

**INSPER – INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA**  
**L.L.M - DIREITO DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAL**

**GLAUCIA DE CASTRO ZUCATELLI**

**O LASTRO NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DO SETOR  
IMOBILIÁRIO**

**SÃO PAULO**  
**2018**

**GLAUCIA DE CASTRO ZUCATELLI**

**O LASTRO NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DO SETOR  
IMOBILIÁRIO**

Trabalho de conclusão de curso para a obtenção do título de especialista em Direito dos Mercados Financeiro e de Capital, do L.L.M em Direito dos Mercados Financeiro e de Capital no Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientador: Pamela Gabrielle Romeu  
Gomes Roque

**SÃO PAULO  
2018**

Zucatelli, Glaucia de Castro

O Lastro nas Operações de Securitização do Setor Imobiliário

Glaucia de Castro Zucatelli – São Paulo, 2018

n.f.

Trabalho de Conclusão de Curso LLM– Insper, 2018.

Orientador: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais. 2. Securitização de Recebíveis Imobiliários. 3. Créditos Imobiliários. 4. Certificados de Recebíveis Imobiliários.

I. Glaucia de Castro Zucatelli. II. O Lastro nas Operações de Securitização do Setor Imobiliário.

**GLAUCIA DE CASTRO ZUCATELLI**

**O LASTRO NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DO SETOR  
IMOBILIÁRIO**

Trabalho de conclusão de curso para a obtenção do título de especialista em Direito dos Mercados Financeiro e de Capital, do L.L.M em Direito dos Mercados Financeiro e de Capital no Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa.

**Data de Aprovação:   /  /**

**Banca Examinadora**

---

**Nome Completo  
Titulação  
Instituição**

---

**Nome Completo  
Titulação  
Instituição**

---

**Nome Completo  
Titulação  
Instituição**

## **Agradecimentos**

Agradeço especialmente à minha família, pais e irmãos, aos meus amigos e colegas de trabalho, pelas palavras e atitudes de apoio durante todo o período de realização do curso de L.L.M em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais.

Agradeço imensamente ao meu grande amor, Fernando Azevedo Perazzoli, e ao meu amado enteado, João, por todo apoio, paciência e compreensão nos momentos de tensão e ausência, necessários à conclusão deste projeto, por proporcionarem tamanha felicidade e alegria, por fazerem parte da minha vida e dessa nova família que está sendo constituída com muito amor.

## RESUMO

A presente artigo abordará o conceito de créditos imobiliários inserido nas operações de securitização, o momento de sua constituição, se na origem ou destinação e questões polêmicas relacionadas ao lastro nas operações de securitização de recebíveis imobiliários com base nos precedentes proferidos pelo órgão regulador. O trabalho tem como escopo contribuir aos agentes de mercado sobre a escolha do lastro e melhor estrutura a ser adotada no âmbito das operações de securitização de recebíveis imobiliários, por meio de método dedutivo, uma vez que o próprio Colegiado do órgão regulador, diante de algumas situações, não possui uma posição consolidada e alinhada com a de suas áreas técnicas.

**Palavras-chave:** Mercado de Capitais. Securitização. Créditos Imobiliários. Securitização Recebíveis Imobiliários. Certificados de Recebíveis Imobiliários.

## **Abstract**

This article will address the concept of the real estate credits inserted in the securitization transactions, at the time of their constitution, at the origin or at the destination, as well as the main issues related to the underlying asset of the real estate securitization receivables based on precedents issued by the Brazilian Securities and Exchange Commission. Additionally, the purpose of this article is to help the capital market agents to choose the right underlying asset of the real estate securitization transaction and the properly structure, through a deductive method, since the issue addressed still not consolidated by the board of the Brazilian Securities and Exchange Commission and its technical areas.

**Keywords:** Capital Market. Securitization. Real Estate Receivables. Real Estate Securitization Transactions. Real Estate Certificates.

## SUMÁRIO

<b>Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>Capítulo 1.....</b>	<b>2</b>
<b>1. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIO.....</b>	<b>2</b>
1.1 Conceito e Origem Histórica.....	2
1.2 Histórico no Brasil .....	5
1.3 Possíveis estruturas nas operações de securitização do setor imobiliário .....	8
<b>Capítulo 2.....</b>	<b>9</b>
<b>2. CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS .....</b>	<b>9</b>
2.1 Conceito e Contextualização .....	9
2.2 Créditos Imobiliários ou Direitos Creditórios .....	11
2.3 Constituição dos Créditos Imobiliários .....	13
<b>Capítulo 3.....</b>	<b>15</b>
<b>3 CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS .....</b>	<b>15</b>
3.1 O que são Certificados de Recebíveis Imobiliários.....	15
3.2 Possíveis lastro nas operações de securitização de recebíveis imobiliários ....	21
3.2.1. <i>Sale and Lease Back</i> .....	23
3.2.2. <i>Built to Suit</i> .....	24
3.3. Questões polêmicas em relação ao lastro.....	27
<b>Conclusão.....</b>	<b>30</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>31</b>



## **Introdução**

O presente artigo tem como finalidade tratar sobre os principais lastros nas operações de securitização de recebíveis imobiliários, que comportam em sua estrutura, a emissão e certificados de recebíveis imobiliários.

Para tanto, pretende-se abordar o contexto nos quais tais lastros estão inseridos, ou seja, a origem, o histórico e a sistemática das operações de securitização, bem como as definições e conceitos que implicam diretamente na escolha de tais lastro, adentrando ao conceito e possíveis estruturas das emissões de certificados de recebíveis imobiliários, especialmente em relação às estruturas realizadas por meio de contratos atípicos e, por fim, abranger questões polêmicas arcadas em relação ao assunto.

Ressalta-se fundamental destacar a dificuldade enfrentada para discorrer sobre o tema escolhido, tendo em vista a carência de material doutrinário. A própria legislação tratou de determinadas variáveis envolvendo créditos imobiliários de forma genérica, conforme será possível analisar a diante.

Desta forma, uma das principais fontes de pesquisas e estudos foram os memorandos divulgados pelas áreas técnicas da CVM, bem como as decisões proferidas pelo seu Órgão Colegiado.

A vivência profissional na área de mercado de capitais, voltada para as operações de securitização de recebíveis imobiliários e do agronegócio, a ausência de material de pesquisa e as dificuldades enfrentadas no dia-a-dia, despertou o interesse em trabalhar com o tema escolhido, visando elucidar eventuais dúvidas e questionamentos levantados não apenas pelo órgão regulador, mas também por todos os agentes de mercado atuantes na área.

## Capítulo 1

### 1. Securitização de Recebíveis Imobiliário

Primeiramente, antes de adentrarmos ao conceito de créditos imobiliários, ressalta-se fundamental destacar, ainda que brevemente, o contexto em que tais créditos estão inseridos, qual seja, nas operações de securitização do setor imobiliário.

#### 1.1 Conceito e Origem Histórica

A securitização de recebíveis imobiliários trata-se de procedimento, por meio do qual, créditos imobiliários são “empacotados” ou agrupados na forma de títulos ou valores mobiliários a serem negociados e vendidos aos investidores no mercado de capitais local ou no exterior, sendo que o valor captado com a emissão de tais títulos ou valores mobiliários é, em contrapartida, destinado ao pagamento do valor atribuído à cessão dos créditos cedidos. Assim, por meio da securitização é realizada a antecipação do pagamento da dívida representada pelos créditos lastro da operação.

Neste sentido, conforme ensinamentos de Natália Cristina Chaves o conceito de operações de securitização, pode ser definido conforme a seguir:

“É nesse contexto que se insere a securitização de créditos, operação de desintermediação financeira que proporciona a antecipação do recebimento de recursos a quem desejar, mediante a cessão de créditos a uma entidade adquirente, que emitirá títulos ou valores mobiliários, vinculando o pagamento destes ao recebimento dos créditos cedidos.”<sup>1</sup>

De acordo com o ordenamento jurídico português, securitização, ou melhor, a “Titularização de Créditos”, denominação atribuída ao referido instituto naquela jurisdição, é conceituada nos termos a seguir:

“Operações de transmissão de créditos com vista à subsequente emissão, pelas entidades adquirentes, de valores mobiliários

---

<sup>1</sup> CHAVES, Natália Cristina. Direito empresarial: securitização de crédito. 1. ed. Belo Horizonte: DelRey, 2006. p. 2.

destinados ao financiamento das referidas operações”.<sup>2</sup>

Alguns autores também defendem que a securitização trata-se de mecanismo de alocação/dispersão do risco de crédito, o que a diferencia do financiamento bancário tradicional, pois, no financiamento tradicional, o risco se concentra no banco financiador, já na securitização, o risco do financiamento é distribuído entre os investidores na proporção das parcelas de capital representadas pelos títulos e/ou cotas emitidas. Assim, a título ilustrativo, seguem ensinamentos de Uinie Caminha:

“(...) o financiamento mediante empréstimo bancário, concentra o risco em uma só instituição, enquanto o financiamento via mercado de capitais permite que cada investidor decida o quanto de risco irá assumir em cada empreendimento, já que a captação de recursos é fracionada por meio de títulos ou valores mobiliários.”<sup>3</sup>

Do lado dos investidores, a dispersão de risco na securitização também funciona como mecanismo de delimitação de risco, uma vez que, o risco dos investidores se restringe ao montante dos créditos que constituem o lastro da emissão, na proporção dos títulos que cada investidor adquiriu.

Adicionalmente, a segregação patrimonial dos créditos que sustentam os títulos emitidos, na medida em que os créditos cedidos deixam de compor o patrimônio da cedente e passam a fazer parte de um patrimônio separado da emissora, bem como a avaliação realizada por agência classificadora de risco (agências de rating) também são elementos de delimitação de risco ao público alvo na operação de securitização.

Por outro lado, os créditos imobiliários constituirão patrimônio separado da emissão, de modo que o atraso ou a falta do recebimento destes pela securitizadora, assim como a insolvência da securitizadora, poderá afetar negativamente a capacidade de pagamento das obrigações decorrentes dos CRI.

Conforme mencionado acima, a emissora dos CRI é, obrigatoriamente, uma companhia securitizadora de créditos imobiliários,

---

<sup>2</sup> DA SILVA, João Calvão. Titul[ariz]ação de Créditos. Securitization. 2. Ed. Coimbra. Portugal: Almedina, 2005. p. 7.

<sup>3</sup> CAMINHA, Uinie. Securitização. 2. ed. São Paulo. Editora Saraiva, 2007. p. 54.

tendo como objeto social a aquisição e securitização de créditos imobiliários por meio da emissão de certificados de recebíveis imobiliários, cujos patrimônios são administrados separadamente. Portanto, o patrimônio separado de determinada emissão tem como única fonte de recursos os créditos imobiliários cedidos que compõe o lastro da referida emissão. Desta forma, qualquer atraso ou falta de recebimento destes pela emissora poderá afetar negativamente a capacidade da emissora de honrar as obrigações decorrentes da emissão dos CRI.

Adicionalmente, na hipótese da securitizadora ser declarada insolvente, o agente fiduciário contratado no âmbito da operação, que tem como principal dever assegurar os interesses dos titulares dos CRI, deverá assumir temporariamente a administração do patrimônio separado. Diante de tal situação, os investidores poderão se reunir em assembleia geral de titulares de CRI para deliberar sobre as novas normas de administração do patrimônio separado ou optar pela liquidação deste, que poderá ser insuficiente para quitar as obrigações da emissora perante os titulares dos CRI.

De acordo com Exposição de Motivos do Projeto de Lei nº 3.242/1997, o qual foi convertido na Lei nº. 9.514/97:

“Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado financeiro imobiliário, para o que se criem novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação de crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização. Destaca-se a criação da figura de um novo título de crédito (refere-se ao Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI), característico e destinados às operações do mercado secundário. A criação da figura desse novo título vem acompanhada da definição das condições legais para a efetiva securitização de créditos imobiliários, previstos rigorosos mecanismos de segurança e proteção ao investidor. Dessa forma, abrem-se perspectivas inéditas para o funcionamento de um mercado secundário de créditos imobiliários e a estruturação de operação de captação de recursos capazes de robustecer grandemente o financiamento habitacional.”<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Exposição de Motivos endereçada ao Presidente da República pelos Ministros do Planejamento e Orçamento e da Fazenda, justificando o Projeto de Lei nº. 3.242/1997 que dispôs sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, que instituiu a alienação fiduciária de imóvel e outras providências, que veio a ser convertido na Lei nº. 9.514/97.

Assim, diante do exposto acima, é possível concluir que a securitização de créditos imobiliários, além de ser uma fonte alternativa ao financiamento imobiliário tradicional, é benéfica ao titular dos créditos, uma vez que em contrapartida à cessão dos créditos é proporcionada a antecipação de receita viabilizando o financiamento da atividade produtiva, presumidamente a custo reduzido, tendo em vista a desintermediação financeira, bem como ao investidor, considerando a segurança jurídica envolvida em razão dos requisitos, elementos, forma, regulamentação, aprovação, conforme aplicável, e fiscalização dos órgãos competentes a serem observados nas operações de securitização, notadamente ao que se refere a padronização do processo, a simplificação dos mecanismos de regularidade dos fluxos de pagamento e especialmente a consistência do lastro, com o escopo de assegurar o cumprimento da função econômica e social da securitização.

A origem histórica da securitização se deu em fevereiro de 1970, quando o Departamento de Habitação e Desenvolvimento Urbano Norte Americano (*Advance Corporation Mortgage*), realizou a primeira emissão de valores mobiliários lastreada em créditos hipotecários e garantidos pela Associação Nacional de Hipoteca do Governo dos Estados Unidos da América (*Government National Mortgage Association – GNMA*, conhecida como Ginnie Mae).

## **1.2 Histórico no Brasil**

No Brasil, assim como nos Estados Unidos, apesar de não ter sido o primeiro segmento a ser regulamentado, o mercado imobiliário também pode ser considerado o berço da operação de securitização no País. Com o advento da Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei nº. 9.514/97”) foi instituído o Sistema Financeiro Imobiliário (“SFI”) com o objetivo de fomentar o mercado secundário para créditos imobiliários, por meio da securitização de tais créditos, o que tornou possível a captação de recursos privados a serem destinados a este segmento da economia, como forma alternativa de

financiamento à tradicionalmente utilizada, que consistia, basicamente, na utilização de recursos depositados no Fundo de Garantia por Tempo de Serviço ("FGTS"), a caderneta de poupança e os próprios cofres públicos.

Neste sentido são os ensinamento de Eduardo Salomão Neto, leia-se:

"Nos termos dos artigos 2º e 3º da Lei nº 9.514/97, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema Financeiro Imobiliário, sociedades denominadas companhias securitizadoras de créditos imobiliários poderão adquirir os referidos créditos de caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimentos, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimos de companhias hipotecárias, bem como de outras entidades que venham a ser definidas pelo Conselho Monetário Nacional. Segundo os artigos 3º e 6º da referida lei, as companhias securitizadoras não são instituições financeiras e podem captar recursos por empréstimo através da emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), para aplicar na aquisição de créditos imobiliários. Tais certificados são títulos de créditos e podem conferir garantia flutuante sobre o ativo da sociedade securitizadora, ou mesmo fazer com que créditos imobiliários especificados constituam patrimônio separado e isolado de outros credores, em benefício dos titulares dos CRIs que foram reservados na falência da sociedade securitizadora (Artigos 7º, §2º e 9º a 11º, da Lei nº 9.514/97)."<sup>5</sup>

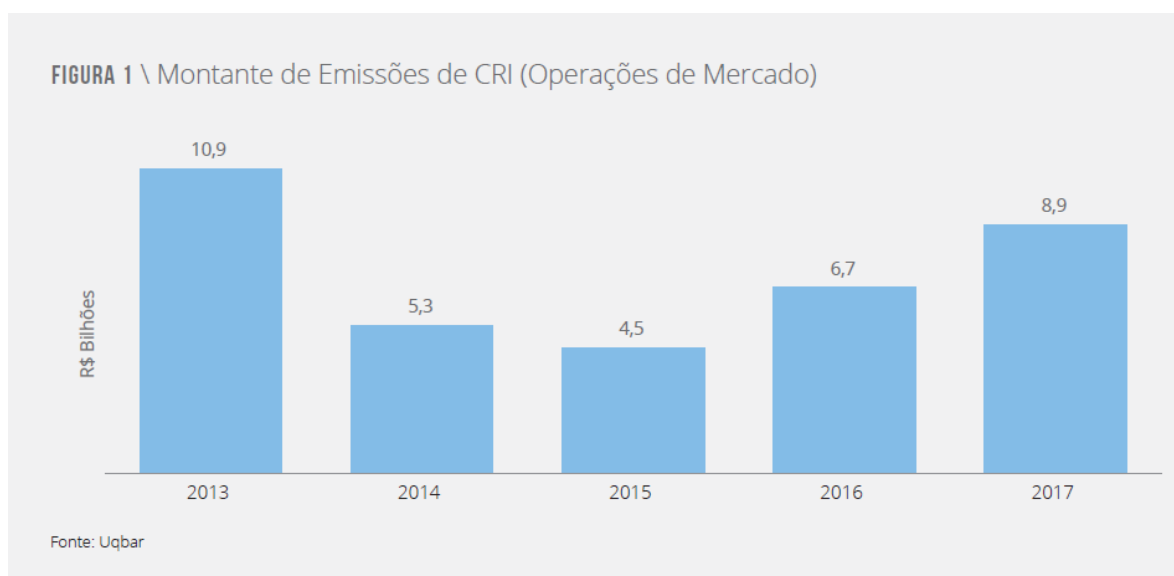
A securitização de créditos imobiliários é uma operação recente no mercado de capitais brasileiro. A Lei nº 9.514 que criou os certificados de recebíveis imobiliários foi editada em 1997. Além disso, a securitização é uma operação mais complexa que outras emissões de valores mobiliários, já que envolve estruturas jurídicas de segregação dos riscos da emissora e das devedoras.

De todo modo, o volume de emissões de CRI, om base no anuário divulgado pela Uqbar<sup>6</sup>, apesar da relevante queda nos anos de 2013 e 2014, vem crescendo gradativamente desde 2015, atingindo uma marca histórica nas operações de mercado em 2017, conforme é possível verificar na figura abaixo:

---

<sup>5</sup> NETO, Eduardo Salomão. Direito Bancário. 2. ed. Revista e ampliada. São Paulo. Editora Atlas, 2014. p.519.

<sup>6</sup> Anuário Uqbar 2018. 11ª Edição. Uqbar Publicações. Certificado de Recebíveis Imobiliários.p.11.



Desta forma, por se tratar de um mercado recente no Brasil, não se encontra totalmente regulamentado, podendo ocorrer situações em que ainda não existam regras que o direcionem, gerando assim um risco aos investidores de CRI, uma vez que o Poder Judiciário poderá, ao analisar determinada emissão de CRI e interpretar as normas que regem o assunto, proferir decisões desfavoráveis aos interesses dos investidores. Ademais, em situações adversas envolvendo emissões de CRI, poderá haver perdas por parte dos seus titulares, em razão do dispêndio de tempo e recursos para execução judicial de seus direitos.

Do mesmo modo, a carência de jurisprudência firmada acerca das operações de securitização, também poderá acarretar perdas e prejuízos aos investidores, uma vez que toda a engenharia financeira, econômica e jurídica aplicada às operações de securitização considera um conjunto de direitos e obrigações assumidos pelas partes envolvidas, previstas por meio de contratos públicos ou privados tendo por diretrizes a legislação em vigor. Em razão da pouca maturidade e da falta de tradição e jurisprudência no mercado de capitais brasileiro em relação a estruturas de securitização, em situações adversas poderá haver perdas por parte dos investidores em razão do dispêndio de tempo e recursos para execução judicial de seus direitos.

### **1.3. Possíveis estruturas nas operações de securitização do setor imobiliário**

Assim como a maioria dos produtos de financiamento disponíveis no mercado, as operações de securitização de recebíveis imobiliários podem ser estruturadas de diversas formas.

A estrutura mais utilizada para as operações de securitização de recebíveis imobiliários mediante emissão de certificados de recebíveis imobiliários, basicamente, se dá por meio de algumas etapas, sendo a primeira delas, a constituição dos créditos imobiliários que irão compor o lastro da operação, afinal, a ausência de créditos imobiliários a serem cedidos torna inviável o financiamento por meio da securitização.

Após a constituição do lastro da operação, a sociedade originadora dos créditos emite uma Cédula de Crédito Imobiliário ("CCI"), que são títulos representativos dos créditos imobiliários, instituída pela Lei 10.931, de 02 de agosto de 2004 ("Lei 10.931/04") passíveis de securitização. Esta fase é de extrema importância, uma vez que a emissão da CCI que permitirá a circulação do crédito. Entretanto, também é possível a cessão direta dos recebíveis para a securitizadora, sem a emissão de CCI. Como exemplo, podemos citar as emissões de CRI, cujo lastro decorre de créditos imobiliários provenientes de contratos de aluguel. Não há qualquer vedação na regulamentação aplicável em cedê-los diretamente, independente da emissão de CCI, para que sejam securitizados.

Ato contínuo, a próxima fase abrange a cessão e transferência da CCI ou dos créditos imobiliários, conforme exemplo mencionado acima, à companhia securitizadora responsável pela emissão dos CRI.

Por fim, com as aprovações e obtenção dos registros necessários, celebração dos documentos da operação, conclusão satisfatória dos procedimentos de auditoria legal e auditoria financeira da carteira de crédito cedida, entre outros procedimentos e formalizações necessários à realização da emissão, temo a securitização propriamente dita, representada pela emissão dos CRI e da subscrição e integralização por parte dos investidores.



## Capítulo 2

### 2. Créditos Imobiliários

#### 2.1 Conceito e Contextualização

Superado o contexto em que estão inseridos, passamos a discorrer sobre o conceito de créditos imobiliários.

Importante destacar que o conceito de crédito imobiliário é objeto de análise constante pela Comissão de Valores Mobiliários ("CVM"). Dentre as principais razões para tal comportamento do órgão fiscalizador, podemos mencionar a falta de regulamentação no que se refere ao conceito, propriamente dito, de créditos imobiliários, uma vez que a Lei 9.514/97 regulamenta a securitização de créditos imobiliários, entretanto, não os qualifica.

A atuação da CVM neste sentido se dá em razão da utilização equivocada do instituto da securitização, caracterizada pelas inconsistências identificadas, principalmente em relação ao lastro, gerando questionamentos e controvérsias prejudiciais ao bom funcionamento do mercado.

Assim, o conceito de crédito imobiliário pode ser interpretado de forma restrita, cujo entendimento é de que somente créditos oriundos da comercialização de imóveis podem ser securitizados, ou de forma ampla, no sentido de que todo e qualquer crédito vinculado a direito real imobiliário pode ser securitizado. Neste sentido, são os ensinamentos de Melhim Namem Chalhub, leia-se:

"Com efeito, a expressão crédito imobiliário pode ser entendida restritivamente, no sentido de que só os créditos oriundos da comercialização de imóveis podem ser securitizados, tendo em vista que as expressões mais frequentes na Lei 9.514/97 são financiamento imobiliário, contratos de compra e venda de imóveis a prazo, arrendamento mercantil de imóveis, além de outras que, de certa maneira estão associadas a ideia de comercialização de imóveis. Pode-se também entender, diferentemente, que a expressão crédito imobiliário, compreende todo e qualquer crédito vinculado a direito real imobiliário, sobretudo direito real de garantia, de modo que seria considerado crédito imobiliário um empréstimo não destinado à produção ou a comercialização de imóveis, mas que tivesse garantia real imobiliária. Há quem não vê a existência de vínculo real como

elemento essencial da qualificação, de modo que pode ser qualificado como crédito imobiliário o direito do locador oriundo de um contrato de locação de imóvel ou o crédito do promitente vendedor de imóvel.”<sup>7</sup>

De acordo com a doutrina, o conceito de crédito imobiliário deve estar atrelado a crédito real, ou seja, em que há um vínculo entre o crédito cedido e o bem imóvel, de modo a fortalecer a posição do investidor.

Presume-se que o investidor de títulos lastreados em créditos imobiliários quer ter a certeza de que existe um imóvel vinculado a tais créditos, de forma a garantir a liquidez do título adquirido, uma vez que tal vinculação lhe confere legitimidade para promover a venda do imóvel e apropriação do produto da venda até o limite de seu crédito. Na prática, nas situações em que é necessário executar a garantia em razão do inadimplemento de obrigações assumidas no âmbito da securitização, não é sempre que a liquidez do papel está garantida, pois, o valor atingido com a venda do imóvel em leilões, nos termos previstos na Lei 9.514/97, nem sempre é suficiente para garantir o montante investido por cada um dos titulares dos títulos emitidos, lastreados nos créditos cedidos.

Em suma, a principal preocupação do investidor adquirente de títulos securitizados, é que existam bens vinculados aos créditos imobiliários cedidos, passíveis de conversão em dinheiro, em montante suficiente ao resgate de tais títulos distribuídos no mercado.

Neste sentido, nas operações de securitização de créditos imobiliários decorrentes de pagamentos de aluguéis ou de promessa de compra e venda de imóvel, situações as quais, de acordo com exposto acima, não há vinculação real entre o cessionário dos créditos e o imóvel objeto da locação ou da promessa de compra e venda, a constituição de garantia real imobiliária no âmbito da oferta é um fator mitigador ao risco de crédito envolvido, caso por alguma razão e de acordo com os exemplos acima, o contrato de locação seja rescindido ou a promessa de compra e venda não seja convertida em definitiva.

---

<sup>7</sup> CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais. Estudos e Pareceres. Rio de Janeiro. Renovar, 2012. p. 491.

Assim, ressalvado que o financiamento imobiliário por meio da securitização de créditos deve priorizar a segurança jurídica e econômica do investidor, recomenda-se a interpretação restrita de crédito imobiliário, ou seja, que exista o vínculo real entre certo imóvel e a satisfação do crédito.

## **2.2. Créditos Imobiliários ou Direitos Creditórios**

Dentre as principais questões envolvendo o conceito de crédito imobiliário e de acordo com as diversas interpretações proferidas pelas áreas técnicas e pelo Colegiado da CVM, fazemos destaque à distinção entre os conceitos de crédito imobiliário e direito creditório.

Em relação à distinção entre créditos imobiliários e direitos creditórios e qual deles é passível de securitização no setor imobiliário, de acordo com o entendimento da CVM, ressaltamos o voto do Relator Marcelo Fernandez Trindade, proferido em 10 de julho de 2007, no âmbito do Proc. RJ2007/0547, em face ao recurso interposto pela Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização ("Rio Bravo") contra a decisão da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), que indeferiu o registro definitivo de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 2ª série, da 1ª emissão da referida Companhia.

A principal questão abordada no voto mencionado acima é a possibilidade de emitir certificados de recebíveis imobiliários lastreados em "créditos ainda não constituídos" ou na "expectativa de celebração de novos contratos e de prorrogação ou substituição dos existentes", criando diversos precedentes.

Trata-se de emissão de certificados de recebíveis imobiliários com lastro em fluxo de recebíveis provenientes do pagamento de aluguéis das salas comerciais de um shopping center, sendo que o total dos créditos securitizados era composto do fluxo de aluguéis já existentes, representados por contratos de locação já firmados e do fluxo esperado de novos direitos de crédito, assim definidos como os aluguéis devidos (a) pelos locatários que vierem a substituir os atuais locatários; (b) pelos locatários dos contratos

cujos prazos de vigência vierem a ser prorrogados; (c) pelos locatários que vierem a alugar lojas desocupadas na data da cessão dos créditos; e (d) pelos locatários que vierem a alugar lojas oriundas da expansão do shopping center.

Com o escopo de decidir sobre a questão acima, foi feita a análise do artigo 8º, da Lei 9.514/97<sup>8</sup>, chegando o Colegiado da D. CVM a seguinte conclusão:

“A lei não fala em direitos creditórios, mas em "créditos imobiliários (...) expressamente vinculados à emissão", e ainda exige que do Termo de Securitização conste "a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis a que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido". O art. 6º da lei define como CRI o "título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.”

Assim, com base na análise feita em relação ao dispositivo acima, restou prevista na decisão por ora em análise a distinção entre os dois conceitos, objeto da decisão em questão, quais sejam, “créditos imobiliários” que são aqueles já constituídos, tais como os recebíveis provenientes dos contratos de aluguel já celebrados; e “direitos creditórios”, que nada mais é do que a expectativa de recebimentos de novos créditos, por meio da celebração de novos contratos.

Adicionalmente, conforme entendimentos do Colegiado na D. CVM os ativos passíveis de securitização são os créditos imobiliários e não os direitos creditórios, pois, “é preciso que o crédito esteja constituído, e seu valor seja determinado, para que se possa proceder à emissão de CRI com base nele”. E tal fato se dá porque o CRI é um título de crédito criado por lei, cujas características não podem ser alteradas pela CVM.

---

<sup>8</sup> Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido;

II - a identificação dos títulos emitidos;

III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.

Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.

### **2.3. Constituição dos Créditos Imobiliários**

Outro assunto bastante polêmico, que demanda análise frequente da CVM, é o momento em que se dá a constituição do crédito.

De acordo com precedentes das áreas técnicas e do Colegiado da CVM, a constituição do crédito imobiliário poderá ocorrer na origem, ou seja, quando o crédito já é imobiliário desde o início da operação/negócio imobiliário, por exemplo, na compra e venda de um imóvel, na locação, no financiamento habitacional, ou na sua destinação, quando os recursos captados no mercado, por meio da securitização de créditos imobiliários, são destinados ao setor imobiliário, por exemplo, para a aquisição de imóveis ou para a sua exploração, por meio do desenvolvimento de determinado empreendimento imobiliário.

Neste sentido, foi a discussão do conceito de crédito imobiliário aplicável às emissões de CRI, no âmbito do Processo nº RJ2012/12177, referente ao pedido de registro de oferta pública dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 289ª Série, da 1ª emissão da Brazilian Securities Companhia de Securitização, em que a devedora dos créditos que lastreiam os CRI é uma rede hospitalar que pretende captar recursos para financiar a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, via emissão de debêntures que serviram de lastro para a emissão dos CRI.

Diante do exposto acima, a SRE se manifestou no sentido de que o lastro da emissão por ora em análise, não poderia ser considerado crédito imobiliário, uma vez que os recursos captados com a emissão não seriam destinados a negócios imobiliários, por exemplo, à aquisição de imóveis ou a sua exploração, mas sim ao fluxo de caixa da companhia emissora das debêntures que, sequer, atua no setor imobiliário, pois, conforme mencionado acima, atua no ramo hospitalar, afastando totalmente o conceito de crédito imobiliário como lastro da emissão, citando uma série de outros precedentes da CVM, proferidos no mesmo sentido.

Adicionalmente, com base no conceito de crédito imobiliário discorrido no item 2.2 acima, vale mencionar o precedente do recurso

interposto pela Companhia Brasileira de Securitização ("CIBRASEC") contra decisão proferida em maio de 2013, pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") no âmbito do Proc. RJ2002/3032, em que a principal questão tratada foi a origem dos créditos que lastreavam os Certificados de Recebíveis Imobiliários ("CRI") da 10ª Série, da 2ª emissão da CIBRASEC, o qual restou indeferido.

Trata-se de emissão de CRI, cujo lastro decorre da cessão fiduciária de recebíveis decorrentes da celebração de contratos de comercialização de energia elétrica, sendo que os recursos captados no mercado seriam destinados à ampliação e reforma de usina hidroelétrica.

De acordo com a SRE, para que tais créditos fossem considerados como imobiliários, viabilizando a constituição do lastro da emissão dos CRI, "seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel em questão e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta"<sup>9</sup>. Assim, de acordo com entendimento da SRE, a ausência de relação direta entre o crédito e o imóvel, não permite caracterizar o crédito como imobiliário na sua origem e /ou destinação e, portanto, recomendou que fosse mantida a decisão decorrida.

Ainda no âmbito do Proc. RJ2002/3032, a Procuradoria Federal Especializada da CVM ("PJU") em seu parecer, procurou esclarecer que a intenção da Lei 9.514/97, embora não tenha definido o conceito, era demonstrar que créditos imobiliários são aqueles que surgem ou garantem-se dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário. Neste sentido, reforçou o entendimento da SRE.

Portanto, de acordo com a decisão acima, é possível concluir que tanto na origem como na destinação, para que seja constituído o lastro em operações de securitização de recebíveis imobiliários, os créditos cedidos devem ter relação com determinado imóvel ou negócio imobiliário. No caso em tela, em se tratando de captação destinada à ampliação e reforma de

---

<sup>9</sup> INSERIR A DECISÃO DA CIBRASEC

usina hidroelétrica, não restou configurada a relação direta entre os “créditos imobiliários” provenientes dos contratos de comercialização de energia e o imóvel onde tal usina se encontra instalada. Portanto, não havendo lastro, não há que se falar em securitização de recebíveis imobiliários.

### **Capítulo 3**

#### **3 Certificados de Recebíveis Imobiliários**

##### **3.1 O que são Certificados de Recebíveis Imobiliários**

Os Certificados de Recebíveis Imobiliário, mais conhecidos pela sigla “CRI”, são títulos de créditos nominativos, de livre negociação, observadas as regras de distribuição e negociação, conforme o caso, e que somente podem ser emitidos por companhia securitizadoras de créditos imobiliários.

Os CRI devem ser lastreados em créditos imobiliários, que constitui promessa de pagamento em dinheiro, tais como recebíveis provenientes de contratos de compra e venda de imóveis, contratos de aluguel típicos, regidos pela Lei 8.245, de 18 de outubro de 1991 (“Lei do Inquilinato”), contratos de aluguel atípicos, no formato de *Built to Suit*, entre outros.

O certificado de recebíveis imobiliários é considerado valor mobiliário, para efeitos do artigo 2º, inciso III, da Lei nº 6.385/76, característica que lhe foi conferida pela Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.517, de 29 de junho de 1998.

Em ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, realizadas com base na Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“Instrução CVM nº 400”) e na Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 (“Instrução CVM nº 414”), deve ser observado o limite de concentração de até 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado, exceto se o referido devedor ou coobrigado seja registrado perante a CVM como companhia aberta seja instituição financeira ou

equiparada, seja sociedade empresarial, cujas demonstrações financeiras relativas ao exercício ou trimestre imediatamente anterior à emissão dos CRI sejam auditadas por auditor independente registrado perante a CVM, hipótese em que as demonstrações financeiras devem ser arquivadas periodicamente na CVM.

Nos casos em que os Certificados de Recebíveis Imobiliários sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades do mesmo grupo econômico, seus respectivos administradores e acionistas controladores, hipótese em que é vedada a negociação dos CRI no mercado secundário, ou que sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição de até 50 (cinquenta) investidores profissionais, conforme definido no artigo 9-A, da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013 ("Instrução CVM nº 539"), as sociedades empresariais ficam dispensadas do arquivamento das demonstrações na CVM.

"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 mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VIII – investidores não residentes."

Entretanto, nas hipóteses acima, os CRI subscritos poderão ser negociados em data inferior a 18 (dezoito) meses contados do encerramento da distribuição, somente nos casos em que o titular aliene todos os CRI subscritos para um único investidor ou em que a negociação seja feita entre os titulares dos CRI.



Em relação as possíveis garantias a serem prestadas no âmbito das ofertas de certificados de recebíveis imobiliários, podemos mencionar as garantias constituídas em relação aos créditos imobiliários que servem de lastro da operação, por exemplo, a cessão fiduciária dos recebíveis, bem como eventuais garantias reais ou pessoais, tais como a hipoteca e alienação fiduciária de imóvel, o aval, vinculadas diretamente com a emissão.

Adicionalmente, as emissões de CRI poderão contar com garantias flutuantes, que assegura o privilégio geral sobre o ativo emissor, mas não impedirá a negociação dos bens que compõe esse ativo.

Ainda, poderá contar com a instituição do regime fiduciário, que nada mais é do que o instituto que permite que os créditos imobiliários que compõe o lastro de uma emissão de CRI, sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRI aos quais estão vinculados, bem como às despesas e obrigações fiscais oriundas deste processo mantendo-se apartados do patrimônio comum da emissora, até o resgate da totalidade dos CRI.

A instituição do regime fiduciário se deu com a edição do artigo 9, da Lei 9.514/97, senão vejamos:

“Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo 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.”

O regime fiduciário é instituído mediante declaração unilateral da securitizadora no contexto do termo de securitização de créditos imobiliários, principal documento de uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, e será submetido, entre outras, às seguintes condições: (i) a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; (ii) a constituição de patrimônio separado, pelo termo de securitização, 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. O principal objetivo do regime fiduciário é fazer que os créditos que sejam alvo desse regime não se confundam com o patrimônio comum da securitizadora, de modo que os patrimônios separados só respondam pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados e que a insolvência da securitizadora não afete os patrimônios separados que tenham sido constituídos.

Instituído o regime fiduciário, caberá à securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles. Não obstante, a securitizadora responderá com seu patrimônio pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado.

Os créditos imobiliários submetidos ao regime fiduciário em determinada emissão não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores dos CRI, por mais privilegiados que sejam, exceto em relação a determinados créditos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista, caso a emissora seja submetida a eventos de falência, recuperação judicial e extrajudicial.

Os certificados de recebíveis imobiliários são emitidos na forma escritural, devendo ser registrado em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados, sendo admitida a emissão de classe sênior, ou seja, que possui preferência para efeitos de amortização e resgate em relação à classe subordinada.

O pagamento dos CRI normalmente é realizado por meio de amortizações periódicas, mensais, semestrais, anuais ou até mesmo de uma única vez no vencimento, a chamada amortização "bullet", pois, não existe uma exigência de intervalo mínimo entre os pagamentos a serem realizados.

Em relação ao juro, a taxa pode ser fixa ou flutuante e sobre a atualização monetária, importante destacar que os CRI não podem ser indexados em moeda estrangeira.

Atualmente, o mercado secundário para a negociação de certificados de recebíveis imobiliários no Brasil apresenta baixa liquidez e não

há nenhuma garantia de que existirá, no futuro, um mercado para negociação dos CRI que permita sua alienação pelos subscritores desses valores mobiliários caso estes decidam pelo desinvestimento. Dessa forma, o investidor que adquirir certificados de recebíveis imobiliários poderá encontrar dificuldades para negociá-los no mercado secundário no Brasil e, portanto, deve estar preparado para manter o investimento por todo o prazo da respectiva emissão de CRI.

Outro ponto a ser ressaltado em relação às operações de securitização de créditos imobiliários é que nas emissões em que são emitidas notas de classificação de risco por agências classificadoras de rating, determinados fatores relativos aos devedores e à cedente dos créditos imobiliários são considerados, tais como sua situação financeira, sua administração e seu desempenho. Adicionalmente, são analisadas as características dos CRI, assim como as obrigações assumidas pelos devedores e cedente no âmbito de tais emissões, os direitos e obrigações a elas atribuídos em contratos, bem como os fatores político-econômicos que podem afetar os aspectos operacionais e econômico-financeiros dos devedores e cedentes dos créditos imobiliários que compõe o lastro da operação. Dessa forma, as avaliações de risco representam, basicamente, uma opinião quanto às condições dos devedores e da cedente dos créditos imobiliários de honrar seus compromissos financeiros, incluindo a obrigação de pagar o valor do principal e juros dos CRI no prazo estipulado nos documentos da emissão. Eventual rebaixamento na classificação de risco dos CRI durante sua vigência, poderá afetar negativamente o preço desses valores mobiliários e sua negociação no mercado secundário.

Ainda, na ocorrência de eventual rebaixamento na classificação de risco, os devedores e cedente dos créditos imobiliários poderão encontrar dificuldades de captação por meio de outras emissões de títulos e valores mobiliários, o que poderá, conseqüentemente, ter um impacto negativo relevante nos resultados e nas operações de tais devedores e cedente, bem como na sua capacidade de honrar as obrigações decorrentes da emissão.

Alguns dos principais investidores que compram valores

imobiliários por meio de ofertas públicas no Brasil estão sujeitos a regulamentações específicas que limitam seus investimentos em valores mobiliários a determinadas classificações de risco. Assim, o rebaixamento na classificação de risco em determinada emissão de CRI pode fazer com que seus investidores alienem seus CRI no mercado secundário, podendo vir a afetar adversamente o preço desses CRI e sua negociação no mercado secundário.

Por fim, em relação à tributação aplicável aos rendimentos auferidos pelos investidores CRI, atualmente, em se tratando de investidor pessoas físicas, estes são isentos do recolhimento de imposto de renda na fonte, conforme previsto no artigo 48, inciso I, da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 1.585, de 31 de agosto de 2015<sup>10</sup>. Entretanto, a criação ou majoração de tributos, nova interpretação ou, ainda, alteração de interpretação hoje preponderante no mercado, que venha a causar a necessidade de recolhimento de valores adicionais de tributos pela securitizadoras ou pelos investidores de CRI, inclusive relacionados a fatos passados, podem impactar adversamente a rentabilidade final de tais investidores, uma vez que não há previsão de que os devedores dos créditos imobiliários que lastreiam determinada emissão arcarão com tais impactos. Neste sentido, qualquer criação ou majoração de tributos, como por exemplo, eventual retorno da Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira – CPMF (que vigorou até 1º de janeiro de 2008 à alíquota de 0,38%) ou a criação de qualquer outro tributo incidente sobre movimentação ou transmissão de valores e de créditos e direitos de natureza financeira poderá impactar negativamente a expectativa de rendimento dos investidores em suas movimentações financeiras.

---

<sup>10</sup> Art. 48. No caso de debêntures emitidas por sociedade de propósito específico, constituída sob a forma de sociedade por ações, dos certificados de recebíveis imobiliários e de cotas de emissão de fundo de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado, relacionados à captação de recursos com vistas a implementar projetos de investimento na área de infraestrutura, ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados como prioritários nos termos do Decreto nº 7.603, de 2011, os rendimentos auferidos por pessoas físicas ou jurídicas sujeitam-se à incidência do imposto sobre a renda, exclusivamente na fonte, às seguintes alíquotas:

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

### 3.2 Possíveis lastro nas operações de securitização de recebíveis imobiliários

Primeiramente, conforme já mencionado neste artigo, para que uma sociedade possa se valer da securitização de seus recebíveis como fonte de financiamento, por meio da emissão de certificados de recebíveis imobiliários, é necessário que seja titular de direitos decorrentes de créditos imobiliários.

Entretanto, conforme verificado no Capítulo 2 acima, a Lei 9.514/97 e a Lei 10.931/04, não definiram o termo créditos imobiliários, prevendo apenas de forma genérica.

A falta de definição de créditos imobiliários pela regulamentação aplicável tornou-se alvo de questionamentos por parte do órgão regulamentador, em relação aos lastros utilizados nas estruturas de emissão de CRI, tendo em vista que as normas editadas, acima mencionadas, permitiram a ampliação do conceito de créditos imobiliários, lastros das emissões de CRI, que até então estavam restritos as operações de financiamento habitacional.

Dentre os questionamentos feitos pelo Colegiado da CVM sobre créditos imobiliários, além do momento de sua constituição, se na origem ou na destinação, visa esclarecer se os créditos imobiliários são somente aqueles decorrentes de operações imobiliárias em geral, ou seja, compra e venda de imóvel, financiamento para aquisição de imóvel ou, aqueles que, independente da sua origem, são garantidos por garantia real, por exemplo, hipoteca, alienação fiduciária, etc.

A possibilidade de diferentes interpretações surge com base no que restou previsto na própria lei, conforme é possível verificar no parágrafo 3, do artigo 18 e no inciso II, do artigo 19, da Lei 10.931/04, leia-se:

“Art. 18. É instituída a Cédula de Crédito Imobiliário - CCI para representar créditos imobiliários.

(...)

§ 3o A CCI poderá ser emitida **com ou sem garantia, real** ou fidejussória, sob a forma escritural ou cartular.”

“Art. 19. A CCI deverá conter:

(...)

II - o nome, a qualificação e o endereço do credor e do devedor e, no caso de emissão escritural, também o do custodiante;" (g.n.)

Em relação aos dispositivos transcritos acima e conforme entendimentos de Melhim Chalhub:

"A redação dos dispositivos acima transcritos acima permite cogitar a possibilidade de que a lei estaria abrindo uma nova linha de interpretação, segundo a qual se poderia entender que o crédito imobiliário pode ou não ser revestido de natureza real imobiliária."<sup>11</sup>

Dentre as possíveis interpretações em relação ao conceito de crédito imobiliário, existe entendimento no sentido de que, para ser classificado como imobiliário, o vínculo do crédito a uma operação de financiamento para a aquisição ou construção de um imóvel é indispensável.

Entretanto, tal conceito pode ser ampliado, para os créditos oriundos ou garantidos pelos frutos ou rendimentos de um imóvel ou da sua exploração ou da sua construção ou aquisição.

Adicionalmente, existe o entendimento extremamente flexível que defende que para ser considerado crédito imobiliário, basta apenas que seja garantido por um direito real de garantia, tal como a hipoteca.

De acordo com o entendimento de Melhim Chalhub:

"(...) a estrutura e o desenvolvimento de um mercado secundário de créditos imobiliários e duradouro, (...) só será possível a partir de práticas que confirmam segurança jurídica e econômica ao investidor".<sup>12</sup>

No mesmo sentido, o referido autor acrescenta:

"(...) é recomendável que o crédito seja conceituado em função do vínculo real que prende certo imóvel à satisfação de determinado crédito, de modo a assegurar-se ao credor o direito de se apropriar do conteúdo econômico do imóvel em caso de mora ou inadimplemento do devedor, obviamente até o limite do valor do seu crédito.

E tendo-se em mente o propósito do novo sistema legislativo, de combinar segurança das operações imobiliárias com a celeridade do mercado de capitais, não há dúvidas de que a noção de crédito deve ser associada a ideia de direito real pois

---

<sup>11</sup> CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais, p. 515.

<sup>12</sup> CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais, p. 515.

só assim operaria o binômio segurança mais celeridade visado pela legislação.”<sup>13</sup>

Desta forma, em vista às possíveis interpretações em relação ao conceito de créditos imobiliários, o lastro das operações estruturadas de certificados de recebíveis imobiliários passou a ser alvo de questionamentos pela CVM.

Com base no exposto acima, em relação aos possíveis lastros nas emissões de CRI, além dos tradicionais contratos de compra e venda de imóvel e financiamento imobiliário, contrato de locação típico, regido pela Lei do Inquilinato, algumas modalidades de negócios imobiliários, celebrados por meio de contratos atípicos, são estruturadas para posterior securitização de seus créditos. De forma exemplificativa, podemos mencionar o *Sale and Leaseback* e o *Built to Suit*.

### **3.2.1. Sale and Lease Back**

O *Sale and Leaseback* nada mais é do que negócio imobiliário, no qual a propriedade do imóvel é vendida para posteriormente ser locada para o antigo proprietário do imóvel. Os contratos de *sale and leaseback*, geralmente, são de longo prazo.

Uma das principais vantagens na estrutura de *sale and leaseback* é a liberação do valor do imóvel do ativo mobilizado da sociedade proprietária, para o capital de giro da empresa, que poderá ser investido no desenvolvimento de sua atividade fim, proporcionando crescimento econômico e institucional.

A exemplo de operação de securitização de créditos imobiliários envolvendo a modalidade acima, podemos mencionar a 106ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários da Ápice Securitizadora S.A. (“CRI TP Industrial”), com lastro em Cédula de Crédito Imobiliário (“CCI Fundo”), representativa da totalidade dos créditos imobiliários detidos pelo

---

<sup>13</sup> CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais, p. 517.

Levante VX – Fundo de Investimentos Imobiliários (“Fundo”), na qualidade de cedente, em face a TP Industrial de Pneus Brasil Ltda., na qualidade de devedora dos créditos imobiliários (“TP Industrial”), sendo que tais créditos abrangem todos e quaisquer alugueis, direitos, garantias, privilégios, preferências, multas, prerrogativas, penalidades, ajustes monetários e ações inerentes ao “*Instrumento Particular de Contrato de Locação Atípica para fins Não Residenciais e Outras Avenças*” celebrado entre o Fundo e a TP Industrial, na modalidade de *Sale and Leaseback*, incluindo todos os demais acessórios (“Contrato de Locação”).

O CCI Fundo foi cedido à Ápice Securitizadora S.A., para posterior emissão do CRI TP Industrial. Os recursos captados junto aos investidores via mercado de capitais, por meio da emissão dos CRI TP Industrial, foram antecipados ao Fundo para aquisição de imóvel de propriedade da TP Industrial e posteriormente locado para a TP Industrial, pelo prazo de 15 (quinze) anos, para dar continuidade à suas operações.

Em contrapartida, a TP Industrial deve efetuar o pagamento de alugueis mensais ao Fundo.

Desta forma, em estruturas envolvendo contratos atípicos, na modalidade de *sale and leaseback*, a vantagem para o adquirente do imóvel é a nova fonte de renda, tendo em vista que o antigo proprietário fica obrigado ao pagamento mensal de aluguéis.

### **3.2.2. Built to Suit**

O contrato de *built to suit* também constitui negócio imobiliário, tratando-se de modalidade de locação atípica, na qual, a locatária contrata a locadora para promover a construção no imóvel que atenda necessidades específicas para o desenvolvimento de suas atividades.

Em contrapartida, a locatária remunera a locadora, sociedade empreendedora, por meio do pagamento de aluguéis compatível com o retorno dos investimentos realizados com a construção, bem como pelo uso do imóvel com a locação com prazo previamente fixado, geralmente, de longo



prazo.

Neste sentido são o ensinamentos de Rodrigo de Freitas e Ricardo Guimarães Loffredo:

“Assim constata-se que o *Built to Suit* é, essencialmente, a denominação para uma atividade imobiliária que tem como objeto a construção, por um “locador” (empreendedor), de um prédio construído ou reformado por encomenda, para atender às necessidades de um “locatário” (contratante) predeterminado, em um contrato de locação de longo prazo (normalmente pelo período de 10 a 20 anos).”

E complementa:

“De fato, o contratante, ao buscar firmar um contrato de *Built to Suit*, via, em regra: (i) a disponibilização de um imóvel adaptado às suas necessidades operacionais, (ii) o estabelecimento estratégico na região que lhe for mais conveniente e (iii) uma redução do seu índice de mobilização do capital, uma vez que ele não precisará construir um imóvel com as características especiais que o seu negócio exige e tampouco adquirir a propriedade de um edifício para adaptá-lo às suas necessidades.”

Assim, nas estruturas que envolvam a locações atípicas, na modalidade de *Built to Suit*, a sociedade empreendedora contratada, que pode ser uma construtora ou uma incorporadora, em contrapartida ao pagamento do aluguéis que serão devidos pela locatária tão logo seja entregue o imóvel construído, terá a obrigação de garantir o sucesso do empreendimento.

Importante destacar que, tendo em vista a atipicidade dos contratos de locação na modalidade de *Built to Suit*, o valor do aluguel tende a ser maior do que a média de mercado, costumam a ser celebrados com vigência de longo prazo, visando remunerar os custos dispendidos pelo empreendedor, bem como o risco do empreendimento e, caso seja rescindido, a multa cobrada a título de rescisão do contrato, geralmente equivale a 100% (cem por cento) do saldo devedor.

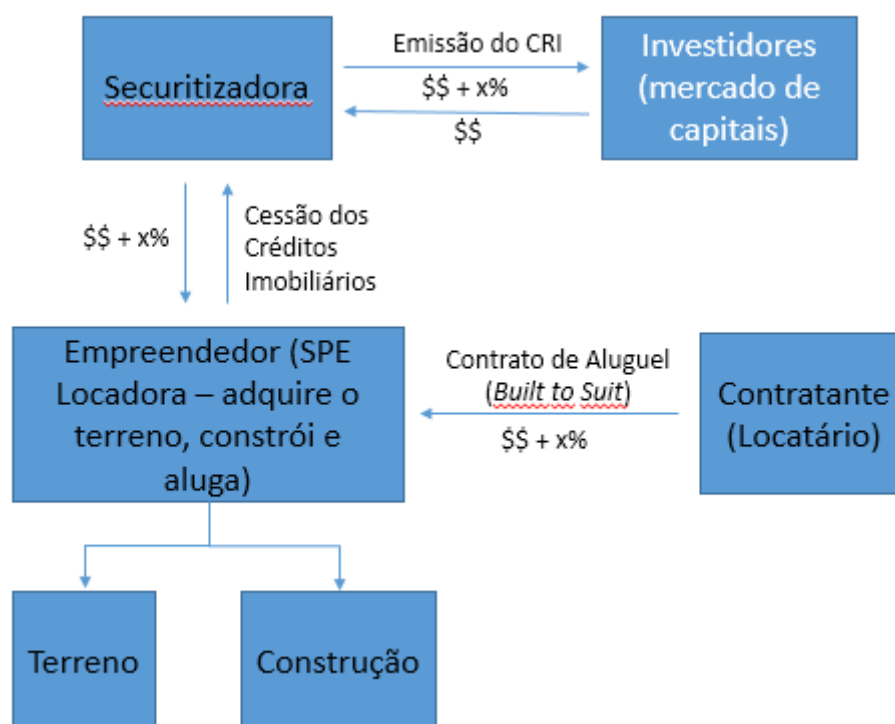
Neste sentido, vale mencionar o entendimento dos autores mencionados acima:

“Contudo, dada a larga expansão na utilização dos

contratos de *Built to Suit* e a necessidade de se prover a eles uma maior segurança jurídica, foi instituída a Lei 12.744, de 19 de dezembro de 2012, que acrescentou o artigo 54-A na Lei 8.245/91 (Lei do Inquilinato) para tratar de dois temas principais para a viabilização deste negócio: (i) a renúncia ao direito de revisão dos aluguéis durante o prazo de vigência do contrato de locação; e (ii) a possibilidade de cobrança de multa contratual em valor correspondente ao total dos aluguéis remanescentes em caso de denúncia antecipada do contrato.”

Dentro do contexto abordado neste artigo, importante destacar que as estruturas de negócios imobiliários envolvendo contratos de *built to suit* são bastante utilizadas em operações de securitização via emissão de certificados de recebíveis imobiliários, lastreadas nos créditos imobiliários decorrentes dos aluguéis a serem pagos no âmbito do contrato de locação atípico, após o término da construção.

De forma a ilustrar a estrutura genérica de operações de securitização com lastro em contratos de locação na modalidade de *Built to Suit* segue fluxograma abaixo:



Com base no fluxograma acima, é possível visualizar as etapas de uma operação de securitização com lastro em contrato de *Built to Suit*, quais

sejam: (i) a celebração do contrato de construção e locação com condição suspensiva, entre Locadora e Locatária; (ii) aquisição do imóvel pela Locadora; (iii) início da construção e posterior entrega do empreendimento nas condições acordadas; (iv) cessão onerosa dos créditos imobiliários à Securitizadora, sendo que em geral, tais créditos constituem o lastro de CCI a ser cedida à Securitizadora; e por fim (v) emissão dos CRI e subscrição pelos investidores.

### **3.3. Questões polêmicas em relação ao lastro**

Em relação as questões polêmicas envolvendo o lastro nas emissões de certificados de recebíveis imobiliários, a principal se dá em relação a constituição dos lastros nas emissões de CRI, cuja natureza imobiliária se dá por força da destinação.

Neste contexto, importante mencionar a decisão do Colegiado da CVM proferida no âmbito do Processo CVM RJ nº 2012/12177, na qual o lastro da dos CRI foram constituídos por debêntures emitidas pela Rede D'Or São Luiz S.A. ("Rede D'Or").

Conforme previsto na escritura de emissão de debêntures, a totalidade dos recursos captados com a emissão dos CRI junto aos investidores via mercado de capitais seriam destinados exclusivamente para a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, não havendo qualquer destinação de recursos para a aquisição de máquinas, equipamento ou demais bens relacionados à atividade comercial desenvolvida pela emissora das debêntures.

Ainda em relação à estrutura, importante destacar que o Banco BTG Pactual S.A., subscreveu e integralizou a totalidade das debêntures emitidas pela Rede D'Or e posteriormente emitiu uma CCI representativa dos créditos imobiliários decorrentes das debêntures.

Ato contínuo, restou celebrada a cessão onerosa da CCI para a Brazilian Securities, na qualidade de securitizadora e emissora dos CRI.

Basicamente, o questionamento feito pelo Órgão Colegiado da CVM em relação à natureza imobiliária dos créditos cedidos foi decorrente do

fluxo de pagamento da operação, estruturada conforme descrito acima, tendo em vista que a Rede D'Or atua no segmento hospitalar. Embora os recursos captados via emissão de CRI fossem destinados à aquisição de imóveis, a origem do fluxo de caixa da Rede D'or que seria destinada ao pagamento da operação, não estaria relacionada com o setor imobiliário e, portanto, não haveria a possibilidade de caracterizar os créditos cedidos como sendo de natureza imobiliário. Desta forma, de acordo com o entendimento da CVM, tais créditos não poderiam ser lastro de emissão de CRI.

Entretanto, em relação ao caso por ora em análise, o Colegiado da CVM decidiu acompanhar a manifestação feita pelas áreas técnicas, conforme consubstanciado nos termos do Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1, aprovando o registro da oferta, ressalvadas as seguintes considerações:

"A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE manifestou seu entendimento, consubstanciado no Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1, pelo deferimento do pleito, tendo em vista que, embora a Devedora 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 inciso I do art. 8º da Lei nº 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.

(...)

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

Ao contrário da decisão proferida pelo Colegiado da CVM no âmbito do Processo CVM nº 19957.000587/2016-51, que fez referência à análise da área técnica consolidada no Memorando nº. 84/2016-CVM/SRE/GER, diante do pedido de registro de oferta pública de certificados de recebíveis imobiliários da 1ª série da 5ª emissão da Brazil Realty Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, cujo lastro dos CRI também foi constituído por debêntures de emissão da Cyrela Realty S.A. Empreendimentos e Participações, na qualidade de devedora, sendo que a totalidade dos recursos captados com a emissão dos CRI seriam destinados

à construção de determinados empreendimentos imobiliários da Devedora.

Neste caso, o Colegiado questionou a natureza imobiliária dos créditos cedidos por força de destinação, mas ao final concluiu, pela dispensa dos incisos I e II, do artigo 6º, da Instrução CVM Nº 414, leia-se:

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

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

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

E adicionalmente, tendo em vista que a devedora neste caso, diferentemente da Rede D’Or, atua no setor imobiliário, concluiu:

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

Desta forma, diante dos precedentes acima mencionados, é possível concluir que nas emissões de CRI, cujo lastro constitua natureza imobiliária por força da destinação, é necessário comprovar que o direcionamento dos recursos captados foi efetivamente para o setor imobiliário.

## **Conclusão**

Diante de todo o exposto neste artigo, restou claro que para uma para que uma sociedade possa se valer do instituto da securitização imobiliária, via emissão de certificado de recebíveis imobiliários, como fonte alternativa de financiamento, é preciso que tal sociedade seja titular de créditos imobiliários, passíveis de securitização, conforme determina o artigo 6º, da Lei 9.514/97.

Assim, diante de tal determinação cumulada com ausência de previsão na regulamentação aplicável, se extrai a importância do conceito de créditos imobiliários. Conforme ensinamentos obtidos por meio da análise da doutrina e precedentes da CVM, é possível concluir que créditos imobiliários podem ser conceituados como aqueles já existentes, oriundos da comercialização de imóveis ou todo e qualquer crédito vinculado a um direito real imobiliário. No que se refere à constituição dos créditos imobiliários, pode ser na origem ou na destinação dos recursos captados, desde que, no caso da constituição na destinação, não sejam utilizados para reembolso de investimentos, mas sim para a aquisição ou exploração dos ativos imobiliários adquiridos.

Assim, ao se referir aos créditos passíveis de securitização, genericamente, por meio da expressão "créditos imobiliários", a legislação aplicável não os discrimina por espécie, permitindo a qualificação variada de tais créditos, relacionadas às operações imobiliárias em geral. Por esta razão, o conceito de crédito é objeto de análise constante pela CVM, o que resulta em um grande desafio para os agentes de mercado, elaborar estruturas nas operações de securitização ofertadas publicamente via mercado de capitais.

## REFERÊNCIAS

- ARAUJO, Tatiana Scarparo. Certificados de Recebíveis Imobiliário e do Agronegócio: Discussão e definição do conceito de lastro do recebível. Monografia apresentada ao Programa de LLM – Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper – Instituto de Ensino e Pesquisa.
- AVELINO, Luiz Filipi de Cristóvão. Aspectos Jurídicos da Securitização no Brasil, 2014.
- CAMINHA, Uinie. Securitização. Editora Saraiva, 2ª edição, 2007. 2 ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CERQUEIRA, Bruno. Lastro Imobiliário x Lastro do Agronegócio. Revista Capital Aberto, Edição 121, 01.09.2013.
- CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais. Editora Renovar, 2012.
- CHAVES, Natália Cristina. Direito empresarial: securitização de crédito. 1. ed. Belo Horizonte: DelRey, 2006.
- DA SILVA, João Calvão. Titul[ariz]ação de Créditos. Securitization. 2. Ed. Coimbra. Portugal: Almedina, 2005.
- DAVIDSON, Andrew et al. *Securitization: Structuring and Investment Analysis*. EUA. Editora John Wiley & Sons, 2003.
- Diversos autores. Cordenadores: BURANELLO, Renato, DE SOUZA, André Ricardo Passos e JUNIOR, Ecio Perin. Direito do Agronegócio - Mercado, Regulação, Tributação e Meio Ambiente - Vol. 2, Editora Quartier Latin, 2013.
- Diversos autores. Coordenadores: FARIA, Renato Vilela e CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes. Operações Imobiliárias: Estruturação e Tributação. Editora Saraiva, 2016.
- Diversos autores. Coordenador: CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes. Mercado Financeiro e de Capitais. Editora Quartier Latin do Brasil, 2015.
- EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. Editora Renovar, 2ª edição, 2008.

- FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro: Produtos e Serviços. Editora Qualitymark 19ª edição, 2013
- NETO, Rubens de Camargo Vidigal; SONOKI, Fernanda Mary; CARVALHO, Aruan, Caso Burger King: o que muda em relação aos lastros de CRI e CRA. Disponível em <http://pvg.com.br/pvg-mais/caso-burger-king-decisao-da-cvm-abre-portas-para-cra-corporativo>
- MAMEDE, Gladston – Direito empresarial brasileiro: títulos de crédito, volume 3. 4.ed. São Paulo: Atlas, 2008
- Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1, de 06 de dezembro de 2017. Disponível na internet em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20171212/0869.pdf>
- PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. Editora Atlas, 8ª edição, 2016.
- ROBERTON, Gideon et al. *The Restructuring Review*. Editora Christopher Mallon. UK. 6ª Edição, 2013.
- SILVA, Eduardo Augusto Arenas da. O Contrato “Built to Suit” e a Responsabilidade do Cedente de Posição Contratual. Monografia. Insper, 2017
- Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1, de 06 de dezembro de 2017. Disponível na internet em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20171212/0869.pdf>.