresa que exerça suas atividades no segmento de geração de crédito, cujos créditos sejam admitidos pela regulamentação para compor a carteira do veículo, como, por exemplo, (i) um vendedor, de varejo ou atacado, de bens duráveis, não duráveis ou de consumo, de bens móveis ou imóveis, desde que receba a prazo o valor de suas vendas; (ii) prestadores de serviços, sejam de forma individual ou de prestação continuada; (iii) uma empresa de *factoring*, que adquire créditos de vendedores e prestadores de serviços, reunindo-se em uma carteira; ou (iv) as próprias instituições financeiras, na qualidade de concedentes de crédito.⁶⁰

1.2.3. Cessão de Créditos

A cessão de créditos nas operações de securitização compreende um negócio jurídico “em virtude do qual o credor transfere a outrem a sua qualidade creditória contra o devedor, recebendo o cessionário o direito respectivo com todos os acessórios e garantias”.⁶¹

⁵⁷ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 55.

⁵⁸ GOMES, Orlando. **Introdução ao Direito Civil**, ed. 19^a, p. 326, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, ibidem, p. 55.

⁵⁹ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, ibidem, p. 59.

⁶⁰ Idem.

⁶¹ PEREIRA, Caio Mario da Silva. **Instituições de Direito Civil**, Vol. II, p. 351, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, ibidem, p. 101.

Note-se, entretanto, que o beneficiário dos créditos recebidos por meio da cessão realizada no âmbito de uma operação de securitização será sempre o adquirente dos títulos emitidos, que terão como lastro referidos créditos. Apesar de ter como finalidade a viabilização da operação de securitização, a cessão de créditos não perde sua característica de negócio jurídico típico regulado no Código Civil brasileiro, notadamente em seu artigo 286 e seguintes.⁶²

A cessão de créditos realizada no âmbito de operações de securitização apresenta alguns pontos que devem ser analisados com a devida cautela para que os adquirentes de títulos emitidos após o procedimento de securitização não sejam prejudicados: (i) a validade da cessão entre as partes e perante terceiros; (ii) os efeitos da cessão; e (iii) a limitação da responsabilidade do cedente.⁶³

A respeito dos primeiros pontos, verifica-se que, em razão de ser considerada um contrato, é ineficaz a declaração unilateral de cessão sem que exista a aceitação⁶⁴. Perante o devedor, por sua vez, a cessão apenas se opera tão logo este seja notificado e a aceite, conforme prevê o artigo 290 do Código Civil brasileiro⁶⁵, observado que, no tocante às operações de securitização de créditos imobiliários, a Lei n.º 9.514/1997 dispensou expressamente referida notificação.

No tocante à limitação da responsabilidade do cedente, os artigos 295 e 296 do Código Civil brasileiro dispõem que, na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável perante o cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu, não respondendo, entretanto, pela solvência do devedor, salvo estipulação em contrário.⁶⁶

Ainda esse respeito, cumpre lembrar que, no âmbito das operações de securitização, podem ser cedidos créditos performados ou não performados, conforme o veículo utilizado. Nesse sentido, assevera a doutrina que não há óbices para a realização de cessão de créditos dessa natureza, mas a transmissão, em tais casos, somente se opera quando o crédito se origina em favor do cedente.⁶⁷

⁶² AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 101.

⁶³ *Idem*.

⁶⁴ ENNECCERUS, Ludwig. **Derecho de Obligaciones, Volumen Primero – Doctrina General**, p. 382, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 101.

⁶⁵ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 102.

⁶⁶ *Idem*.

⁶⁷ ENNECCERUS, Ludwig. **Derecho de Obligaciones, Volumen Primero – Doctrina General**, p. 385, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 103.

Merece destaque também o entendimento de Pontes de Miranda, segundo o qual os créditos relativos aos juros e os créditos futuros são cedidos junto com o crédito principal quando há sua cessão. Se não houver disposição em contrário, o crédito cedido acompanhará todos os seus acessórios.⁶⁸

Vale ressaltar também que, em relação aos créditos presentes, a cessão não deve ser sujeita a condição ou termo; em relação aos créditos futuros, contudo, a transferência somente se opera quando o crédito passar efetivamente a existir, conforme já exposto acima.⁶⁹

Por fim, cumpre destacar que a recém-editada Instrução da CVM n.º 600/2018, por meio de seu artigo 6º, §3º, passou a admitir a hipótese de subscrição direta pelas securitizadoras dos créditos que compõem o lastro, dispensando as figuras da cessão intermediária de créditos e dos veículos intermediários entre o originador do crédito e a companhia securitizadora. A introdução de tal dispositivo teve por objetivo atender a um pleito das companhias securitizadoras no sentido de simplificar a estruturação do produto e diminuir o custo de observância.⁷⁰

Além de tal dispositivo, na edição da Instrução da CVM n.º 600/2018 foram introduzidos dispositivos, tanto nesta Instrução (artigo 17, inciso I) como na Instrução da CVM n.º 414/2004 (artigo 16-A), que sinalizam a possibilidade de subscrição ou aquisição direta de crédito na estruturação tanto do CRA como do CRI.⁷¹

Desse modo, o entendimento atual da CVM é de que é possível interpretar que as normas de ofertas públicas de CRA e CRI passaram a prever a excepcionalidade de estruturação da operação de securitização sem o ato de cessão intermediária dos créditos que compõem o lastro dos certificados. Em tais casos, a previsão contida tanto na Instrução da CVM n.º 414/2004 como na Lei n.º 9.514/1997, a respeito da identificação do ato de cessão, pode ser interpretada de modo que sua aplicação ocorra apenas quando a cessão for ato integrante da operação de securitização.⁷²

⁶⁸ MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. **Tratado de Direito Privado. Tomo XXIV**, p. 35, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 103.

⁶⁹ CAMPOS, Diogo Leite e PINTO, Cláudia Saavedra. **Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal**, p. 15 et seq, apud AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo, *ibidem*, p. 104.

⁷⁰ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SRE n.º 02, de 27 de fevereiro de 2019**, p. 36. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-0219.html>. Acesso em: 27.10.2019.

⁷¹ *Idem*.

⁷² *Idem*.

1.2.4. Veículos de Securitização

A princípio, identificam-se dois veículos que são utilizados como meio para a realização de operações de securitização: (i) as companhias securitizadoras de crédito, que se subdividem em imobiliário, do agronegócio e financeiro; e (ii) os fundos de investimento em direitos creditórios, que, por sua vez, subdividem-se em fundos de investimento em direitos creditórios e fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados – sem embargo, especificamente no tocante à securitização de créditos imobiliários, dos fundos de investimento imobiliário, sobre os quais se discorre a seguir⁷³. Cada um desses veículos emite um título ou cota de participação, que pode ou não ser valor mobiliário, de acordo com o regime da oferta.

⁷⁴

Sem prejuízo, faz-se importante ressaltar que o investidor não correrá o risco de inadimplência do emissor do título ou valor mobiliário. Nas operações de securitização, o investidor corre o risco do inadimplemento de uma operação ou de um conjunto de operações de crédito. Note-se que o credor originário e o devedor não estão vinculados ao emissor do valor mobiliário, exceto pela transferência das posições contratuais e pelo fluxo de recursos estabelecido entre o devedor do negócio jurídico subjacente e o emissor do valor mobiliário.⁷⁵

1.2.4.1. *Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários*

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários estão definidas na Lei n.º 9.514/1997 como instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, as quais visam à aquisição e securitização de créditos imobiliários e à emissão e colocação, no mercado financeiro, de CRI, podendo emitir outros títulos de crédito, bem como realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades⁷⁶.

⁷³ A explicação detalhada dos fundos de investimento imobiliário encontra no item 1.2.4.6 deste trabalho.

⁷⁴ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, pp. 66-67.

⁷⁵ Idem.

⁷⁶ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**, art. 3º. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

1.2.4.2. *Companhias Securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio*

Acerca dessas instituições, a Lei n.º 11.076/2004 dispõe no sentido de que companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras e devem ser constituídas sob a forma de sociedades por ações, as quais terão por finalidade (i) a aquisição e securitização desses direitos e (ii) a emissão e colocação de CRA no mercado financeiro e de capitais.⁷⁷

1.2.4.3. *Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros*

As companhias securitizadoras de créditos financeiros foram as primeiras a serem tuteladas pelo ordenamento jurídico, a partir da possibilidade de instituições financeiras cederem créditos para entidades não integrantes do sistema financeiro. Depreende-se isso com base na evolução histórica das regras que tutelam a cessão de créditos por instituições financeiras.⁷⁸

De 1979 até 1990, durante a vigência da Resolução do CMN n.º 523/1979, a cessão de créditos por instituições financeiras somente era permitida para instituições financeiras de mesma natureza ou bancos comerciais.⁷⁹

A partir de 1990, com a edição da Resolução do CMN n.º 1.762/1990, permitiu-se a cessão de créditos concedidos no âmbito do sistema financeiro para não integrantes do sistema, em situações específicas de recuperação financeira da instituição cedente.⁸⁰

Não obstante, é apenas com a Resolução do CMN n.º 2.493/1998 que se verifica a possibilidade de cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil, contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, SCI, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias para sociedades anônimas que tivessem por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos e contivessem em sua denominação a expressão “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”.⁸¹

⁷⁷ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 11.076, de 30 de dezembro de 2004**, art. 38. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Atos2004-2006/2004/Lei/L11076.htm. Acesso em: 27.10.2019.

⁷⁸ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, pp. 67-68.

⁷⁹ Ibidem, p. 68.

⁸⁰ Idem.

⁸¹ Ibidem, pp. 68-69.

A partir da Resolução do CMN n.º 2.493/1998 que as companhias securitizadoras de créditos financeiros passaram, portanto, a existir de forma definitiva no ordenamento jurídico nacional.⁸²

Atualmente, após um grande salto na evolução legislativa sobre tema, encontra-se em vigor a Resolução do CMN n.º 2.686/2000, com as alterações introduzidas por meio da Resolução do CMN n.º 2.836/2001. Nela, foram acrescentadas, dentre outras regras, a possibilidade de cessão para securitizadoras de créditos financeiros, de natureza imobiliária, originados por companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e pela CEF.⁸³

1.2.4.4. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

Os fundos de investimento em direitos creditórios foram criados pela Resolução do CMN n.º 2.907/2001, como fundos de investimento destinados a preponderantemente manter em carteira títulos representativos de direitos creditórios, originados de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços.⁸⁴

Referida resolução delegou competência para a CVM, que, por sua vez, categorizou os fundos de investimento em direitos creditórios como uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios.⁸⁵

Essa comunhão de recursos será constituída na forma de condomínio, que pode ser de duas formas: (i) aberto, em que os cotistas poderão solicitar o resgate a qualquer tempo, na forma prevista em regulamento, ou (ii) fechado, em que os cotistas deverão aguardar o término do prazo de duração do fundo para resgatar suas cotas⁸⁶. Esse condomínio se materializará por meio de emissão de cotas escriturais, as quais serão mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares⁸⁷.

⁸² AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 69.

⁸³ *Ibidem*, p. 70.

⁸⁴ *Ibidem*, p. 82.

⁸⁵ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 356, de 17 de dezembro de 2001**, art. 2º, inciso III. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>. Acesso em: 27.10.2019.

⁸⁶ *Ibidem*, artigo 2º, incisos V e VI.

⁸⁷ *Ibidem*, art. 11, *caput*.

1.2.4.5. *Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados*

A possibilidade de que créditos não performados pudessem ser adquiridos pelas carteiras de um veículo específico, denominado “fundo de investimento em direitos creditórios não-padronizados”, foi introduzida no arcabouço normativo do mercado financeiro e de capitais por meio da Instrução da CVM n.º 444/2006. Referida norma, inclusive, lista, em seu artigo 1º, §1º, os ativos possíveis de aquisição por fundos de investimento em direitos creditórios não-padronizados.⁸⁸

São também equiparados aos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados aqueles cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento calcado em ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco.⁸⁹

1.2.4.6. *Fundos de Investimento Imobiliário*

A despeito de não serem expressamente considerados como veículos de securitização, os fundos de investimento imobiliário apresentam, em termos conceituais, suas mesmas características, uma vez que segregam ativos determinados para a realização de emissão de cotas de participação neles lastreadas⁹⁰. A exemplo das operações de securitização propriamente ditas, esses fundos visam a criar uma poupança sólida e de longa duração, bem como a proporcionar liquidez ao mercado imobiliário, tradicionalmente ilíquido⁹¹.

Os fundos de investimento imobiliário estão definidos no artigo 1º da Lei n.º 8.668/1993, primeiro diploma legal que efetivamente previu a securitização de base imobiliária no Brasil. Trata-se de uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, captados pelo sistema de distribuição de valores mobiliários e destinados à aplicação em empreendimentos imobiliários. A lei determina ainda, em seu artigo 3º, que as cotas desses fundos são valores mobiliários, sujeitando-se, portanto, à legislação pertinente.⁹²

⁸⁸ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, pp. 85-86.

⁸⁹ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 414, de 30 de dezembro de 2004**, art. 1º, §2º. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst414.html>. Acesso em: 27.10.2019

⁹⁰ CAMINHA, Uinie. **Securitização**, p. 145.

⁹¹ ANDREZZO, Andrea Fernandes; e LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**, p. 236, apud CAMINHA, Uinie, ibidem, p. 145.

⁹² CAMINHA, Uinie, ibidem, p. 144.

De modo similar aos demais fundos de investimento previstos pela legislação, os fundos de investimento imobiliário são constituídos sob a forma de condomínios e são representados, ativa e passivamente, por sua instituição administradora. Não obstante, ao passo que nos fundos de investimento em geral os bens que constituem seu patrimônio são adquiridos pelo fundo, em seu nome, a aquisição de bens e direitos de natureza imobiliária pelos fundos de investimento imobiliário é realizada pela própria instituição administradora do fundo, visando a evitar questionamentos no tocante à legitimidade do condomínio para a aquisição e alienação dos bens imóveis.⁹³

Dessa forma, o estabelecimento da propriedade fiduciária do administrador com relação ao patrimônio do fundo corresponde à maior inovação trazida pela Lei n.º 8.668/93. De acordo com esse regime, os bens e direitos integrantes do patrimônio do fundo de investimento imobiliário são mantidos sob propriedade fiduciária da instituição administradora e não se comunicam com o patrimônio desta, de modo a não responder direta ou indiretamente por obrigações da administradora, nem podendo ser dados em garantia em operações da instituição.⁹⁴

Trata-se de um negócio fiduciário *sui generis*, por meio do qual a instituição administradora atua como se fosse proprietária dos bens, mas sem que estes se mesquem com seu patrimônio particular. Corresponde, na prática, a uma modalidade de patrimônio separado, apta a servir aos fins da securitização.⁹⁵

1.2.5. Formas de Distribuição

No arcabouço normativo da CVM, é possível identificar dois normativos que regulamentam as formas de distribuição pública de valores mobiliários⁹⁶: (i) a Instrução da CVM n.º 400/2003, que versa sobre toda a sistemática geral das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários; e (ii) a Instrução da CVM n. 476/2009, que apresenta o rito das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. Ambos normativos serão devidamente abordados neste trabalho, em momento oportuno⁹⁷.

⁹³ CAMINHA, Uinie. **Securitização**, p. 145.

⁹⁴ Idem.

⁹⁵ Ibidem, p. 146.

⁹⁶ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 114.

⁹⁷ A explicação detalhada Instrução da CVM n.º 400/2003 e da Instrução da CVM n. 476/2009 se encontra no item 2.3.4.2 deste trabalho.

2. A SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS

Assim como nos Estados Unidos da América, o ramo imobiliário, por meio das operações de financiamento estruturadas durante os anos 1990, também pode ser considerado o leito da securitização no Brasil. A legislação brasileira é mais desenvolvida para essa especialidade de securitização, na qual a quantidade de empreendimentos demanda meios mais elaborados de captação de recursos e há maior interesse social para o desenvolvimento de vias alternativas de obtenção de recursos.⁹⁸

O SFI, no qual está inserido o instituto da securitização de créditos imobiliários, surge nessa toada, visando a desafogar o tradicional sistema de financiamento à habitação por meio da utilização de recursos privados em um segmento econômico normalmente custeado pelo setor público. Esse instituto culminou em inovações relevantes para o ordenamento jurídico brasileiro, que visaram a viabilizar e tornar mais seguras as operações, especialmente no tocante à segregação patrimonial e ao controle de recursos por parte dos investidores.⁹⁹

Instituído pela Lei n.º 9.514/1997, posteriormente regulamentada pela Resolução do CMN n.º 2.517/1998, o SFI tem por objetivo criar um mercado secundário para os créditos imobiliários por meio da securitização, visando a captar recursos privados para o segmento imobiliário de forma alternativa à tradicionalmente utilizada, que consistia basicamente nos recursos do FGTS, caderneta de poupança ou dos próprios cofres públicos.¹⁰⁰

A Lei n.º 9.514/1997, em seu artigo 8º, define a securitização de créditos imobiliários como a operação por meio da qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, por meio de termo de securitização de créditos lavrado por uma companhia securitizadora, do qual consta todas as informações a respeito da referida operação.¹⁰¹

A securitização de créditos imobiliários é organizada em consonância com a estrutura básica das operações de securitização: os créditos imobiliários são cedidos a determinado veículo, que emite títulos lastreados nesses créditos. Sua distinção reside no fato de que a própria lei contempla mecanismos para suprimir obstáculos impostos pela legislação geral a operações de securitização que, apesar de não inviabilizá-las, dificultam sua estruturação. Desse modo, a lei versa sobre o veículo próprio de securitização, títulos específicos, mecanismos de

⁹⁸ CAMINHA, Uinie. **Securitização**, pp. 143-144.

⁹⁹ Ibidem, p. 144.

¹⁰⁰ SANDO, Ruth Ann. **SFI: Um Novo Modelo Habitacional**. São Paulo: Abecip, 1996, apud CAMINHA, Uinie, ibidem, p. 146.

¹⁰¹ CAMINHA, Uinie, ibidem, p. 147.

segregação e proteção do patrimônio lastro da emissão, garantias adicionais aos investidores, e dispensa expressamente a notificação do devedor quando da cessão de créditos à companhia securitizadora.¹⁰²

2.1. Título Emitido: o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI)

Os CRI são títulos de crédito nominativo, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários e constituem promessa de pagamento em dinheiro.¹⁰³

Tratam-se de títulos de emissão exclusiva das companhias securitizadoras, que devem ter, obrigatoriamente, as seguintes características: (i) indicação (a) do nome da companhia emitente, (b) do número de ordem, local e data de emissão, (c) do nome do titular, (d) do valor nominal, (e) da data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas, (f) taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, (g) do lugar de pagamento; (ii) denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários"; (iii) forma escritural; (iv) cláusula de reajuste; e (v) identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem¹⁰⁴. Ademais, seu registro e sua negociação são necessariamente realizados por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados¹⁰⁵.

Os CRI foram criados em 1997, por meio da Lei n.º 9.514/1997. Não obstante, apenas com a edição da Instrução da CVM n.º 414/2004 esses títulos passaram a ser considerados valores mobiliários. Essa norma objetivou assegurar a proteção dos investidores e do mercado em geral, por meio de regras sobre (i) o tratamento dispensado aos investidores e (ii) requisitos de adequada divulgação de informações sobre a oferta, valores mobiliários ofertados, emissores e demais pessoas envolvidas na operação de securitização.¹⁰⁶

¹⁰² CAMINHA, Uinie. **Securitização**, p. 147.

¹⁰³ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**, art. 6º, *caput*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁰⁴ *Ibidem*, art. 6º, parágrafo único, e art. 7º, *caput* e incisos.

¹⁰⁵ *Ibidem*, art. 7º, §1º.

¹⁰⁶ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 94.

A Figura 1 expressa a estrutura básica de uma emissão de CRI:

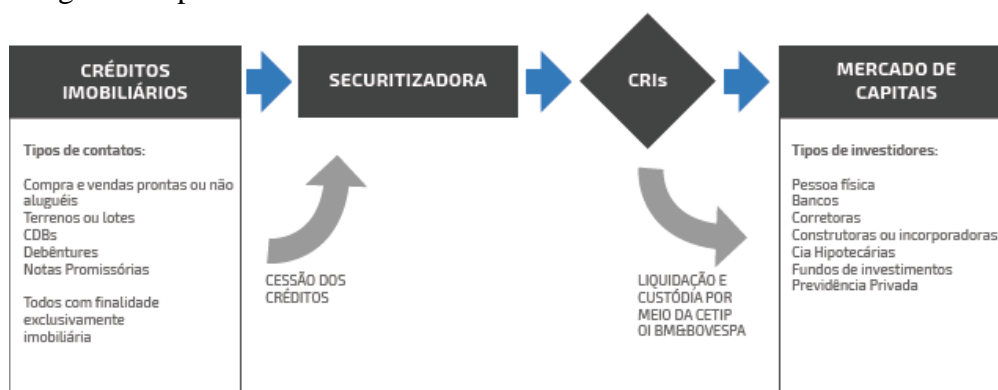


Figura 1: Estrutura Básica de uma Emissão de CRI. Fonte: Barigui Securitizadora¹⁰⁷.

1. O credor possui direitos de crédito imobiliário contra o devedor, que gera um fluxo financeiro futuro;
2. O credor cede os créditos imobiliários para a securitizadora;
3. A securitizadora emite CRI lastreados nos créditos imobiliários e os coloca no mercado;
4. A colocação dos CRI capta recursos dos investidores para a securitizadora;
5. A securitizadora utiliza os recursos captados para pagar o corredor pela cessão dos créditos imobiliários; e
6. Ao longo da operação, o fluxo financeiro do pagamento das parcelas dos direitos de crédito é direcionado para a securitizadora, que utiliza os recursos para remunerar os investidores de acordo com o estabelecido no Termo de Securitização.

2.2. Crédito-Lastro: o Crédito Imobiliário

O ordenamento jurídico brasileiro apresenta lacunas no tocante à definição legal dos “créditos imobiliários” mencionados no artigo 6º, *caput*, da Lei n.º 9.514/1997.

Esclarecido o conceito de “crédito”¹⁰⁸, cumpre esclarecer a concepção de seu aspecto “imobiliário”. Amplamente admitida como relativa a um imóvel ou edificação, referida concepção não compreende qualquer relação entre crédito e um imóvel; vale dizer, não é

¹⁰⁷ Disponível em: <http://www.bariguisec.com.br/informe-corporativo/cri-e-boa-opcao-de-investimento/>. Acesso em 28.08.2019.

¹⁰⁸ A explicação detalhada do conceito de crédito, no âmbito do negócio jurídico subjacente que compõe o instituto da securitização, encontra-se no item 1.2.1 deste trabalho.

suficiente para o enquadramento do crédito como “imobiliário” que os recursos sejam direcionados a qualquer atividade econômica relacionada a um imóvel:¹⁰⁹

Assim, entendemos como “relativas a imóvel ou edificação” as relações jurídicas creditícias que (i) decorrem da exploração comercial do próprio imóvel — e não de uma mera atividade econômica realizada em um imóvel — como é o caso, por exemplo, de créditos oriundos de uma locação ou de um contrato de compra e venda de imóvel, ou, melhor dizendo com rigor técnico, são direitos decorrentes da titularidade de um direito real sobre imóvel, como a propriedade ou a posse, que permitem ao seu titular, por exemplo, a fruição de aluguéis ou o direito de alienar o bem tendo como contrapartida o pagamento do preço; ou (ii) decorrem do financiamento à aquisição, construção, edificação, reforma ou ampliação de um imóvel, isto é, destinam-se à aquisição ou modificação do objeto de uma relação de direito real.¹¹⁰

Ao versar sobre o assunto, o entendimento adotado pela CVM sofreu alterações ao longo do tempo, em razão das recorrentes discussões acerca da caracterização de um crédito como “imobiliário” em razão de sua origem e/ou de sua destinação. O Colegiado da CVM, com base nas referidas discussões, reconheceu que o crédito pode ser considerado imobiliário de acordo com sua origem ou sua destinação, conforme se discorre a seguir.

2.2.1. Crédito Imobiliário por Origem

As primeiras decisões proferidas pela CVM acerca do tema adotaram o entendimento de que o crédito é considerado imobiliário de acordo com sua origem:

[...] a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário.¹¹¹

¹⁰⁹ OIOLI, Erik; RIBEIRO, José Alves; e LISBOA, Henrique Vincentin. **Falta de definição do conceito de crédito imobiliário gera incertezas**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2017-jul-07/opiniao-falta-definicao-credito-imobiliario-gera-incertezas>. Acesso em 28.08.2019.

¹¹⁰ Idem.

¹¹¹ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM n.º RJ 2002/3032**, p. 3. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/attachments/article/12649/PROC-CVM-2002-3032-TLON.pdf>. Acesso em: 27.10.2019.

Por meio dessas decisões, dentre as quais se destaca a proferida no Processo CVM RJ 2002/3032, afastou-se a possibilidade de caracterização do aspecto “imobiliário” do crédito em razão da destinação dos recursos obtidos com a emissão.

A Figura 2 ilustra a estrutura básica de uma emissão de CRI lastreados em créditos imobiliários por origem:

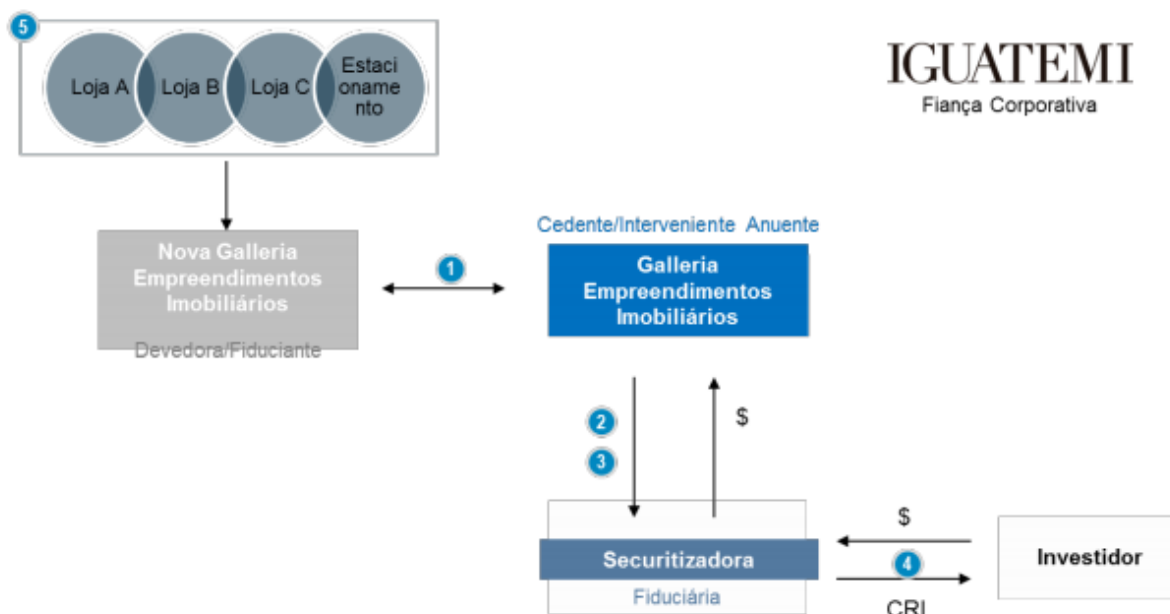


Figura 2: Estrutura Básica de uma Emissão de CRI lastreados em Créditos Imobiliários por Origem. Fonte: Banco BTG Pactual¹¹².

1. Por meio da celebração de compromisso de compra e venda, firmado entre a Galleria, na qualidade de vendedora, a Nova Galleria Empreendimentos Imobiliários Ltda., na qualidade de compradora, e a Iguatemi, na qualidade de interveniente anuente, a Galleria se compromete a vender os imóveis que compõe o empreendimento imobiliário consistente em centro de varejo na modalidade Shopping Center, denominado por “Shopping Galleria”, à Compradora, pelo preço de aquisição no valor de R\$210.000.000,00 (duzentos e dez milhões de reais), dividido em 120 (cento e vinte) parcelas, e devidamente atualizado e remunerado, conforme previsto no referido instrumento;

2. A Galleria, visando se capitalizar, cede em favor da Securitizadora, por meio de contrato de cessão, celebrado entre a Galleria, na qualidade de cedente, a Securitizadora, na qualidade de cessionária, a Iguatemi, na qualidade de fiadora, e a Devedora, na qualidade de interveniente

¹¹² Disponível em: <https://www.btgpactual.com/home/investment-bank>. Neste *website*, clicar “Mercado de Capitais – Download”, depois clicar em “2015” e, em seguida, acessar o Prospecto Preliminar da Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 108ª Série da 1ª Emissão da RB Capital. Acesso em: 27.10.2019.

anuente, a totalidade dos créditos imobiliários relativos ao preço de aquisição, incluindo a totalidade dos respectivos acessórios;

3. Tais créditos imobiliários estão representados por CCI, emitida pela Galleria;

4. A Securitizadora, por sua vez, vincula os referidos créditos imobiliários aos CRI, por meio de termo de securitização;

5. Nos termos do compromisso de compra e venda, na qualidade de promitente compradora imitada na posse do Shopping Galleria, a Devedora fará jus ao recebimento de recebíveis (i) relativos aos aluguéis (fixos e variáveis), decorrentes dos contratos de locação, incluindo respectivos anexos, os valores relativos aos direitos sobre pontos comerciais, locações de áreas comuns, locações de quiosques, locações temporárias e locações de áreas de mídia, e (ii) relativos a pagamentos pela utilização do estacionamento do Shopping Galleria. Os recebíveis são dados em cessão fiduciária do pagamento de obrigações garantidas; e

6. A Devedora, a Cedente e Iguatemi pertencem ao mesmo grupo econômico.

2.2.2. Crédito Imobiliário por Destinação

Sem prejuízo das decisões proferidas pela CVM no sentido de que o crédito é considerado imobiliário de acordo com sua origem, as mais recentes decisões proferidas pelo Colegiado da CVM, entretanto, passaram a admitir também a possibilidade de que o crédito seja considerado imobiliário em função de sua destinação.

Com base em precedentes analisados pelo Colegiado da CVM, notadamente no âmbito dos Processos CVM n.ºs 19957.000587/2016-51 (Caso Cyrela) e 19957.001669/2016-13 (Caso Burger King), passou a ser possível a emissão de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários por conta da destinação dos recursos oriundos da emissão de tais títulos. Por sua vez, a recém-editada Instrução da CVM n.º 600/2018 também incorporou em seu texto determinados aspectos contidos em tais precedentes.

A Figura 3 ilustra a estrutura básica de uma emissão de CRI lastreados em créditos imobiliários por destinação:



Figura 3: Estrutura Básica de uma Emissão de CRI lastreados em Créditos Imobiliários por Destinação. Fonte: Cyrela Securitizadora¹¹³.

1. A Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações emite debêntures em favor da Cybra de Investimento Imobiliário Ltda.;
2. A Cybra de Investimento Imobiliário Ltda., por sua vez, cede e transfere para a Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários os créditos imobiliários, por meio da celebração de um contrato de cessão;
3. A Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários emite os CRI com lastro nas debêntures;
4. A XP Investimentos realiza a distribuição dos CRI;
5. Os investidores subscrevem e integralizam os CRI no âmbito da Oferta. Os recursos captados são direcionados diretamente para a conta centralizadora e, após cumpridas determinadas condições precedentes, serão liberados à Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações; e
6. A Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações paga a remuneração e principal das debêntures, os quais são transferidos aos titulares dos CRI.

Após o reconhecimento da possibilidade de emissão de CRI lastreados em créditos imobiliários por destinação, a CVM estabeleceu, com base tanto em referidos precedentes, dentre outros, um rol de requisitos específicos a serem observados em ofertas com esse tipo de lastro:

¹¹³ Disponível em: <https://cyrela.globalri.com.br/pt/cyrela-securitizadora-prospectos>. Neste *website*, acessar “2016” e, em seguida, “Prospecto Definitivo da Oferta Pública -CRI 1ª Série da 5ª Emissão”. Acesso em: 27.10.2019.

Serão considerados CRIs lastreados em créditos considerados imobiliários na sua destinação aqueles em que cumulativamente: i. seja incluída na documentação da oferta relação exaustiva dos imóveis para os quais serão destinados os recursos oriundos da emissão, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997; ii. seja incluída na documentação da oferta a obrigação do Agente Fiduciário de verificar, ao longo do prazo dos CRI (no mínimo semestralmente), o efetivo direcionamento de todo o montante obtido com a emissão para os referidos imóveis. Vale pontuar que, no que tange ao prazo semestral, este entendimento altera interpretação anterior, que se baseava no caso Burger King, visando a compatibilização com a previsão contida na Instrução CVM nº 600/2018; iii. seja incluída na documentação da oferta informação sobre a data limite para que haja a efetiva destinação dos recursos obtidos por meio da emissão, que deverá ser no máximo a data de vencimento dos CRI; iv. seja incluído na documentação da oferta cronograma indicativo (montantes e datas) da destinação dos recursos obtidos por meio da emissão aos imóveis vinculados, definindo precisamente um percentual, relativo ao valor total captado na oferta, que será destinado a cada um dos referidos imóveis. Tal cronograma indicativo deverá conter informação sobre a previsão de destinação geral dos recursos oriundos da oferta no mínimo semestralmente, em linha com a periodicidade estabelecida para o acompanhamento pelo agente fiduciário; v. seja incluída na documentação da oferta informação de que qualquer alteração quanto ao percentual dos recursos obtidos com a emissão a serem destinados a cada um dos imóveis vinculados deverá ser precedido de aditamento ao Termo de Securitização, bem como a qualquer outro documento que se faça necessário; vi. seja demonstrada a capacidade de se destinar aos imóveis vinculados todo o montante de recursos que será obtido com a emissão, dentro do prazo dos CRI, levando-se em conta, para tal, o montante de recursos até o momento despendido, a necessidade de recursos remanescente de cada um dos referidos imóveis, bem como a destinação de recursos já programada para tais imóveis em função de outros CRI já emitidos.¹¹⁴

2.3. Arcabouço Jurídico-Institucional

Com vistas a solucionar o déficit habitacional existente no Brasil, diversas políticas que visavam ao incentivo do financiamento imobiliário, no qual se situam as operações de securitização de créditos imobiliários, foram instituídas no País. Sem prejuízo da regulamentação da CVM acerca do tema, ocupa lugar de destaque, dentre essas políticas, a edição de normas como (i) a Lei n.º 4.380/1964, que criou o SFH e estimulou o FGTS e a poupança como principais fontes de financiamento; (ii) a Lei n.º 9.514/1997, que criou o SFI e positivou as operações de securitização no ramo imobiliário ao instituir a figura dos CRI; e

¹¹⁴ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SRE n.º 02, de 27 de fevereiro de 2019**, pp. 31-32. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-0219.html>. Acesso em: 27.10.2019.

(iii) Lei n.º 10.931/2004, que criou outros títulos lastreados em créditos imobiliários, como as LCI e as CCI.

2.3.1. O Sistema Financeiro da Habitação (SFH): Lei n.º 4.380/1964

O SFH foi criado em 1964, por meio da Lei n.º 4.380/1964, e objetivava a facilitação do acesso à casa própria aos indivíduos de menor poder aquisitivo. Tratou-se de uma das mais importantes medidas governamentais em termos de política habitacional haja vista o fato de que procurou solucionar problemas históricos do setor habitacional por meio da atuação conjunta do governo, de agentes financeiros e da sociedade.¹¹⁵

O SFH era constituído (i) pelo BNH, que tinha como objetivo orientar, disciplinar e controlar o SFH por meio de incentivos à formação da poupança, do estabelecimento das condições gerais dos financiamentos e da propositura de medidas que fossem aptas estimular a iniciativa privada na construção de habitações de interesse social; e (ii) pelas SCI, que atuavam no financiamento para construção, venda ou aquisições de habitações e funcionavam como agentes financeiros regulados pelo BNH.¹¹⁶

O BNH correspondia ao principal mecanismo do SFH, um sistema cujo funcionamento era amplamente regulado pelo governo, até mesmo no tocante às condições de financiamento. A iniciativa privada exercia uma atuação restrita, a quem cabia tão somente a execução e promoção dos projetos de construção de habitações de acordo com as regras de cada localidade.¹¹⁷

As principais fontes de recursos do SFH eram (i) o FGTS, constituído por depósitos obrigatórios de 8% (oito por cento) do salário mensal dos trabalhadores; e (ii) os depósitos decorrentes de cadernetas e poupança. Os recursos arrecadados pelo FGTS eram administrados pelo BNH, que os empregava no financiamento e refinanciamento de conjuntos habitacionais direta ou indiretamente por meio das SCI, que, adicionalmente aos recursos oriundos do BNH, podiam captar recursos por meio da caderneta de poupança e letras hipotecárias.¹¹⁸

O crescimento da atratividade das aplicações de FGTS e poupança deram ensejo à alavancagem no setor de construção civil e, por conseguinte, ao aumento da produção de habitação. Não obstante, o descontrole inflacionário motivou o governo a empregar políticas

¹¹⁵ ULSON, Marília Ayusso. **Securitização Imobiliária no Brasil**, p. 13.

¹¹⁶ *Ibidem*, pp. 13-14.

¹¹⁷ *Ibidem*, p. 14.

¹¹⁸ *Idem*.

que visassem à contenção da demanda agregada, fato este que gerou redução do salário real dos trabalhadores e do nível de atividade econômica. O arrecadamento líquido do FGTS diminuiu em razão da elevação do número de saques motivados pelo desemprego e o investimento na caderneta de poupança também sofreu redução devido à diminuição do poder de compra da classe média, que passou a dedicar um percentual maior de sua renda ao consumo.¹¹⁹

O Plano Real instituído em 1994, aliado à estabilidade econômica à qual deu ensejo, motivou expectativas positivas para a ocorrência de um possível reaquecimento do setor imobiliário. Tais expectativas, entretanto, ainda não se materializaram: de 1997 a 2000, houve um acréscimo da quantidade de unidades financiadas pelo SFH, mas não se constatou uma redução do déficit habitacional.¹²⁰

2.3.2. O Sistema Financeiro Imobiliário (SFI): Lei n.º 9.514/1997

O SFI foi criado pela Lei n.º 9.514/1997 e tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos,¹²¹ como alternativa às dificuldades e limitações do SFH para a demanda de crédito habitacional. O SFI possibilita o aprimoramento do mercado imobiliário de modo mais sustentável, bem como a utilização de fontes de financiamento que não o FGTS e a poupança, como prevê o SFH¹²².

Trata-se de um arcabouço institucional constituído para possibilitar uma participação mais ativa de entidades privadas no financiamento imobiliário¹²³ e que objetiva estabelecer uma estrutura que seja compatível com o levantamento de recursos para fundeá-lo¹²⁴. Sua principal distinção reside no fato de que, enquanto no SFH a carteira permanece no ativo do banco, sendo a dívida amortizada no prazo contratual, no SFI os créditos não permanecem na carteira das instituições financeiras, sendo securitizados¹²⁵.

¹¹⁹ ULSON, Marília Ayusso. **Securitização Imobiliária no Brasil**, p. 14.

¹²⁰ Ibidem, p. 16.

¹²¹ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**, art. 1º. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

¹²² ULSON, Marília Ayusso, op. cit., p. 17.

¹²³ Ibidem, p. 16.

¹²⁴ MORAES, Daniel Carrasqueira. **O SFI: A Securitização como Instrumento de Fomento do Crédito Imobiliário**, p. 55, apud ULSON, Marília Ayusso, ibidem, p. 17.

¹²⁵ Idem.

Com seu advento, portanto, a securitização de créditos imobiliários passou a ser expressamente prevista no ordenamento jurídico brasileiro por meio da criação das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, do regime fiduciário e da alienação fiduciária de coisa imóvel.

2.3.2.1. *O Financiamento Imobiliário*

As operações de financiamento imobiliário em geral podem ser livremente efetuadas pelas entidades autorizadas a operar no SFI¹²⁶, nas quais é possível empregar recursos provenientes da captação nos mercados financeiro e de valores mobiliários, de acordo com a legislação pertinente¹²⁷.

Para tanto, consideram-se como entidades aptas a operar no SFI as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as SCI, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e, a critério do CMN, até mesmo outras entidades.¹²⁸

No âmbito do SFI, as operações de financiamento imobiliário em geral podem ser livremente pactuadas pelas partes, observadas determinadas condições essenciais: (i) reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste; (ii) remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato; (iii) capitalização dos juros; e (iv) contratação, pelos tomadores de financiamento, de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente.¹²⁹

2.3.2.2. *A Securitização de Créditos Imobiliários e as Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários*

A securitização de créditos imobiliários corresponde à operação pela qual créditos imobiliários são expressamente vinculados à emissão de uma série de CRI, mediante termo de securitização lavrado por companhia securitizadora, do qual devem constar: (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;

¹²⁶ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**, art. 4º, *caput*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

¹²⁷ *Ibidem*, art. 4º, parágrafo único.

¹²⁸ *Ibidem*, art. 2º.

¹²⁹ *Ibidem*, art. 5º, *caput* e incisos.

(ii) a identificação dos títulos emitidos; e (iii) a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.¹³⁰

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, por sua vez, compreendem instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição e securitização de créditos imobiliários e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de CRI.¹³¹

2.3.2.3. *O Regime Fiduciário*

As companhias securitizadoras podem instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear emissões de CRI, figurando como agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários, os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.¹³²

O regime fiduciário é instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no termo de securitização, que, além de conter os elementos de que trata o artigo 8º da Lei n.º 9.514/1997, deve se submeter às seguintes condições: (i) a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; (ii) a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão; (iii) a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos; (iv) a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; e (v) a forma de liquidação do patrimônio separado.¹³³

Os créditos objeto do regime fiduciário (i) constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora; (ii) manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os CRI da série a que estejam afetados; (iii) destinam-se exclusivamente à liquidação dos CRI a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais; (iv) estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora; (v) não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia

¹³⁰ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**, art. 8º, *caput* e incisos. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

¹³¹ *Ibidem*, art. 3º.

¹³² *Ibidem*, art. 9º.

¹³³ *Ibidem*, art. 10, *caput* e incisos.

securitizadora, por mais privilegiados que sejam; e (vi) só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados.¹³⁴

Ainda no âmbito do regime fiduciário, o termo de securitização poderá conferir aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora¹³⁵. Uma vez assegurado esse direito, a companhia securitizadora, sempre que se verificar insuficiência do patrimônio separado, promoverá a respectiva recomposição, mediante aditivo ao termo de securitização, nele incluindo outros créditos imobiliários¹³⁶. Nesse sentido, a realização dos direitos dos beneficiários se limita aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros.

Instituído o regime fiduciário, incumbe à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras¹³⁷. Caso esta venha a causar prejuízos por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado, a totalidade de seu patrimônio responderá pelos prejuízos causados¹³⁸.

2.3.2.4. *As Garantias das Operações de Financiamento Imobiliário*

Em razão de expressa disposição legal, as operações de financiamento imobiliário em geral podem ser garantidas por: (i) hipoteca; (ii) cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis; (iii) caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis; e (iv) alienação fiduciária de coisa imóvel.¹³⁹

¹³⁴ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**, art. 11, *caput*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

¹³⁵ *Ibidem*, art. 11, §1º.

¹³⁶ *Ibidem*, art. 11, §2º.

¹³⁷ *Ibidem*, art. 12, *caput*.

¹³⁸ *Ibidem*, art. 12, parágrafo único.

¹³⁹ *Ibidem*, art. 17, *caput* e incisos.

2.3.2.5. A Alienação Fiduciária de Coisa Imóvel

A alienação fiduciária corresponde ao negócio jurídico pelo qual o devedor, com o escopo de garantia, contrata a transferência ao credor da propriedade resolúvel de coisa imóvel. Trata-se de negócio jurídico que pode ser contratado por qualquer pessoa física ou jurídica e que, portanto, não é privativo das entidades que operam no SFI.¹⁴⁰

A propriedade fiduciária da coisa imóvel objeto da alienação fiduciária se constitui mediante registro, no competente Registro de Imóveis, do contrato que lhe serve de título¹⁴¹. Com a constituição da propriedade fiduciária, dá-se o desdobramento da posse, tornando-se o devedor possuidor direto e o credor possuidor indireto da coisa imóvel¹⁴².

Em razão de expressa disposição legal, o contrato que serve de título ao negócio fiduciário deve apresentar: (i) o valor do principal da dívida; (ii) o prazo e as condições de reposição do empréstimo ou do crédito do fiduciário; (iii) a taxa de juros e os encargos incidentes; (iv) a cláusula de constituição da propriedade fiduciária, com a descrição do imóvel objeto da alienação fiduciária e a indicação do título e modo de aquisição; (v) a cláusula assegurando ao fiduciante, enquanto adimplente, a livre utilização, por sua conta e risco, do imóvel objeto da alienação fiduciária; (vi) a indicação, para efeito de venda em público leilão, do valor do imóvel e dos critérios para a respectiva revisão; e (vii) a cláusula dispondo sobre os procedimentos de leilão do imóvel pelo fiduciário, de que trata o artigo 27 da Lei n.º 9.514/1997.¹⁴³

Com o pagamento da dívida e seus encargos, resolve-se a propriedade fiduciária do imóvel¹⁴⁴. Não obstante, vencida e não paga, no todo ou em parte, a dívida e constituído em mora o devedor, consolidar-se a propriedade do imóvel em nome do credor¹⁴⁵.

2.3.3. Outros Títulos Imobiliários: Lei n.º 10.931/2004

Não obstante a criação do SHF e do SFI por meio da Lei n.º 4.380/1964 e da Lei n.º 9.514/1997, respectivamente, a Lei n.º 10.931/2004 também visou ao incentivo do financiamento imobiliário e, nessa toada, instituiu dois novos tipos de títulos de crédito que

¹⁴⁰ BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**, art. 22, *caput*. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁴¹ Ibidem, art. 23, *caput*.

¹⁴² Ibidem, art. 23, parágrafo único.

¹⁴³ Ibidem, art. 24, *caput* e incisos.

¹⁴⁴ Ibidem, art. 25, *caput*.

¹⁴⁵ Ibidem, art. 26, *caput*.

conferem a seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e correção monetária¹⁴⁶: as LCI e as CCI.

2.3.3.1. *Letra de Crédito Imobiliário*

As LCI correspondem a títulos nominativos, transferíveis por endosso em preto, que devem conter: (i) o nome da instituição emitente e as assinaturas de seus representantes; (ii) o número de ordem, o local e a data de emissão; (iii) a denominação "Letra de Crédito Imobiliário"; (iv) o valor nominal e a data de vencimento; (v) a forma, a periodicidade e o local de pagamento do principal, dos juros e, se for o caso, da atualização monetária; (vi) os juros, fixos ou flutuantes, que poderão ser renegociáveis, a critério das partes; (vii) a identificação dos créditos caucionados e seu valor; (viii) o nome do titular; e (ix) cláusula à ordem, se endossável.¹⁴⁷

Tanto podem as LCI conter uma cártula, como ser escriturais sem certificado e a sua negociação se faz mediante registro no sistema de registro e liquidação financeira de títulos privados, por meio de autorização do BACEN.¹⁴⁸

As LCI podem ser atualizadas mensalmente por índice de preços, desde que emitidas com prazo superior a sessenta meses e, nesse caso, é vedado o resgate antecipado total ou parcial, com pagamento dos valores relativos à correção monetária, contada desde a sua emissão.¹⁴⁹

O valor principal das LCI não pode ser superior ao do respectivo crédito, nem o seu prazo pode ser superior ao do crédito imobiliário que lhe serve de lastro. Na hipótese de crédito imobiliário caucionado, poderá ser substituído por outro da mesma natureza a pedido do credor ou no caso de liquidação ou vencimento antecipado do crédito, pelo emitente.¹⁵⁰

¹⁴⁶ MARTINS, Fran. **Títulos de Crédito**, p. 559.

¹⁴⁷ Idem.

¹⁴⁸ Idem.

¹⁴⁹ Idem.

¹⁵⁰ Idem.

2.3.3.2. *Cédula de Crédito Imobiliário*

As CCI representam créditos imobiliários. Tratam-se de títulos que podem ser (i) integrais, quando representarem a totalidade do crédito ou (ii) fracionados, quando representarem parte dele, observado que estas podem ser emitidos simultaneamente ou a qualquer momento antes do vencimento do crédito que eles representam.¹⁵¹

Ademais, podem as CCI conter cártula ou ser escriturais, com ou sem garantia real ou fidejussória, sendo a primeira emitida por escritura pública ou instrumento particular, devidamente custodiado na instituição emitente e registrado em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo BACEN, observado que sua emissão e negociação independem de autorização do devedor do respectivo crédito imobiliário. No caso de CCI escritural, caberá à instituição custodiante identificar o credor e, caso a CCI seja endossável, deverá conter o nome, a qualificação e o endereço do custodiante.¹⁵²

As CCI podem, ainda, ser utilizadas no caso de cessão do crédito, sub-rogado o cessionário em todos os direitos. Em se tratando de alienação fiduciária, o cessionário fica investido na propriedade fiduciária do bem garantido.¹⁵³

Quando o crédito imobiliário é garantido por garantia real, a CCI será averbada no Registro de Imóveis da situação do imóvel, na respectiva matrícula. A CCI escritural, por sua vez, dispensa o seu registro no Registro de Imóveis, respeitado o disposto no artigo 286 do Código Civil brasileiro.¹⁵⁴

As CCI são títulos de execução extrajudicial exigidos pelo valor contido nas cláusulas pactuadas no contrato que lhe deu origem.¹⁵⁵

Quando for objeto de securitização, a CCI será identificada no termo de securitização por meio da indicação do seu valor, número, série e instituição custodiante. A elas não se aplica o disposto no artigo 10, parágrafo único, da Lei n.º 9.514/1997; isto é, dispensa-se seu registro no Registro de Imóveis.¹⁵⁶

¹⁵¹ MARTINS, Fran. **Títulos de Crédito**, p. 559.

¹⁵² Ibidem, pp. 559-560.

¹⁵³ Ibidem, p. 559.

¹⁵⁴ Idem.

¹⁵⁵ Ibidem, p. 560.

¹⁵⁶ Idem.

2.3.4. A Regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários

Com vistas a regulamentar, no âmbito de sua competência, o disposto na Lei n.º 9.514/1997 e na Lei n.º 10.931/2004, a CVM editou a Instrução n.º 414/2004, que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de CRI, as quais são subsidiariamente tuteladas, sobretudo no tocante às formas de distribuição, pela Instrução n.º 400/2003 e pela Instrução n.º 476/2006.

2.3.4.1. Instrução CVM n.º 414/2004

As oferta públicas de distribuição de CRI são reguladas pela CVM por meio da Instrução n.º 414/2004 com a finalidade de assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, por meio do tratamento a ser atribuído aos ofertados e dos requisitos de adequada divulgação de informações sobre a oferta, os CRI ofertados, a companhia securitizadora e demais pessoas envolvidas.¹⁵⁷

De acordo com o disposto na referida Instrução, os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI devem obedecer o limite máximo de 20% (vinte por cento), por devedor ou coobrigado¹⁵⁸, observado que referido percentual pode ser excedido quando o devedor ou coobrigado (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei n.º 6.404/1976 e auditadas por auditor independente registrado na CVM¹⁵⁹.

Note-se, ainda, que o limite mencionado acima deve ser observado também em relação aos originadores dos créditos imobiliários referentes a imóveis sem “habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente.¹⁶⁰

A oferta pública de distribuição de CRI destinada a investidores que não sejam qualificados somente é admitida para CRI lastreados em créditos sobre os quais haja sido instituído o regime fiduciário de que trata a Lei n.º 9.514/1997, originados (i) de imóveis com

¹⁵⁷ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 414, de 30 de dezembro de 2004**, art. 1º. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst414.html>. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁵⁸ Ibidem, art. 5º, *caput*.

¹⁵⁹ Ibidem, art. 5º, §1º.

¹⁶⁰ Ibidem, art. 5º-A.

“habite-se”, ou documento equivalente, concedido pelo órgão administrativo competente; ou (ii) da aquisição ou da promessa de aquisição de unidades imobiliárias vinculadas a incorporações objeto de financiamento, desde que integrantes de patrimônio de afetação¹⁶¹. Nas ofertas públicas de distribuição de CRI destinadas a investidores que não sejam qualificados, por sua vez, é obrigatório ao menos um relatório de agência classificadora de risco atribuído aos CRI¹⁶².

Outrossim, depende a oferta pública de distribuição de CRI de prévio registro na CVM, salvo nos casos de dispensa de registro previstos em regulamentação específica, sendo dispensada a participação de instituição intermediária nas ofertas públicas de distribuição de CRI para captação de importância não superior a R\$100.000.000,00 (cem milhões de reais), desde que, cumulativamente, sejam atendidos determinados requisitos.¹⁶³

Além das regras da Instrução da CVM n.º 414/2004, aplicam-se às ofertas de distribuição pública de CRI as demais regras emanadas pela CVM, que dispõem sobre as ofertas de distribuição pública de valores mobiliários nos mercados primário e secundário¹⁶⁴, a respeito das quais se trata adiante.

2.3.4.2. Instrução CVM n.º 400/2003 e Instrução CVM n.º 476/2009

Haja vista o disposto no artigo 19 da Lei n.º 6.385/1976 e a regulamentação adotada pela CVM no âmbito de sua competência, sobretudo por meio do artigo 2º de sua Instrução n.º 400/2003, as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, deverão ser submetidas a prévio registro na CVM.

Tal sistemática visa a assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral por meio do tratamento equitativo aos ofertados, verificado, sobretudo, na necessidade de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta, os valores mobiliários ofertados, a companhia emissora, o ofertante e as demais pessoas envolvidas¹⁶⁵.

¹⁶¹ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 414, de 30 de dezembro de 2004**, art. 6º, *caput* e incisos. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst414.html>. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁶² Ibidem, art. 7º, §6º.

¹⁶³ Ibidem, art. 9º, *caput* e incisos.

¹⁶⁴ Ibidem, art. 12.

¹⁶⁵ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003**, art. 1º. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 27.10.2019.

A principal distinção entre o procedimento adotado pela Instrução da CVM n.º 400/2003 e a Instrução da CVM n. 476/2009, está na limitação da abrangência da oferta¹⁶⁶.

Ao passo em que as ofertas públicas tuteladas pela Instrução da CVM n.º 400/2003 podem ser destinadas indistintamente a todos os tipos de investidores, independentemente de seu nível de *expertise*, as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos devem ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários:

Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. (grifo nosso)

Essas ofertas estão limitadas a um número máximo de 75 (setenta e cinco) investidores qualificados, dos quais no máximo 50 (cinquenta) poderão adquirir os valores mobiliários ofertados:

Art. 3º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos: I – será permitida a procura de, no máximo, 75 (setenta e cinco) investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica; e II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais. (grifo nosso)

A título de esclarecimento, cumpre salientar que o rol de investidores profissionais, mencionados nos artigos 2º e 3º da Instrução da CVM n.º 476/2009, contempla, dentre outros, as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN, pessoas que detenham investimentos financeiros em valor considerado relevante e fundos de investimento, conforme consta do artigo 9º-A da Instrução da CVM n.º 539/2013:

Art. 9º-A São considerados investidores profissionais: I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil; II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar; IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$10.000.000,00 (dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; V – fundos de investimento; VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM; VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores

¹⁶⁶ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**, p. 115.

mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; VIII – investidores não residentes.

Por sua vez, o rol de investidores qualificados, mencionados no artigo 3º da Instrução da CVM n.º 476/2009, contempla, dentre outros, os próprios investidores profissionais e clubes de investimento, conforme dispõe o artigo 9º-B da Instrução da CVM n.º 539/2013:

Art. 9º-B São considerados investidores qualificados: I – investidores profissionais; II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B; III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados.

Observe-se que, nos termos da Instrução da CVM n.º 539/2013, são também considerados investidores profissionais ou investidores qualificados os regimes próprios de previdência social instituídos por entes federativos, desde que reconhecidos como tais conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social:

Art. 9º-C Os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios são considerados investidores profissionais ou investidores qualificados apenas se reconhecidos como tais conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social.

Esclarecidos os conceitos de investidores profissionais e investidores qualificados, cumpre destacar, ainda a respeito da Instrução da CVM n.º 476/2009, que referida norma determina um rol taxativo de ativos que poderão ser ofertados por meio desse procedimento, dentre os quais se sobressaem debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações, cotas de fundos de investimento fechado e certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio emitidos por companhias securitizadoras registradas na CVM como companhias abertas¹⁶⁷.

¹⁶⁷ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009**, art. 1º, §1º. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 27.10.2019.

De todo modo, é importante notar que para cada uma das modalidades de oferta, seja esta pública ou pública com esforços restritos, há procedimentos específicos que devem ser observados, conforme previsto em cada uma das normas correspondentes.

2.4. Decisões e Julgados

As operações de securitização de créditos imobiliários foram objeto de análise pela CVM em diversas oportunidades. Especialmente no tocante à definição de crédito imobiliário, destacam-se dois casos concretos ocorridos recentemente, que foram fortemente influenciados por todos os participantes do mercado, dentre eles, investidores, emissores e instituições financeiras.¹⁶⁸

O primeiro deles consiste no CRI Rede D'Or, maior empresa nacional do setor hospitalar privado e, por último, o CRI Cyrela, uma das maiores incorporadoras do País.¹⁶⁹

2.4.1. Caso CRI Rede D'Or

A Rede D'Or São Luiz S.A. levou à apreciação do Colegiado da CVM, em 2013, uma operação na qual emitiria debêntures para constituir o lastro dos CRI, a serem emitidos pela Brazilian Securities Companhia de Securitização. Os recursos obtidos com a oferta seriam destinados à aquisição e/ou à edificação de prédios hospitalares.¹⁷⁰

Embora a SRE da CVM tenha, à época, se manifestado favoravelmente à concessão do registro da oferta, entendendo que a operação representava um financiamento imobiliário a despeito de o objeto social da devedora não ter relação direta com o setor, o Colegiado da CVM discordou da área técnica e indeferiu o registro, por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis que seriam construídos, mas ao fluxo de caixa da Rede D'Or, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária.¹⁷¹

¹⁶⁸ ARAUJO, Tatiana Scarparo. **Certificados de Recebíveis Imobiliário e do Agronegócio: Discussão e Definição do Conceito do Lastro do Recebível**, p. 35.

¹⁶⁹ Idem.

¹⁷⁰ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando n.º 65/2017-CVM/SRE/GER-1, de 6 de dezembro de 2017**, p. 9. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171212_R1/20171212_D0869.html. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁷¹ Idem.

A decisão do Colegiado nesse precedente sedimentou, ainda que inicialmente, a visão de que um crédito deveria ser caracterizado como imobiliário pela sua origem, isto é, somente seriam admissíveis ofertas públicas de distribuição de CRI que fossem lastreados em contratos ou negócios jurídicos que representassem a relação locatícia ou a exploração comercial de algum imóvel. O lastro, no modelo então proposto pela Rede D'Or, não teria origem em relações típicas do setor imobiliário e o CRI teria, assim, apenas destinação imobiliária (ou seja, os recursos captados destinar-se-iam a investimentos imobiliários).¹⁷²

Não obstante a decisão proferida pelo no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2012/12177, em 2017, a Rede D'Or levou novamente à apreciação do Colegiado da CVM a emissão e distribuição de CRI com lastro em uma CCI representativa de debêntures devidas por ela, cujos recursos captados seriam destinados à construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários, diretamente pela Rede D'Or ou por meio de suas subsidiárias.¹⁷³

A SRE manifestou seu entendimento pelo deferimento do pleito, tendo em vista que, embora a Rede D'Or não tenha 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 artigo 8º, inciso I, da Lei n.º 9.514/1997, além de a estrutura da oferta 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.¹⁷⁴

O Colegiado, por unanimidade, acompanhou, nesta oportunidade, a área técnica quanto ao deferimento do pleito de registro da Oferta.¹⁷⁵

2.4.2. Caso CRI Cyrela

Em 2016, foi apreciado pelo Colegiado da CVM o caso CRI Cyrela, que versou sobre pedido de registro de oferta pública de distribuição de CRI, cujo lastro seria constituído por

¹⁷² BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando n.º 65/2017-CVM/SRE/GER-1, de 6 de dezembro de 2017**, p. 9. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2017/20171212_R1/20171212_D0869.html. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁷³ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM n.º 19957.010578/2017-50**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2017/20171212_R1/20171212_D0869.html. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁷⁴ Idem.

¹⁷⁵ Idem.

debêntures emitidas pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, companhia aberta atuante no setor imobiliário. Tratava-se de um novo caso em que se propunha à CVM a questão da viabilidade dos CRI por destinação.¹⁷⁶

Em um aparente contraste à posição até então adotada, o Colegiado admitiu que a destinação dos recursos captados seria apta a caracterizar um crédito como imobiliário, ressalvando, entretanto, que a empresa emissora de tal crédito deveria pertencer ao setor imobiliário, como era o caso da Cyrela.¹⁷⁷

A CVM considerou que a operação se encontrava de acordo com o entendimento da autarquia, uma vez que o fluxo de pagamento da operação se encontra relacionado ao setor imobiliário, considerando que a Cyrela S.A. é companhia aberta que tem por objeto social “a incorporação, a compra e a venda de imóveis prontos ou a construir, residenciais e comerciais, terrenos e frações ideais, a locação e administração de bens imóveis, a construção de imóveis e a prestação de serviços de consultoria em assuntos relativos ao mercado imobiliários, estando, portanto relacionado ao setor imobiliário”.¹⁷⁸

A leitura dos trechos acima dá a entender que se estaria, aqui, ainda lidando com CRI caracterizados pela origem dos créditos que servem de lastro. Mas essa caracterização passa por um certo esforço de interpretação que é bastante esclarecedor acerca da mudança que estava começando a ocorrer – esses CRI seriam, a rigor, lastreados em instrumentos de dívida corporativa, mas, como o objeto social da emissora daquela dívida corporativa envolve atividades tipicamente imobiliárias, o “fluxo de pagamento da operação” continuaria a ser “relacionado ao setor imobiliário”.¹⁷⁹

Por mais que se reconheça e se dê algum peso para o ramo de atuação da empresa emissora dos lastros, estes são, de qualquer maneira, dívida corporativa. Daí porque, embora aparentemente a decisão do presente caso mantenha coerência com aquelas posições iniciais – de que o lastro do CRI deve se originar de relações do setor imobiliário – ocorre, ao cabo, uma verdadeira mudança paradigmática.¹⁸⁰

¹⁷⁶ BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Memorando n.º 65/2017-CVM/SRE/GER-1, de 6 de dezembro de 2017**, p. 10. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2017/20171212_R1/20171212_D0869.html. Acesso em: 27.10.2019.

¹⁷⁷ Idem.

¹⁷⁸ Idem.

¹⁷⁹ Idem.

¹⁸⁰ Ibidem, pp. 10-11.

CONCLUSÃO

Ante o exposto, é possível concluir que, apesar de serem operações financeiras dotadas de eficiência no tocante à captação externa de recursos para o desenvolvimento de atividades econômicas, as operações de securitização de créditos imobiliários compreendem um instituto relativamente novo e em constante evolução no Brasil, que ainda demanda uma legislação apropriada e jurisprudência consolidada sobre o tema.

Não obstante decorram da ciência financeira, tais operações se originam de negócios estritamente jurídicos, de modo que os atos a elas inerentes são compostos por institutos jurídicos isoladamente tratados por regulamentação própria. O negócio jurídico subjacente, os originadores de crédito, a cessão de créditos, os veículos de securitização e as formas de distribuição tratados neste trabalho são elementos, direta ou indiretamente, regulamentados por meio de normas esparsas que, em conjunto, integram e constituem o regime jurídico da securitização de créditos imobiliários no ordenamento jurídico brasileiro.

Em razão de sua complexidade e, principalmente, da ausência de sistematização adequada, referido regime tende a desestimular o desenvolvimento do financiamento imobiliário brasileiro na medida em que acarreta insegurança e incerteza aos *players* do mercado. A inexistência de delimitação jurídica acerca do conceito de crédito imobiliário, em especial, faz com que a Lei n.º 9.514/1997 deixe até mesmo de atender, com êxito, a sua principal finalidade, de desenvolver o mercado de financiamento imobiliário brasileiro.

Desta feita, em vista da complexidade do tema, da ausência de legislação apropriada e de uma jurisprudência regularmente pacificada e devidamente consolidada, tanto a respeito das normas já existentes quanto das lacunas geradas por sua inconsistência, resta evidente a necessidade de alteração da legislação e de estabilização e consolidação da jurisprudência que regem o instituto da securitização de créditos imobiliários no ordenamento jurídico brasileiro, de modo a afastar as incertezas do mercado e a necessidade de apreciação recorrente pela CVM.

Caso fossem implementadas, tais medidas iriam conferir uma maior segurança jurídica aos participantes de mercado envolvidos nesse tipo de transação, bem como uma maior celeridade ao próprio processo de securitização, uma vez que não mais haveria a necessidade de envolvimento assíduo da autarquia para decidir acerca da possibilidade ou não da execução da operação, viabilizando, inclusive, a criação de novas estruturas e de novos produtos; e, por conseguinte, a existência de um maior volume de operações aptas a finalmente desenvolver o mercado de financiamento imobiliário brasileiro, ao qual se destinam.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

AMARAL, José Romeu Garcia do. **Ensaio Sobre o Regime Jurídico das Debêntures**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-21012015-093339/pt-br.php>. Acesso em: 29.09.2019.

ARAUJO, Tatiana Scarparo. **Certificados de Recebíveis Imobiliário e do Agronegócio: Discussão e Definição do Conceito do Lastro do Recebível**. 2017. Trabalho de Conclusão de Curso (Pós-graduação Lato Sensu em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais – LLM) - Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2017. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/1680>. Acesso em: 24.05.2019.

AVELINO, Luiz Filipi de Cristóforo. **Aspectos Jurídicos da Securitização do Brasil**. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11022015-140625/en.php>. Acesso em: 24.05.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 356, de 17 de dezembro de 2001**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst356.html>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 414, de 30 de dezembro de 2004**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst414.html>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 444, de 8 de dezembro de 2006**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst444.html>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst476.html>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 539, de 13 de novembro de 2013**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst539.html>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n.º 600, de 1º de agosto de 2018**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst600.html>. Acesso em 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM n.º RJ 2002/3032**. Recorrente: Companhia Brasileira de Securitização – CIBRASEC. Recorrido: Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos, 13 de maio de 2003. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/attachments/article/12649/PROC-CVM-2002-3032-TLON.pdf>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. **Processo CVM n.º 19957.010578/2017-50**. Interessados: Banco J. Safra S.A. e RB Capital Companhia de Securitização. Relator: SRE/GER-1, 12 de dezembro de 2017. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2017/20171212_R1/20171212_D0869.html. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. **Ofício-Circular CVM/SRE n.º 02, de 27 de fevereiro de 2019**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-0219.html>. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. Comissão de Valores Mobiliários. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. Gerência de Registros 1 (GER-1). **Memorando n.º 65/2017-CVM/SRE/GER-1, de 6 de dezembro de 2017**. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2017/20171212_R1/20171212_D0869.html. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 4.380, de 21 de agosto de 1964**. Brasília, DF. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/14380.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964**. Brasília, DF. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias. Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L4595.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Brasília, DF. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6385.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Brasília, DF. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 7.492, de 16 de junho de 1986**. Brasília, DF. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L7492.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 8.668, de 25 de junho de 1993**. Brasília, DF. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L8668.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Brasília, DF. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9514.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 10.303, de 31 de outubro de 2001**. Brasília, DF. Altera e acrescenta dispositivos na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as Sociedades por Ações, e na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm. Acesso em: 10.01.2002.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 10.931, de 2 de agosto de 2004**. Brasília, DF. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Lei n.º 11.076, de 30 de dezembro de 2004**. Brasília, DF. Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a

concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Ato2004-2006/2004/Lei/L11076.htm. Acesso em: 27.10.2019.

BRASIL, República Federativa do. **Medida Provisória n.º 1.637, de 8 de janeiro de 1998**. Brasília, DF. Dispõe sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo, e dá outras providências. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/mpv/Antigas/1637.htm. Acesso em: 27.10.2019.

CAMINHA, Uinie. **Securitização**. São Paulo: Saraiva, 2007.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.

GAGGINI, Fernando Schwarz. **Securitização de Recebíveis**. São Paulo: Ed. Universitária de Direito, 2003.

MARTINS, Fran. **Títulos de Crédito**. 17 Ed. Rev., Atual. e Ampl. Rio de Janeiro: Forense, 2016.

NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OIOLI, Erik; RIBEIRO, José Alves; e LISBOA, Henrique Vincentin. **Falta de definição do conceito de crédito imobiliário gera incertezas**. Disponível em: <https://www.conjur.com.br/2017-jul-07/opiniao-falta-definicao-credito-imobiliario-gera-incertezas>. Acesso em 28.08.2019.

Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 1ª Série da 5ª Emissão da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários. Disponível em: <https://cyrela.globalri.com.br/pt/cyrela-securitizadora-prospectos>. Neste *website*, acessar “2016” e, em seguida, “Prospecto Definitivo da Oferta Pública -CRI 1ª Série da 5ª Emissão. Acesso em: 27.10.2019.

Prospecto Preliminar da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 108ª Série da 1ª Emissão da RB Capital Companhia de Securitização. Disponível em: <https://www.btgpactual.com/home/investment-bank>. Neste *website*, clicar “Mercado de Capitais – Download”, depois clicar em “2015” e, em seguida, acessar o Prospecto Preliminar da Distribuição Pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 108ª Série da 1ª Emissão da RB Capital. Acesso em: 27.10.2019.

ULSON, Marília Ayusso. **Securitização Imobiliária no Brasil**. 2013. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Economia) – Faculdade de Economia e Administração, Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2013. Disponível em: <http://dspace.insper.edu.br/xmlui/handle/11224/144>. Acesso em: 27.08.2019.

COORDENADORIA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO (TCC)

TERMO DE AUTENTICIDADE E AUTORIZAÇÃO PARA PUBLICAÇÃO DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Breno Alves e Cavalheiro

Aluno, regularmente matriculado, no Curso de Direito, na disciplina do TCC da 10ª etapa, matrícula nº 3150322-5 , Período Matutino, Turma D,

tendo realizado o TCC com o título: O Regime Jurídico da Securitização de Créditos Imobiliários no Ordenamento Jurídico Brasileiro

sob a orientação da professora: Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

Declaro ainda que, estou ciente que caso sejam detectadas irregularidades referentes às citações das fontes e/ou desrespeito às normas técnicas próprias relativas aos direitos autorais de obras utilizadas na confecção do trabalho, serão aplicáveis as sanções legais de natureza civil, penal e administrativa, além da reprovação automática, impedindo a conclusão do curso.

São Paulo, 5 de novembro de 2019

Assinatura do discente

COORDENADORIA DE TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO (TCC)

Material Bibliográfico: () Artigo Científico (X) Monografia

Graduação em Direito

Título do Trabalho: O Regime Jurídico da Securitização de Créditos Imobiliários no Ordenamento Jurídico Brasileiro

Nome do Autor(a): Breno Alves e Cavalheiro

E-mail: breno.alves.cavalheiro@gmail.com

Este e-mail pode ser divulgado () SIM (X) NÃO

Orientador(a): Profa. Dra. Thaís Cíntia Cárnio

Na qualidade de titular dos direitos autorais da publicação supracitada, de acordo com a Lei nº 9.610/98, (X) AUTORIZO () NÃO AUTORIZO a Universidade Presbiteriana Mackenzie – UPM, a disponibilizar gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, o documento, em meio eletrônico, no *site* da base de dados Adelpa, para fins de leitura pela internet, a título de divulgação da produção científica gerada pela Universidade, a partir desta data. Igualmente, declaro que a versão do Trabalho de Conclusão de Curso entregue em meio eletrônico corresponde fielmente e na íntegra à versão similar depositada de forma impressa em papel para a defesa ou apresentação.

Motivos no Caso de Não Autorização

() Exigência de periódico de não divulgação até a publicação (exige justificativa, informe e nome do periódico)

() Outros (justificar): _____

São Paulo, 5 de novembro de 2019

Assinatura do(a) Autor(a)