



Insper

LL.M. em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais

Carolina Balduino Yamamoto Ardito

**Os recebíveis da Compra e Venda de SPE Imobiliária como Lastro para fins de
Securitização**

São Paulo

2020

Carolina Balduino Yamamoto Ardito

**Os recebíveis da Compra e Venda de SPE Imobiliária como Lastro para
fins de Securitização**

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para obtenção do título de pós-graduação em direito.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

São Paulo

2020

ARDITO, Carolina Balduino Yamamoto.

Os recebíveis da Compra e Venda de SPE Imobiliária como Lastro para fins de Securitização.

Carolina Balduino Yamamoto Ardito. São Paulo, 2020.

46ff.

Monografia (Pós-graduação Latu Sensu em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais - LLM) – Insper, 2020.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1. Securitização. 2. Recebíveis. 3. SPE. 4. Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Folha de Aprovação

Carolina Baldoino Yamamoto Ardito

Os recebíveis da Compra e Venda de SPE Imobiliária como Lastro para fins de Securitização

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para obtenção do título de pós-graduação em direito.

Orientadora: Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Data de Aprovação: __/__/____

Agradecimentos

À minha mãe, Fernanda, por acreditar no meu potencial e por sempre me incentivar a buscar mais conhecimento, o qual em suas próprias palavras é o único bem que ela poderia me dar e ninguém seria capaz de tirar.

Ao meu marido, Gianvito, pela compreensão e auxílio fundamentais para que este trabalho se concretizasse.

Aos meus sogros, Olga e João, e ao meu irmão, Víctor, pelo apoio constante desde o início do curso.

Por fim, mas não menos importante, agradeço aos meus colegas do departamento Jurídico e de *Real Estate* do Credit Suisse pelo aprendizado diário e pela oportunidade de conhecer o mercado de securitização imobiliária.

Resumo

A securitização é uma importante operação financeira que permite a captação de recursos no mercado financeiro, por meio da utilização de recebíveis como lastro.

Apesar de serem diversos os tipos de securitização atualmente existentes na legislação brasileira, o presente trabalho terá foco na securitização de créditos imobiliários.

Ocorre que, não existe no ordenamento jurídico brasileiro uma definição legal para caracterizar quais recebíveis podem ser entendidos como créditos imobiliários, o que traz insegurança jurídica ao mercado de capitais brasileiro.

Neste sentido, busca o presente trabalho demonstrar o motivo pelo qual recebíveis provenientes da venda e compra de uma sociedade de propósito específico imobiliária, a qual consiste em sociedade cujo objeto social é exploração de empreendimento imobiliário, podem ser caracterizados como créditos imobiliários e portanto, servirem de lastro para fins de operações de securitização imobiliária.

Palavras – Chaves: 1. Securitização. 2. Recebíveis. 3. SPE. 4. Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Abstract

The securization is an important finance transaction that allows to raise funds in the capital market through the use of receivables as ballast.

Although there are several types of securitization currently existing in Brazilian legislation, the present work will focus on securitization of real estate credits.

However, in the Brazilian legal system, there is no legal definition to characterize which receivables can be understood as real estate credits, which brings legal uncertainty to the Brazilian capital market.

In this sense, the present work seeks to demonstrate the reason why receivables from the sale and purchase of a special purpose company (SPC), whose corporate purpose is the exploration of a real estate asset, can be characterized as real estate credit and, therefore, able to be used as ballast for real estate securitization transactions.

Palavras – Chaves: 1. Securitization. 2. Receivables. 3. SPC. 4. Certificate of Real Estate Receivables.

Sumário

Introdução	9
1. A SECURITIZAÇÃO	11
1.1. Definição e Aplicabilidade	11
1.2. A Securitização Imobiliária no Brasil	16
2. O CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	21
2.1. Conceito, Natureza Jurídica, Função e Características dos Certificados de Crédito Imobiliários.....	21
2.2. O Conceito de Crédito Imobiliário.....	25
3. O CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE SPE IMOBILIÁRIA	30
3.1. Sociedade de Propósito Específico de Natureza Imobiliária	30
3.2. Os Recebíveis de Contrato de Compra e Venda de SPE Imobiliária	32
3.3. Os Benefícios para o Mercado Brasileiro e a Busca pela Segurança Jurídica	36
CONCLUSÃO	41
REFERÊNCIAS	43

Introdução

O presente trabalho objetiva analisar a possibilidade de se estruturar um Certificado de Recebíveis Imobiliário (CRI) com lastro em recebíveis oriundos de parcelas de contrato de compra e venda de quotas de sociedades de propósito específico tão somente sob a perspectiva do direito brasileiro vigente atualmente. A fim de alcançar tal objetivo, será utilizado essencialmente o método dedutivo-dogmático.

Para tanto, necessário se faz adentrarmos no conceito e funcionamento da securitização, importante meio de captação financeira de recursos no mercado de capitais brasileiro para que as empresas possam obter liquidez e desenvolver suas atividades.

A despeito de existirem diversas estruturas de securitização, no presente trabalho o foco será a securitização de créditos imobiliários. Estes dão vida aos Certificados de Créditos Imobiliários, também conhecidos como CRIs, com o processo de securitização.

Os CRIs consistem em valores mobiliários aptos a serem adquiridos e negociados por investidores no mercado de capitais.

Todavia, em razão da inexistência na legislação brasileira de uma definição expressa a respeito do conceito de crédito imobiliário, mas tão somente de decisões do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), ainda pairam algumas dúvidas a respeito do tema. Esse cenário de incerteza traz insegurança jurídica e faz com que as operações de securitização por vezes se limitem aos conceitos abordados pelo colegiado da CVM, sem explorar novas estruturas jurídicas possíveis na emissão dos títulos imobiliários em análise.

A possibilidade de recebíveis oriundos da compra e venda a prazo de quotas de uma SPE que tenha como objeto social a exploração de empreendimento imobiliário serem entendidos como crédito imobiliário para fins de securitização é motivo de questionamento dos participantes do mercado em razão da inexistência de manifestação expressa da CVM a respeito do tema. Por esta razão, não obstante a existência de argumentos que justifiquem a admissibilidade de tais recebíveis como créditos imobiliários aptos a lastrear a emissão de CRI, como será melhor explorado ao longo do trabalho, a ausência de precedente especificamente sobre o

tema por vezes acaba por desincentivar a compra e venda a prazo de imóveis e empreendimentos imobiliários detidos por SPEs.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e o Colegiado da CVM vêm manifestando o seu entendimento a respeito da estruturação e oferta de CRI, no âmbito de processos de registro de ofertas públicas concretas.

Entretanto, aguardar a análise pela CVM de um tema polêmico no âmbito de oferta pública concreta é significativamente oneroso para os participantes envolvidos, não apenas em termos de custos com contratação dos prestadores de serviços, mas também devido a imprevisibilidade temporal e de potencial risco de imagem diante de eventual indeferimento do pleito. Por esta razão, os participantes do mercado acabam optando por outras operações envolvendo créditos imobiliários e evitando a utilização da estrutura objeto do presente estudo, a qual poderia trazer mais eficiência e certamente um efeito positivo no mercado imobiliário brasileiro.

Nesse sentido, analisar-se-á o tratamento conferido aos créditos imobiliários no ordenamento pátrio, examinando a legislação e o ambiente regulatório brasileiros então em vigor, bem como eventuais discussões a respeito do tema levadas a conhecimento da Comissão de Valores Mobiliários.

A análise da regulamentação brasileira não envolverá o estudo de normas de caráter contábil, assim como o estudo da legislação não compreenderá questões fiscais ou tributárias. O presente trabalho também não abordará o tratamento conferido à securitização de recebíveis ou aos créditos imobiliários em ordenamento estrangeiro.

O tema ora proposto justifica-se tanto pela atualidade e relevância, quanto pela escassez de obras jurídicas que tratem especificamente da questão.

O trabalho será dividido em 3 (três) partes principais, conforme sumário acima contemplado.

Na primeira parte, serão tratados aspectos gerais sobre a securitização, sua aplicabilidade e impacto no mercado de capitais brasileiro. Nesta oportunidade, o objetivo será discorrer sobre aspectos estruturais e práticos da securitização e sua relação com a necessidade de dispersão do risco envolvido nas operações.

Na segunda parte, serão apresentados aspectos específicos da estrutura de securitização de créditos imobiliários consistente nos CRI, de modo que serão apresentados seus fundamentos jurídicos, mecanismo de funcionamento e sua

utilização, com ênfase nas diversas decisões já proferidas pela CVM a respeito dos créditos imobiliários.

Na terceira e última parte, o enfoque será o de abordar detalhadamente o escopo maior do trabalho, qual seja, a possibilidade de utilização dos recebíveis de um Contrato de Compra e Venda de quotas de sociedade de propósito específico (SPE) como crédito imobiliário para fins de securitização e consequente emissão de CRI. Nessa ocasião, serão apresentados os motivos pelos quais a insegurança jurídica atualmente existente a respeito do conceito de crédito imobiliário é prejudicial ao mercado de capitais e à economia brasileira.

O objetivo não é o de esgotar todos os possíveis debates que permeiam o conceito de crédito imobiliário, mas seu intuito é o de analisar detalhada e tecnicamente, sob a perspectiva jurídica, exclusivamente a modalidade de securitização com lastro em crédito imobiliário advindo de contratos de compra e venda de quotas de sociedades de propósito específico.

Ressalta-se que o trabalho ora proposto busca analisar o conceito de crédito imobiliário no Brasil, de modo a apurar os reflexos de tal tratamento sobre o mercado de capitais no país e os analisar criticamente.

O escopo do trabalho será, portanto, apresentar o funcionamento e a importância da securitização, introduzir a base legal para emissão dos CRIs no mercado de capitais brasileiro, delimitar o conceito de crédito imobiliário, suas características e o entendimento atual da CVM a respeito, para então apresentarmos uma análise jurídica do porquê recebíveis oriundos de contrato de compra e venda de quotas de sociedade de propósito específico deveriam ser entendidos pela CVM como créditos aptos para lastrear uma emissão de CRI.

1. A SECURITIZAÇÃO

A securitização se tornou uma importante fonte de captação de recursos no mercado brasileiro, de modo que, neste primeiro capítulo, serão tratados aspectos gerais sobre a securitização, sua aplicabilidade e impacto no mercado de capitais brasileiro. Nesta oportunidade, o objetivo será discorrer sobre aspectos estruturais e práticos da securitização e sua relação com a necessidade de dispersão do risco envolvido nas operações financeiras.

Em um segundo tópico, será abordado mais especificamente como a securitização imobiliária é contemplada no sistema jurídico brasileiro.

1.1. Definição e Aplicabilidade

A palavra securitização se origina do termo em inglês “*securitization*”, o qual consiste no ato de estruturar valores mobiliários negociáveis como forma de investimento para o mercado financeiro e financiamento para aquele que origina a emissão do valor mobiliário¹.

O papel ou valor mobiliário originado por meio da securitização deriva do termo “*security*”, que define todo investimento realizado por investidor, em dinheiro, no âmbito de uma captação pública de recursos, com objetivo de fornecer seu capital a risco, sem ingerência no empreendimento investido, mas com objetivo de rentabilidade futura².

A securitização se opera mediante a transferência, por parte da cedente, de direitos de crédito para uma companhia securitizadora de créditos. A securitizadora emite títulos no mercado de capitais com base no fluxo de caixa gerado por tais direitos de crédito. Assim, por meio desta emissão de títulos, a companhia

¹ LEÃES, Luiz gastão Paes de Barros. O conceito de Security no direito Norte Americano e o conceito análogo no direito Brasileiro. In: Revista de Direito Mercantil n.14. p.57.

² LEÃES, Luiz gastão Paes de Barros. O conceito de Security no direito Norte Americano e o conceito análogo no direito Brasileiro. In: Revista de Direito Mercantil n.14. p.57.

securitizadora capta recursos junto ao público investidor no mercado em geral e repassa tais recursos ao cedente como pagamento pela referida transferência.

Portanto, consiste em negócio jurídico complexo, formado por negócios jurídicos sucessivos e composto por diversos atos com o objetivo de viabilizar a criação de valores mobiliários, por meio da cessão de direitos de crédito, de modo a segregar os riscos subjacentes da operação cedida.

Unie Caminha conceitua a securitização como:

estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico indireto (...) – que envolve a cessão e a segregação de ativos de uma sociedade, ou um fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados. Esses títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos³.

Na visão de autores como João Calvão da Silva⁴, é elemento intrínseco da securitização a “interligação” ou “coligação” dos negócios jurídicos componentes da operação, que também define como um “processo” único composto de várias etapas. Tais etapas consistem em (i) cessão de créditos entre cedente e cessionário; (ii) emissão de títulos “sustentados ou garantidos” pelos créditos cedidos e sua colocação no mercado para financiar o preço de aquisição dos créditos; e (iii) satisfação dos direitos de reembolso e remuneração dos investidores, bem como das despesas incorridas para a realização da operação.

Na mesma linha, Fernando Schwarz Gaggini⁵ entende que a securitização compreende três etapas negociais, a saber: (i) o “agrupamento” de créditos com características semelhantes e com histórico de pagamentos para viabilizar análise de risco desta carteira; (ii) a cessão destes créditos a uma sociedade de propósito específico e emissão de valores mobiliários por esta; e (iii) o pagamento do preço de aquisição à cessionária.

³ CAMINHA, Unie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2005, pp. 38-39.

⁴ SILVA, João Calvão da. *Titularização de Créditos - Securitization*. 2ª Edição. Coimbra: Almedina, 2005. pp. 7-8.

⁵ GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003, pp. 29-30.

Manoel Justino Bezerra Filho também conceitua a securitização como um negócio jurídico indireto⁶, uma vez que, na securitização imobiliária por exemplo, conforme o regramento disposto na Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei nº 9.514/1997”), há constituição de patrimônio separado na securitizadora, sujeito a regime fiduciário e destinado exclusivamente ao pagamento dos valores mobiliários emitidos. Esta segregação de risco entre os ativos subjacentes e a entidade originadora é essencial para o mercado financeiro, trazendo maior segurança aos investidores, o que torna atrativo o crédito.

A securitização imobiliária, mais especificamente, foi positivada de maneira especial em sede legislativa para conferir segurança aos financiamentos imobiliários e estimular este mercado por meio do aumento da segurança conferida ao credor, o qual conta com um sistema de garantias. Desta forma, o credor fica protegido pelos mecanismos cumulativamente aplicados da alienação fiduciária de imóvel, do patrimônio de afetação e da securitização dos créditos relativos ao imóvel em questão, objeto de patrimônio separado na securitizadora.

Bezerra Filho conceitua os mecanismos da securitização como:

“um sistema eficaz para o financiamento imobiliário nacional, valendo-se em um primeiro momento da extensão da alienação fiduciária a imóveis; em um segundo momento, da instituição do regime fiduciário sobre créditos transferidos pela construtora/incorporadora; concomitantemente, valeu-se também do instituto da securitização e, logo em seguida, lançou mão do patrimônio especial constituído pelos créditos transferidos (...)”⁷

Sendo assim, de modo geral, a securitização é uma importante ferramenta utilizada no sistema financeiro para transformação de ativos de baixa liquidez (dívidas) em títulos mobiliários líquidos e de fácil circulação no mercado, conferindo àquele que é titular dos recebíveis acesso antecipado aos recursos e transferindo os riscos associados ao adimplemento dos recebíveis aos investidores, de modo a fomentar a economia.

Em operações de captação de recursos estruturadas via securitização de créditos não há uma instituição financeira intermediária como credora do

⁶ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. In Revista da Escola Paulista de Magistratura, Ano 14, Número 2, 2014, pp. 126 e 127, e pp. 141-143.

⁷ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. In Revista da Escola Paulista de Magistratura, Ano 14, Número 2, 2014, p. 125.

financiamento, uma vez que o titular dos créditos se socorre à poupança do público em geral, através da cessão dos referidos créditos, a fim de obter o financiamento pretendido. Desta forma, importante destacar, como uma das principais características da securitização de recebíveis, a desintermediação financeira, consistente na ausência de uma instituição financeira intermediando a relação entre o investidor e o captador de recursos, dado que esta relação se faz diretamente via mercado de capitais.

Diferentemente de um financiamento clássico, a securitização implica o afastamento da instituição financeira como meio de captação de recursos dos poupadores de um lado e concedente de mútuo de outro, uma vez que os poupadores adquirem valores mobiliários representativos deste “financiamento” direto àquele que deseja antecipar seu recebível. Quando isso se opera, o titular do valor mobiliário passa a ter um crédito direto contra o devedor originário do crédito.

Em uma comparação entre a securitização e empréstimos com garantia de ativos, temos diferenças relevantes. Os recebíveis objeto de securitização ao lastrear a emissão de valores mobiliários possuem risco de crédito inferior àquele de valores mobiliários de dívida emitidos pelo próprio originador, pois a decisão de investimento na securitização se baseia na capacidade do próprio conjunto de ativos gerar fluxo de caixa suficiente para pagar os títulos emitidos. Já no caso dos valores mobiliários emitidos pelo próprio originador, a capacidade de pagamento deste é relevante para que o investidor avalie o risco de crédito da operação, influenciando diretamente na capacidade de liquidação dos ativos objeto da garantia.

O preço da diminuição do risco de crédito se reflete nas taxas de juros da operação, as quais são mais baixas do que quando comparadas a um financiamento direto. Assim, a securitização se torna atrativa tanto para o empresário que deseja obter liquidez em busca de capital, como para o investidor que deseja remunerar seu patrimônio.

Uma outra grande vantagem da securitização diz respeito também à gestão de caixa da empresa, pois a operação de securitização faz com que seja possível antecipar valores que entrariam no caixa da empresa somente no futuro. Dessa forma, permite que o caixa da empresa ganhe fôlego para fazer investimentos e

aumentar o fluxo financeiro com maior liquidez, gerando novos ativos para o negócio e viabilizando assim, um melhor controle do balanço, deixando-o mais equilibrado.

A cessão do crédito é fundamental na operação de securitização, é a fase inicial de todo o mecanismo de securitização de créditos previsto na Lei nº 9.514/1997, pois é através dela que o recebível se tornará apto a lastrear a emissão dos valores mobiliários. Por meio da cessão de crédito, o credor originário transmite seus direitos e obrigações ao adquirente do crédito, de modo a substituí-lo, enquanto que o crédito em si permanece inalterado, assim como a posição do devedor original.

Enquanto que negócio jurídico, a cessão de crédito para ser válida deverá apresentar os requisitos exigidos pelo artigo 104 do Código Civil, quais sejam: partes capazes, objeto lícito, possível, determinado ou determinável e forma prescrita ou não defesa em lei. Quanto a existência do crédito objeto de cessão, notem que o legislador no artigo 295 do Código Civil prevê que na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável pela existência do crédito ao tempo da cessão, sendo portanto, tal responsabilidade intrínseca ao negócio jurídico.

A cessão do crédito poderá ocorrer em duas modalidades distintas, com ou sem coobrigação do cedente. Na cessão sem coobrigação do cedente, há a venda definitiva do recebível, sem qualquer direito de regresso pelo cessionário após a realização desta transferência, de modo que em caso de inadimplemento o cessionário poderá executar somente o devedor original do crédito, não podendo reaver nada contra o cedente.

Já na cessão com coobrigação, na hipótese de inadimplemento dos créditos cedidos, o cessionário possui direito de regresso contra o cedente, ou seja, o cedente permanece sujeito ao risco dos recebíveis. Na modalidade com coobrigação, o cedente pode ter responsabilidade solidária, isto é, sem benefício de ordem, de modo que o cedente responde em igualdade de condições como se devedor original fosse, ou subsidiária, na qual os recursos contra o devedor original precisam ser esgotados para que então o cessionário execute o cedente.

Feitas estas primeiras considerações sobre a securitização, adentraremos na aplicabilidade da securitização imobiliária no sistema jurídico brasileiro.

1.2. A Securitização Imobiliária no Brasil

São diversos os tipos de securitização atualmente existentes na legislação brasileira, como securitização de exportações, securitização imobiliária, securitização de créditos financeiros, securitização de recebíveis em geral, entre outras. Dentre tais modalidade, a secutitização imobiliária será o foco do presente estudo.

A disciplina legal aplicável à securitização no Brasil é composta por leis ordinárias, pelas resoluções do Conselho Monetário Nacional (CMN), pelas circulares emitidas pelo Banco Central do Brasil e pelas instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

Um importante marco no processo de securitização no Brasil sem dúvida foi a edição da Lei nº 9.514/1997, que criou o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI) com o objetivo de disciplinar e promover o financiamento imobiliário. Referida lei, um verdadeiro divisor de águas no desenvolvimento do mercado imobiliário nacional, criou também as sociedades securitizadoras de crédito imobiliário, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, cuja finalidade é adquirir e securitizar os créditos imobiliários originados pelo SFI mediante a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários. Assim dispõe o artigo 3º da Lei nº 9.514/1997:

Artigo 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades

A legislação do sistema financeiro imobiliário no Brasil, que disciplina a securitização imobiliária, tem claramente o objetivo de aliviar o sistema de financiamento à habitação, a fim de trazer recursos privados ao segmento que deveria ser custeado pelo setor público.

Vale observar o que afirmaram os então Ministros Antônio Kandir e Pedro Malan, na exposição de motivos da Lei nº 9.514/97:

O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes de desregulamentação da economia e modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva. Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado financeiro imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização.⁸

A figura da companhia securitizadora de créditos criada em referida lei objetiva segregar o risco dos créditos que estão sendo transferidos, uma vez que cada emissão de CRI poder ser instituída sob regime fiduciário, por meio do qual há a vinculação da emissão aos créditos específicos que foram utilizados como lastro, de modo a constituir um patrimônio separado da companhia securitizadora e emissora dos CRI, conforme previsto no artigo 10 da Lei nº 9.514/1997.

Sobre a figura jurídica do regime fiduciário Nelson Eizirik esclarece que

“os créditos objeto do regime fiduciário destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados e ao pagamento dos custos de administração e de obrigações fiscais, isto é, somente respondem pelas obrigações inerentes a tais títulos. Estes créditos estão, ainda, isentos de qualquer ação ou execução, bem como não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão pelos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam.”⁹

O mecanismo da securitização imobiliária, portanto, é o mesmo descrito anteriormente acerca dos recebíveis, ou seja, os créditos imobiliários são cedidos a uma companhia securitizadora que adquire tais créditos com a finalidade única e específica de emitir valores mobiliários lastreados em tais créditos imobiliários.

Dada importância das companhias securitizadoras, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com a finalidade de assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, regulou por meio da Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 (“ICVM 414/04”) que qualquer oferta pública de distribuição de CRI só pode ter início após a concessão de registro de companhia aberta para a companhia securitizadora que fará a emissão de referido título.

⁸ COELHO, Livia Alves Visnevski Froes. Securitização. Dissertação (Mestrado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007. p 89

⁹ EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 660

Os créditos objeto de uma securitização podem ser representados por contratos representativos de ativos imobiliários, os quais devem ser cedidos à companhia securitizadora. Há, ainda, a possibilidade de que tais créditos sejam representados por Cédulas de Crédito Imobiliário – CCI.

A CCI foi criada pela Medida Provisória n. 2.223, de 04 de setembro de 2001, posteriormente convertida na Lei n. 10.931, de 02 de agosto de 2004, com a finalidade de representar créditos imobiliários, sendo emitida pelo credor do crédito imobiliário. O instrumento em questão pode ser integral, quando representar a totalidade do crédito imobiliário subjacente, ou fracionária, quando representar apenas parte do referido crédito, de modo que a soma das CCI fracionárias emitidas em relação a cada crédito não pode exceder o valor total do crédito imobiliário que elas representam.

A CCI, objeto de securitização nos termos da Lei nº 9.514/97, deve ser identificada no respectivo Termo de Securitização de Créditos, mediante indicação do seu valor, número, série e instituição custodiante, dispensada a enunciação das informações já constantes da Cédula ou do seu registro na instituição custodiante. O Termo de Securitização de Créditos, por sua vez, está previsto no parágrafo 1º do artigo 7º da ICVM 414/04, e deve conter informações sobre as características dos créditos imobiliários vinculados, identificação do CRI, declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, constituição de patrimônio em separado de afetação de créditos, entre outros.

A preocupação do legislador em determinar especificamente quais os requisitos da CCI e do termo de Securitização acima mencionados se deve ao fato de que tais instrumentos darão origem a um valor mobiliário que será levado a público via mercado de capitais, sendo importante, portanto, que as informações acerca da operação de securitização e dos créditos imobiliários seja as mais claras possíveis.

Além da companhia securitizadora, acima já mencionada, a securitização por ser um mecanismo complexo depende também de outros colaboradores que auxiliam neste processo e visam mitigar os riscos envolvidos de tal estruturação. O agente estruturador é um destes colaboradores e possui um papel importante, pois é responsável por compatibilizar os interesses do originador e dos investidores, de

modo a desenvolver a estrutura de forma a identificar e mitigar o máximo possível os riscos eventualmente existentes.

O estruturador normalmente é um banco de investimento e é responsável pelas seguintes atividades: (i) a assessoria financeira para a estruturação, implementação da emissão, colocação e a obtenção do registro de oferta pública dos valores mobiliários junto à CVM; (ii) distribuição dos valores mobiliários, nos termos da Instrução Normativa 400, de 29 de dezembro de 2003 (“IN 400/03”), com ou sem garantia firme de colocação; (iii) modelagem financeira da securitização (receitas, fluxo de pagamentos aos investidores, custos iniciais e recorrentes da estruturação); (iv) contratação dos demais agentes participantes do processo a serem indicados pelo estruturador, com anuência do originador, dentre os quais, advogados, agência de classificação de risco e empresa de auditoria independente; (v) definição da estrutura jurídica da securitização; (vi) definição da estratégia de colocação dos valores mobiliários; (vii) preparação de material informativo para investidores; (viii) pesquisa preliminar de interesse dos investidores; (ix) identificação dos investidores; (x) participação em auditoria; (xi) liquidação financeira dos valores mobiliários; e (xii) acompanhamento de todo o processo até o encerramento.

Outra importante figura é a do agente fiduciário, cujas atividades são reguladas pela Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das Sociedades Anônimas”), em seu artigo 66 e seguintes, bem como a Instrução Normativa 28, de 23 de novembro de 1983, alterada pela Instrução Normativa 123, de 12 de junho de 1990 da CVM. O agente fiduciário representa a comunhão de investidores, sobre o qual é depositada a confiança destes, de modo que somente podem ser nomeadas para tal cargo as instituições que sejam autorizadas pelo Banco Central do Brasil para administrar ou custodiar bens de terceiros.

De acordo com o artigo 68, § 1º, da Lei das Sociedades Anônimas, são deveres do agente fiduciário (podendo ser entendido como debenturistas quaisquer investidores):

a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;

b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia, informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função;

c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.

É defeso ainda ao agente fiduciário usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos investidores. Existem também outras figuras importantes como a agência de classificação de risco e o auditor independente, não obstante a securitização demande, dependendo de sua complexidade, outros participantes.

Todavia, para que seja possível definir a abrangência da securitização pela emissão de CRI e alcançar o escopo maior do trabalho que consiste em analisar a possibilidade de utilização dos recebíveis de um Contrato de Compra e Venda de quotas de sociedade de propósito específico (SPE) como lastro e, portanto, crédito imobiliário para fins de securitização, se faz relevante conceituar o que são os Certificados de Recebíveis Imobiliários e o que são considerados créditos imobiliários. Para tanto, adentraremos no detalhamento de tais conceitos no capítulo a seguir.

2. O CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

Neste capítulo, serão apresentados aspectos específicos da estrutura de securitização de créditos imobiliários consistente nos Certificados de Recebíveis Imobiliários (também denominados usualmente no mercado por CRI), de modo que serão apresentados seus fundamentos jurídicos, mecanismo de funcionamento e sua utilização, com ênfase nas diversas decisões já proferidas pela CVM a respeito dos créditos imobiliários.

2.1. Conceito, Natureza Jurídica, Função e Características dos Certificados de Crédito Imobiliários

O Certificado de Recebíveis Imobiliários foi introduzido no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei nº 9.514/1997, tendo sido inicialmente regulamentada pela Instrução nº 284, de 24 de julho de 1998, que foi revogada pela ICVM 414/2004, atualmente em vigor.

Referida lei em seu artigo 6º, parágrafo único, classifica os CRIs como títulos de crédito de emissão exclusiva das companhias securitizadoras, nominativos, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e que constitui promessa de pagamento em dinheiro. Neste sentido, vale destacar que não é o fato de ser um título de crédito é que torna os CRIs valores mobiliários.

Não há como se falar em título de crédito sem mencionar a definição de Cesare Vivante: “Título de crédito é o documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo, nele mencionado.”¹⁰

Conforme prevê o Código Civil em seu artigo 887, título de crédito apenas produz efeitos quando preenche os requisitos legais e trata-se de documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido. São, ainda, as

¹⁰ VIVANTE, Cesare. Trattato di diritto commerciale, 5 ed., v. 3. Milão: Francesco Vilardii, 1922, p.12.

principais características de tais títulos: literalidade, autonomia, independência, documentalidade, força executiva, formalidade e circulação.

Já no tocante aos valores mobiliários, dispõe o artigo 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.385/76”), com redação dada pela Lei nº 10.303, de 31 de dezembro de 2001 (“Lei nº 10.303/01”):

Artigo 2 – 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 I;
 III – os certificados de depósitos de valores mobiliários;
 IV – as cédulas de debêntures;
 V – as quotas 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;
 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.** (grifos nossos)

Os CRIs, portanto, por serem ofertados publicamente e o seu rendimento ao investidor ser fruto unicamente dos recebíveis atrelados ao lastro da operação, apresentam as características contidas no inciso IX do artigo 2º da Lei no 6.385/76 acima mencionado, de modo que são enquadrados como valores mobiliários. Os valores mobiliários são instrumentos muito importantes para o mercado de capitais, pois viabilizam a circulação de riquezas.

Peter Walter Ashton faz a seguinte distinção entre os valores mobiliários e os títulos de crédito:

(...) se para os títulos e valores mobiliários, a nosso ver, a característica principal é a sua função de servirem como instrumento para a captação da poupança, encaminhando-a pelo e através do mercado de capitais e das suas instituições financeiras ao mercado financeiro, onde estes recursos, assim captados, serão empregados, principalmente, para gerar novos negócios (...); já para os títulos de crédito a função principal é veicular com segurança o CRÉDITO, oriundo de alguma relação jurídica fundamental, gerado numa relação jurídica fundamental.¹¹

¹¹ ASHTON, Peter Walter. “Títulos de crédito e valores mobiliários – Uma análise diferenciadora”. In: Direito & Justiça, Revista da Faculdade de Direito da PUCRS, v. 29, Ano XXVI, 2004, Porto Alegre, p. 172.

Por serem valores mobiliários, os CRIs são passíveis de circulação no mercado secundário com forma única e exclusivamente escritural e devem ser registrados bem como livremente negociados em sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos. Ademais, os CRIs podem ser negociados em ambientes administrados por entidades do mercado de balcão organizado ou por bolsa de valores, sendo a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), autarquia em regime especial vinculada ao Ministério da Economia, responsável por sua fiscalização.

A Lei nº 6.385/76 atribuiu à CVM competência para disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, de modo a assegurar o funcionamento eficiente e regular os mercados de bolsa e balcão, bem como proteger os titulares de valores mobiliários.

Desde a criação dos CRIs, várias foram as medidas governamentais adotadas como forma de estímulo da emissão destes títulos, dentre as quais podemos citar:

- (i) a isenção de imposto de renda sobre os rendimentos auferidos por pessoas físicas em decorrência de investimento em CRI, criada pela Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004;
- (ii) autorização concedida ao Fundo de Garantia do Tempo de Serviço – FGTS para investir em CRI dentro de parâmetros estatuidos na Resolução nº 395, do Conselho Curador do FGTS, de 24 de junho de 2002;
- (iii) a permissão de cumprimento do direcionamento obrigatório de recursos captados por depósitos em cadernetas de poupança pelas instituições integrantes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo – SBPE (sendo tais recursos chamados de “mapa 4” no jargão de mercado) por meio da aquisição de CRI por tais instituições, observados os termos e condições previstos na Resolução nº 3.932, de 16 de dezembro de 2010; e
- (iv) a permissão à aquisição de tais títulos pelos fundos de investimento imobiliário, com a edição da Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008.

A Lei nº 9.514/1997 estabeleceu, ainda, a possibilidade de constituição do regime fiduciário sobre os créditos que forem lastro do CRI. O regime fiduciário é constituído mediante declaração da companhia securitizadora no Termo de Securitização de Créditos, sendo também indicado neste documento a instituição que atuará como agente fiduciário dos titulares dos CRI, o qual deverá, nos termos da regulamentação aplicável, agir em defesa dos interesses dos referidos investidores.

O Termo de Securitização de Créditos acima mencionado consiste em um instrumento lavrado pelas companhias securitizadoras, responsáveis pela emissão do título no mercado de valores mobiliários. É por meio do Termo de Securitização que há o detalhamento da operação, com a descrição das características intrinsecamente ligadas à operação em questão.

Uma vez constituído o regime fiduciário sobre os créditos, este se submeterá a certas condições, dentre as quais se incluem a constituição de um patrimônio separado, que não se confunde com o patrimônio comum da securitizadora nem com outros patrimônios separados decorrentes da instituição de regime fiduciário relacionado a outras emissões de CRI da mesma securitizadora, mantendo-se apartados até que resgatados os respectivos CRI.

Com a criação deste patrimônio separado ocorre a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos, ou seja, os créditos destinar-se-ão exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais. Sendo assim, os titulares dos CRIs serão pagos no limite da capacidade financeira do respectivo patrimônio separado, contando ademais apenas com eventuais garantias (reais ou fidejussórias) que venham a ser constituídas em favor do pagamento dos CRI.

A securitizadora somente responde por prejuízos ou por insuficiência do patrimônio separado em caso de ter agido com negligência ou administração temerária, descumprimento de disposição legal ou regulamentar ou, ainda, por desvio da finalidade. Por não se confundirem com o patrimônio da securitizadora, é que em caso de problemas econômico-financeiros da mesma, os ativos dele integrantes permanecem protegidos e inteiramente voltados ao pagamento dos CRIs

a ele vinculado. Portanto, em caso de falência, liquidação ou recuperação judicial da securitizadora, os bens contidos no patrimônio separado permanecem intactos, não sofrendo os efeitos de tais eventos, conforme dispõe o artigo 11 da Lei nº 9.514/1997.

Em razão de todo acima exposto, possível identificar a importância do regime do patrimônio separado para as operações de securitização envolvendo os CRIs. Dito isto, passamos, ao conceito de crédito imobiliário, muito relevante para o entendimento do objeto do presente estudo.

2.2. O Conceito de Crédito Imobiliário

A Lei nº 9.514/1997, ao definir os CRIs, trouxe a necessidade de que tais títulos fossem lastreados em créditos imobiliários, porém não definiu quais as características que devem conter os créditos para serem assim classificados. Por inexistir no ordenamento jurídico brasileiro um conceito legal acerca da definição do que seriam os créditos imobiliários passíveis de securitização, pairam algumas dúvidas a respeito do tema.

Nas palavras de Ricardo Pereira Lira,

crédito imobiliário é aquele que consubstancia uma prestação ligada a um imóvel, e ainda é aquele cuja garantia se funda na propriedade imóvel: hipoteca, anticrese, propriedade fiduciária de um imóvel.¹²

Melhim Namem Chalhub, grande nome na doutrina imobiliária, afirma que

são suscetíveis de securitização imobiliária quaisquer créditos imobiliários, podendo ser utilizados no processo de securitização quaisquer contratos pelos quais se constituam créditos vinculados a direito real imobiliário¹³.

¹² LIRA, Ricardo Pereira. Crédito imobiliário e sua conceptualização. A revogação da categoria dos bens imóveis por acessão intelectual pelo Código Civil brasileiro de 2002: consequências. As pertenças e seu regime jurídico. A securitização. Os recebíveis: Créditos Recebíveis Imobiliários (CRIs), as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs). O Continuum Imobiliário como lastro da emissão desses títulos mobiliários. In: Revista Forense, v. 373, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 207.

¹³ CHALHUB, Melhim Namem, Cessão de Crédito Imobiliário e Alienação Fiduciária de Bem Imóvel Objeto de Compromisso de Compra e Venda Registrado. In Boletim Eletrônico IRIB/ANOREG-SP nº 828, de 10/09/2003. Disponível em <https://www.irib.org.br/boletins/detalhes/3009>. Acesso em 06 de abril de 2020.

O crédito imobiliário nada mais é que o negócio jurídico subjacente, primeiro elemento da securitização, o qual fundamentará o título ou valor mobiliário que será emitido, sendo assim necessário que sejam negócios existentes e válidos, além claro de ser eficaz e gerar um direito crédito. Portanto, faz-se essencial a sua compreensão.

No âmbito do processo CVM RJ2002/3032, a Procuradoria Federal Especializada, em seu parecer, esclareceu que:

a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário. Assim, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, 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 desta¹⁴.

O colegiado da CVM, como autarquia reguladora do mercado de capitais brasileiro, no âmbito de processos administrativos e consultas públicas, já proferiu algumas decisões paradigmas conceituando o que pode ser entendido como crédito imobiliário, decisões estas que balisam o mercado de capitais. Neste contexto, tem-se que tradicionalmente os créditos imobiliários podem ser classificados em duas categorias: (i) créditos imobiliários pela origem; e (ii) créditos imobiliários pela destinação.

O crédito é considerado como imobiliário pela origem quando tratar-se de recebíveis decorrentes de obrigações diretamente relacionadas a um negócio iminentemente imobiliário, como por exemplo a compra e venda de um imóvel. Por outro lado, pode ser classificado como crédito imobiliário pela destinação quando os recebíveis decorrem de dívidas cujos recursos serão destinados pelo devedor para aplicação no setor imobiliário, como por exemplo a construção de um imóvel.

Inicialmente a CVM entendia que crédito imobiliário era aquele somente de origem ou seja, oriundos de financiamentos no âmbito do Sistema Financeiro da Habitação e do Sistema de Financiamento Imobiliário ou oriundos da exploração de um imóvel. Posteriormente é que surgiu o entendimento do crédito imobiliário por destinação.

¹⁴ Conforme CVM. Processo CVM nº RJ2002/3032. Ata de Reunião do Colegiado nº 12, de 26.03.2013, disponível em < http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130326_R1.html>.

Um marco importante acerca do entendimento da CVM sobre crédito imobiliário por destinação foi a decisão da CVM no Processo CVM SEI nº 19957.010578/2017-50, sobre o registro de oferta pública de CRI lastreados em debêntures de emissão da Rede D'Or São Luiz S.A. destinados à construção, reforma ou ampliação de imóveis explorados para empreendimentos hospitalares. No âmbito do referido processo, a CVM permitiu a emissão de CRI lastreados em créditos imobiliários por destinação sem que houvesse necessidade de comprovar que a devedora dos créditos imobiliários era companhia atuante no setor imobiliário, conforme atividade insculpida em seu objeto social¹⁵.

Anteriormente à mencionada decisão, a CVM somente permitia a emissão de CRI lastreado em Créditos imobiliários por destinação devido por companhia aberta atuante no setor imobiliário, sendo a primeira decisão proferida no âmbito do Processo CVM SEI nº 19957.000587/2016-51, julgado em 16 de agosto de 2016, em que aprovou emissão de CRI lastreada em debêntures emitidas pela Cyrela Brazil Realty S.A. Empreendimentos e Participações e cujos recursos eram destinados à construção, reforma e ampliação de empreendimentos imobiliários específicos, com fundamento em, além de outros requisitos, comprovação que a devedora dos créditos imobiliários possuía a atividade imobiliária em seu objeto social. Depois de novos precedentes neste sentido, a CVM publicou a Deliberação CVM nº 772, de 7 de junho de 2017, tornando aplicáveis a quaisquer emissões de CRI as mesmas regras aplicadas para o caso aqui relatado, ainda exigindo a comprovação de objeto social imobiliário pela devedora dos créditos lastreadores.

Mais recentemente, o colegiado da CVM proferiu duas importantes decisões a respeito do conceito de créditos imobiliários aptos para lastrear uma emissão de CRI, quais sejam:

(i) operações intituladas pelo mercado como de "*home equity*"¹⁶: a CVM autorizou, no âmbito do processo SEI nº 19957.008927/2017-73, por maioria de votos e divergindo do parecer de sua área técnica, o uso de empréstimos

¹⁵ Conforme CVM. Processo CVM SEI nº 19957.010578/2017-50. Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1, p. 25, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20171212/0869.pdf>>.

¹⁶ Em decisão por maioria de votos, o Colegiado entendeu que "*o empréstimo a pessoal natural com pacto adjeto de alienação fiduciária de imóvel em garantia constitui crédito imobiliário na sua origem, uma vez que o proprietário tira proveito econômico do seu imóvel, mediante a outorga da garantia real, para obter recursos a custos reduzidos*" (CVM. Processo CVM SEI nº 19957.008927/2017-73).

garantidos por alienação fiduciária de imóveis, os quais não se enquadrariam no conceito de crédito imobiliário em sua origem (não proveem da exploração ou financiamento do imóvel) e nem em sua destinação (ou seja, sem previsão de direcionamento dos recursos captados para investimento no setor imobiliário). Ao proferir esta inovadora decisão a CVM sustentou que o proprietário do imóvel ao concedê-lo em garantia real tira proveito econômico do imóvel para obter recursos a custos reduzidos, fundamentou que a Resolução 4598 do Conselho Monetário Nacional, a qual regulamentou a Letra Imobiliária Garantida (LIG) e a Circular 3614 que regulamentou a Letra de Crédito Imobiliário (LCI) qualificam empréstimos pelo simples fato de possuírem a garantia de imóveis como créditos imobiliários, e portanto, não identificaram riscos aos investidores ou ao bom funcionamento do mercado de valores imobiliários em qualificar tais empréstimos como crédito imobiliários.

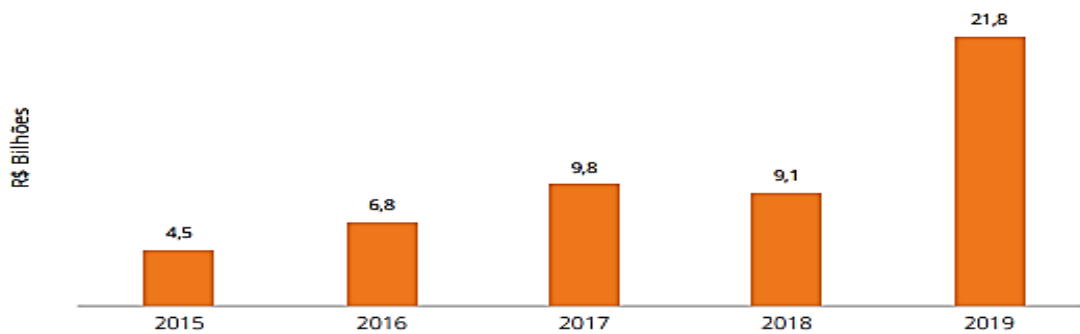
(ii) operações de empréstimo cuja destinação dos recursos esteja vinculada ao reembolso de despesas: no âmbito de consulta à CVM objeto do processo SEI nº 19957.001522/2017-12¹⁷, o Colegiado desta autarquia deliberou pela possibilidade de estruturação de CRI cuja destinação dos recursos captados envolvem o reembolso de despesas já incorridas, tais como custos relativos diretamente a aquisição, construção ou reforma de imóveis, desde que observados os seguintes requisitos: (a) os imóveis nos quais as despesas foram incorridas sejam identificados; (b) os valores envolvidos sejam mencionados; (c) as despesas sejam detalhadas; e (d) o Cartório de Registro de Imóveis em que as matrículas dos imóveis em questão estejam registradas sejam informadas. Ressaltou a CVM, em referida consulta, que é de responsabilidade do agente fiduciário a verificação quanto ao cumprimento de tais requisitos, inclusive com a averiguação das notas fiscais, escrituras e comprovantes aplicáveis.

Todavia, em razão da inexistência na legislação brasileira de uma definição expressa a respeito do crédito imobiliário, mas tão somente de tais decisões, o mercado brasileiro enfrenta este cenário de incerteza e de insegurança jurídica, que faz com que as operações de securitização por vezes se limitem aos conceitos abordados pelo colegiado da CVM, sem explorar novas estruturas jurídicas possíveis na emissão dos títulos imobiliários em análise.

¹⁷ Ata da Reunião do Colegiado da CVM de 16.01.2018. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180116_R1/20180116_D0894.html>).

Feitas essas considerações, de todas as posições doutrinárias, do mercado de securitização e das próprias decisões da CVM, é possível concluir que não há restrição quanto a quem quer que sejam os originadores dos créditos imobiliários, de modo que o mais importante nesta definição é se o referido crédito está ou não intrinsecamente ligado a um imóvel específico.

Por fim, com intuito de demonstrar a importância do crédito imobiliário para o mercado de capitais brasileiro, apresentamos abaixo tabela contendo a evolução do montante de CRI emitidos a cada ano, com base em dados públicos compilados pela UQBAR¹⁸, empresa de referência em finanças estruturadas no Brasil. Em 2019, houve um crescimento de 239,0% comparado com o ano anterior, e o mercado de CRI estabeleceu novo recorde histórico em emissões, alcançando R\$ 21,84 bilhões.



Fonte: Uqbar

¹⁸ ANUÁRIO UQBAR: CRI 2020. São Paulo: Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada, 2020

3. O CONTRATO DE COMPRA E VENDA DE SPE IMOBILIÁRIA

Nesta parte do trabalho, o enfoque será o de abordar detalhadamente o escopo maior do trabalho, qual seja, a possibilidade de utilização dos recebíveis de um contrato de compra e venda de quotas de sociedade de propósito específico (SPE) como crédito imobiliário para fins de securitização e consequente emissão de CRI.

Nessa ocasião, serão apresentados os motivos pelos quais a insegurança jurídica atualmente existente a respeito do conceito de crédito imobiliário é prejudicial ao mercado de capitais e à economia brasileira.

Para tanto, é necessária primeiramente a compreensão do instituto jurídico da sociedade de propósito específico.

3.1. Sociedade de Propósito Específico de Natureza Imobiliária

A sociedade de propósito específico (SPE) foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro com a edição da Lei Complementar nº 128/2008, que fez várias alterações à Lei Complementar nº 123/06, principalmente no tocante ao artigo 56, excluindo o Consórcio Simples e introduzindo a Sociedade de Propósito Específico constituída por Microempresas e Empresas de pequeno porte.

A SPE trata-se de um tipo societário amplamente utilizado nas operações de securitização, podendo sua forma societária ser qualquer uma das admitidas pelo direito brasileiro. O objeto social da SPE compreende, exclusivamente, a aquisição ou elaboração de um projeto específico, do qual se originarão os créditos que servirão de lastro para emissão dos valores mobiliários. Em razão de possuir um objeto único e específico, uma vez cumprido este projeto, a SPE é liquidada.

Trata-se de sociedade com personalidade jurídica, escrituração contábil própria e demais características comuns às demais sociedades. Justamente por possuir um patrimônio separado de seus sócios e responsabilidade limitada é que são muito utilizadas em estruturas complexas como da securitização, a fim de isolar

o risco financeiro da atividade desenvolvida e evitar que o eventual endividamento da sociedade não se confunda com o patrimônio de seus sócios, afastando assim qualquer responsabilidade dos acionistas. Assim, mesmo que os sócios enfrentem qualquer crise financeira, tais sociedades estarão protegidas, de modo que suportam unicamente o risco relacionado aos ativos lastro.

O registro da SPE deve ser realizado na Junta Comercial e conter as informações de uma sociedade mercantil em geral, conforme prevê o artigo 1.150 do Código Civil, sendo necessário informar qual o objeto de sua constituição e sua duração para que as Juntas Comerciais mantenham em seus cadastros a data de início e término da sociedade.

O capital social da SPE pode ser integralizado pelos seus sócios com dinheiro, bens móveis e imóveis ou direitos e em razão da segregação patrimonial mencionada, após a integralização do capital, tais bens ou valores passam a compor o patrimônio da sociedade.

A SPE de natureza imobiliária é aquela que possui como objeto social o exercício de uma atividade que esteja diretamente ligada a um imóvel, este que por vezes é o único bem que a SPE possui e administra em seu patrimônio. As construtoras e incorporadoras imobiliárias costumam valer-se deste tipo societário para adquirir determinado imóvel e deste construir um empreendimento específico, de modo a aumentar o valor e a força da empresa, além de reduzir os riscos atrelados à construção do empreendimento em questão.

A incorporação imobiliária é um negócio jurídico por meio do qual o incorporador assume a responsabilidade de realizar a construção e criação de unidades autônomas para futura venda a terceiros. Para que possa alcançar tal finalidade, a incorporadora precisa primeiramente escolher o terreno e fornecer um estudo técnico do empreendimento.

Em razão das atividades desempenhadas pela entidade incorporadora, por consequência esta assume diversas responsabilidades, razão pela qual a SPE é largamente por estas utilizadas, de modo a evitar diversos riscos, tanto para o comprador de unidade autônoma do empreendimento, quanto para a própria incorporadora.

Aos adquirentes das unidades autônomas o benefício desta estrutura de incorporação fica evidente no caso de a incorporadora vir a decretar falência, pois neste cenário o empreendimento não sofrerá impacto, uma vez que o patrimônio da SPE não se confunde com o patrimônio de seus sócios, no caso em comento, das incorporadoras.

O sucesso da utilização de SPEs em estruturas de incorporação imobiliária se deve também ao fato de a SPE tratar-se de um empresa nova, criada especificamente para aquele empreendimento e sem qualquer passado, tendo um patrimônio totalmente limpo e livre de quaisquer ônus. Com isso, os credores da SPE ficam muito mais confiantes e tranquilos em fazer negócios com ela, não havendo problemas de auditoria, fato este que impulsiona e acelera o desenvolvimento do empreendimento, propiciando até mesmo celeridade na obtenção de capital de giro.

Feitas essas breves considerações sobre a SPE, vamos ao cerne de discussão do presente trabalho, qual seja, analisar a possibilidade de utilizar recebíveis oriundo do contrato de compra e venda de uma SPE imobiliária como lastro de uma operação de securitização imobiliária envolvendo CRIs.

3.2. Os Recebíveis de Contrato de Compra e Venda de SPE Imobiliária

Como visto, as SPEs são frequentemente utilizadas em operações imobiliárias por empreendedores e investidores no mercado imobiliário brasileiro em razão dos benefícios de tal estrutura se comparada com outros tipos societários, como por exemplo a segregação de riscos subjacentes à atividade desenvolvida por incorporadoras e loteadoras do mercado imobiliário e consequente redução do risco de contaminação dos ativos detidos pela SPE por outras obrigações do patrimônio ordinário da sociedade controladora.

Nestas estruturas imobiliárias, os imóveis integrantes dos empreendimentos bem como todos os direitos e obrigações a eles atrelados são, portanto, detidos diretamente pelas próprias SPEs. Ocorre que, por vezes, os empreendedores proprietários de tais SPEs precisam se desfazer do imóvel, bem como do

empreendimento, pelos mais diversos motivos, seja em razão da imediata necessidade de obter liquidez, seja em razão de alguma boa oportunidade comercial repentina.

Entretanto, o imóvel que será objeto da venda no caso em questão, é detido de maneira direta pela SPE, esta que, por sua vez, é então detida pelos empreendedores. Diante de tal situação, os empreendedores normalmente preferem realizar a venda das participações societárias nas SPEs e não dos empreendimentos (como os imóveis) que a SPE detenha propriamente ditos.

Isto ocorre porque o encerramento da SPE, assim como o encerramento de qualquer sociedade, implica custos, dado que neste momento é necessário efetuar o levantamento dos débitos, das pendências fiscais, dar baixa do CNPJ junto aos órgãos federais, estaduais e municipais, bem como liquidar todas e quaisquer obrigações existentes. Para tanto, necessária se faz a contratação de advogados e contadores que auxiliarão no processo.

Apesar de não ser o escopo deste trabalho o estudo e análise de normas de caráter tributário, a preferência na venda das quotas de uma SPE imobiliária e não somente das matrículas dos imóveis por ela detidos, também tem um racional intrinsecamente tributário. Na venda e compra de um imóvel se aplicará o Imposto de Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) e o vendedor ainda terá que arcar com Imposto de Renda (IR) sobre o ganho de capital bem como Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL), enquanto que na venda e compra das quotas de uma SPE se aplicarão apenas IR e CSLL, não sendo aplicável o ITBI que pode ser bem relevante a depender do valor do imóvel.

Notem que o objeto da venda e compra que se fará entre os empreendedores detetores da SPE imobiliária e o terceiro adquirente serão as próprias quotas da SPE, a qual possui como objeto social a exploração de um empreendimento imobiliário específico e foi constituída pelos empreendedores com a finalidade única e exclusiva de desenvolvê-lo. Possível concluir, portanto, que esta SPE, objeto do negócio jurídico de venda e compra, possui a finalidade de realizar uma atividade exclusivamente imobiliária, dado que atrelada ao imóvel em comento.

A referida venda e compra em algumas situações precisam ocorrer a prazo, de modo que do contrato de venda e compra que representa o negócio jurídico

entabulado entre as partes (empreendedor proprietário da SPE e terceiro adquirente) nasce um direito de crédito, qual seja, o direito do vendedor de receber em data futura e determinada, pré estabelecida contratualmente, um valor líquido e certo. E diante de tal direito de crédito surge a seguinte dúvida: poderia o vendedor da SPE, na qualidade de titular de um crédito contra o comprador, securitizar este recebível através da emissão de CRIs com o objetivo de antecipar seu recebimento?

A possibilidade de recebíveis oriundos da compra e venda a prazo de quotas de uma SPE que tenha como objeto social a exploração de empreendimento imobiliário serem entendidos como crédito imobiliário para fins de securitização é motivo de questionamento dos participantes do mercado em razão da inexistência de manifestação expressa da CVM a respeito do tema. Não obstante, a existência de argumentos que justifiquem a admissibilidade de tais recebíveis como créditos imobiliários aptos a lastrear a emissão de CRI, a ausência de precedente especificamente sobre o tema por vezes acaba por desincentivar a compra e venda a prazo de imóveis e empreendimentos imobiliários detidos por SPEs.

As SPEs imobiliárias como as do exemplo em questão, por conta de sua estrutura e constituição específica, em geral não possuem ativos ou passivos que não aqueles ligados ao próprio imóvel, este que é seu único ativo em patrimônio. Sendo assim, entende-se que o crédito gerado com a sua alienação poderia sim ser classificado como de natureza imobiliária, visto que intrinsecamente ligado às atividades desenvolvidas no próprio imóvel.

Dito isto, é possível notar que o racional econômico na emissão de CRIs com lastro em parcelas de compra e venda de quotas de uma SPE imobiliária em nada difere de uma emissão realizada com lastro da compra e venda direta dos imóveis que compõem o patrimônio da SPE, as quais já são aceitas pela regulação atual, afinal ao se adquirir as quotas de uma SPE imobiliária estar-se-á adquirindo indiretamente também os imóveis que esta detenha. Ademais, vale ressaltar que as SPEs mencionadas desempenham somente atividades imobiliárias e, portanto, são veículos que fomentam o setor imobiliário, atendendo o objetivo da Lei nº 9.514/97.

A despeito do acima exposto, não é possível ignorar o fato de que se os ativos imobiliários de propriedade das SPEs são mecanismos de exploração de alguma atividade econômica, como no caso de *shopping centers* e outros

estabelecimentos comerciais, pode ocorrer do valor da compra e venda da quota da SPE agregar também expectativa de fluxo de caixa advindos da exploração de referidos estabelecimentos comerciais. Em tais casos, seria importante que no próprio contrato de compra e venda das quotas da SPE as partes identifiquem com clareza qual o montante que será pago pela aquisição dos ativos exclusivamente imobiliários, sendo estes os únicos montantes que poderão ser utilizados como lastro do CRI, de modo a segregar eventuais valores que componham referidas parcelas do pagamento que não sejam de natureza imobiliária.

Vale mencionar ainda que existe um convênio¹⁹ entre Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima) e a CVM que permite a Anbima fazer a análise preliminar dos pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de determinados valores mobiliários em específico, dentre eles o CRI. Através do referido convênio as instituições participantes da Anbima possuem a faculdade de optar por este procedimento simplificado de pedido de registro ao invés de utilizar-se do procedimento ordinário junto à CVM.

Um fato importante para este estudo é que no âmbito deste convênio a Anbima possui uma lista de instrumentos que poderão servir como lastro²⁰ e, dentre eles, menciona que podem ser lastro de CRI contratos de financiamento ou empréstimo que tenham como destinação a subscrição de quotas de SPE, desde que a SPE tenha como objeto social a exploração de empreendimento imobiliário. Ora, se um financiamento para obtenção de recursos visando a aquisição de uma SPE imobiliária pode ser entendido como crédito imobiliário apto a lastrear uma emissão de CRI, por quê o crédito proveniente de uma compra e venda a prazo de quotas de SPE não poderia também ser assim considerado?

A securitização nada mais é do que um mecanismo de captação de recursos, assim como o financiamaneto, diferindo apenas que esta captação é feita junto aos investidores do mercado em geral e não junto a uma instituição financeira em específica como no financiamento clássico.

¹⁹ Anbima. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/data/files/38/71/3D/8E/1503261050229F1699A80AC2/Procedimento_Simplificado_Consolidado-4_aditamento.pdf. Acesso em 06 abr. 2020

²⁰ Anbima. Disponível em:

https://www.anbima.com.br/data/files/45/14/1D/D8/C3F36610C8D1AE56A9A80AC2/Lista%20de%20L Astros%20de%20CRI_2018.pdf. Acesso em 06 abr. 2020

Dito isto, não vemos motivo para que tais recebíveis oriundos da compra e venda das quotas de uma SPE imobiliária não sejam reconhecidos como créditos imobiliários por sua origem, dado que intrinsecamente ligadas à atividade imobiliária desempenhada no imóvel alvo, conforme evidenciado ao longo deste capítulo.

Dado o acima exposto, conclui-se que existem fundamentos jurídicos que possibilitam o reconhecimento pela CVM de que os recebíveis oriundos da compra e venda a prazo de quotas de uma SPE podem ser entendidos como créditos imobiliários aptos a lastrear a emissão de CRI. Como veremos a seguir, este reconhecimento por órgãos reguladores ou até mesmo pelo legislador seria benéfico, na medida em que traz mais segurança jurídica e se traduz em verdadeiro incentivo ao mercado de capitais brasileiro, estimulando a aplicação de recursos dos investidores em geral no mercado imobiliário, de forma a atingir o objetivo pretendido pela Lei nº 9.514/97.

3.3. Os Benefícios para o Mercado Brasileiro e a Busca pela Segurança Jurídica

Como já mencionado ao longo do presente trabalho, várias são as vantagens da securitização para os investidores, os titulares de créditos e o mercado de capitais brasileiro. De um lado há a ampliação das alternativas de financiamento, ganho de liquidez e redução dos custos de captação, enquanto que de outro há a pulverização dos riscos e transmissão dos ativos.

A securitização apresenta benefícios para o originador dos ativos, o investidor que adquire o valor mobiliário originado de uma operação de securitização, o tomador do crédito e o banco de investimento que atua como estruturador da operação. Com a participação de tantas figuras importantes na securitização, latente o fato de que trata-se de uma estrutura que movimenta o mercado de capitais e a economia.

A securitização permite uma redução da relação entre capital próprio e capital de terceiros, reduzindo a necessidade do originador de contratar nova dívida para

que seja possível alcançar tal equilíbrio financeiro, dado que com a cessão de parte dos ativos a empresa consegue antecipar recebimentos e não precisa obter novos recursos junto ao mercado financeiro para financiar suas atividades. Com isso, a empresa ao praticar a securitização para gerir seu capital poderá se beneficiar de um balanço mais saudável.

Além disso, ao ceder os recebíveis, o originador transfere o risco de crédito intrínseco aos recebíveis que possui, afinal ao securitizar transfere à securitizadora os direitos de crédito que possui, saindo neste momento da cadeia de recebimento, de modo que a securitizadora assume o papel de credora dos ativos lastro da securitização. Outra grande vantagem ao originador do crédito é o afastamento do risco de liquidez, o qual decorre dos descasamentos de fluxo de caixa, uma vez que nem sempre as empresas conseguem conciliar seus recebimentos com seus pagamentos e com a securitização todo o fluxo de caixa futuro é transferido ao investidor mediante pagamento antecipado, permitindo maior controle do saldo disponível em caixa.

Para o investidor que adquire os títulos emitidos no âmbito da securitização, na visão de Fernando Antonio Perrone, os principais benefícios que justificam o investimento residem no oferecimento de taxas de remuneração atrativas, tendo em vista que a estrutura dispensa a intermediação de instituição financeira e, assim, possibilita o oferecimento de retornos melhores para o investidor²¹. O mesmo autor ainda aponta como vantagem a possibilidade de diversificação dos investimentos, permitindo que novos segmentos da economia também recebam tais recursos financeiros.

Ademais, a securitização conta com o benefício da segregação de risco do patrimônio do originador do crédito, o qual ocorre devido aos mecanismos de patrimônio separado como visto anteriormente. Logo, para o investidor, a securitização oferece grandes vantagens sob a perspectiva de risco e retorno quando comparada com títulos emitidos pelos bancos comerciais.

²¹ PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. *Securitização de recebíveis, uma análise dos riscos inerentes*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, pp. 33-34.

A possibilidade de se ofertar melhores retornos, como já mencionado, decorre da eliminação da intermediação financeira e da necessidade de se praticar um spread relevante entre o custo dos créditos que lastreiam o título e a remuneração paga pelo próprio título, pois o custo seria muito mais elevado no caso de investimento em um título emitido por um banco comercial ou no caso de um empréstimo direto junto a uma instituição financeira. Com isso, a securitização possibilita que mais empresas acessem o mercado de capitais.

Além disso, por se tratar de uma operação estruturada, que conta com diversos colaboradores, como securitizadora, agente fiduciário, agência de rating, dentre outros, o investidor conta com maior segurança no investimento.

Aos bancos de investimento a securitização também traz vantagens, pois alavanca o mercado de estruturação e o surgimento de especialistas no setor favorece a economia de escala. Assim, a instituição financeira pode se valer da originação de créditos e colocação de títulos junto ao mercado de capitais. O crescimento desta nova oportunidade de negócio é benéfico para o público em geral, pois aumenta a competitividade entre as instituições, propiciando maior crescimento e especialização do setor.

Pode-se concluir, portanto, que incentivar o mercado de securitização traz benefícios aos mercados em geral, afinal um mercado ativo de títulos e valores mobiliários tende a trazer maior competição na realização de operações a preço justo. Com isso o crédito atenderá o mercado de forma eficiente, alcançando seu propósito principal que é o de fomento à economia e pulverização do capital, viabilizando o empreendedorismo.

Segundo Marcelo Winter, ainda se podem apontar como incentivos sob a ótica do investidor a existência de redução de riscos e a eventual existência de benefícios tributários, conforme o caso²². Hélio Rubens de Oliveira Mendes ainda ressalta que a securitização, no longo prazo, pode resultar em empréstimos mais

²² WINTER, Marcelo F.. *Certificados de Recebíveis do Agronegócio*. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014, pp. 45-46.

baratos para os tomadores de recursos e propiciar uma maior eficiência do mercado de crédito de um modo geral²³.

Portanto, possível concluir que quanto mais abrangente a definição de crédito imobiliário, maior o estímulo econômico para o setor imobiliário e possibilidade de emissão de títulos imobiliários lastreados em tais recebíveis.

Entretanto, o fato de não termos no ordenamento jurídico brasileiro uma definição clara do que pode ser classificado como crédito imobiliário para fins de securitização, contando apenas com decisões esparsas do colegiado da CVM acerca da matéria, traz muita insegurança jurídica aos participantes, impedindo que o mercado de capitais cresça e se expanda com novas estruturas. Referida insegurança acarreta ainda uma séria instabilidade.

Ademais, aguardar uma análise pela CVM de um tema polêmico no âmbito de oferta pública concreta é significativamente onerosa para os participantes envolvidos, não apenas em termos de custos com contratação dos prestadores de serviços, mas também devido a imprevisibilidade temporal e de potencial risco de imagem diante de eventual indeferimento do pleito. Por esta razão, os participantes do mercado acabam optando por outras operações envolvendo créditos imobiliários e evitando a utilização da estrutura objeto do presente estudo, a qual poderia trazer mais eficiência e certamente um efeito positivo no mercado imobiliário brasileiro.

Diante deste cenário, verificamos que se faz de suma importância a positivação e clarificação pelo legislador ou pelos órgãos reguladores do mercado de capitais quanto ao conceito de crédito imobiliário, pois os conceitos que participantes possuem deste instituto no ordenamento jurídico brasileiro são muito escassos e esparsos, não permitindo que o objetivo maior pretendido pela Lei nº 9.514/97 seja alcançado, qual seja, o fomento do mercado imobiliário.

Neste sentido, por todo acima exposto, conclui-se que o reconhecimento pelo legislador ou pelos órgãos reguladores do mercado de capitais de que os recebíveis provenientes da compra e venda a prazo de quotas de uma SPE imobiliária são créditos imobiliários, dado que derivam da exploração de bem imóvel, e portanto,

²³ MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 29.

possível de ser utilizado como lastro na emissão de CRI, somente tem a agregar e contribuir de forma positiva ao mercado de capitais brasileiro.

CONCLUSÃO

Ao longo do presente estudo, apresentamos o instituto da securitização, em especial na securitização de créditos imobiliários sob o enfoque estritamente jurídico. Neste sentido, ficou demonstrado o racional jurídico por meio do qual os recebíveis provenientes da venda e compra de uma sociedade de propósito específico imobiliária podem ser caracterizados como créditos imobiliários e portanto, servirem de lastro para fins de operações de securitização imobiliária.

No primeiro capítulo deste estudo, foram tratados aspectos gerais sobre a securitização, sua aplicabilidade e impacto no mercado de capitais brasileiro. Nesta oportunidade, o objetivo foi de discorrer sobre aspectos estruturais e práticos da securitização e sua relação com a necessidade de dispersão do risco envolvido nas operações.

Buscou-se demonstrar o funcionamento na prática das operações de securitização imobiliária, com a caracterização e especificação da função dos participantes nele envolvidos, a fim de apresentar com clareza de um modo amplo o processo de securitização e os negócios jurídicos que o compõe. Adicionalmente, foi apresentada a legislação brasileira que dispõe acerca da securitização imobiliária.

No segundo capítulo, foram apresentados aspectos específicos da estrutura de securitização de créditos imobiliários consistente nos CRI, de modo que foram apresentados seus fundamentos jurídicos, mecanismo de funcionamento e sua utilização, com ênfase nas diversas decisões já proferidas pela CVM a respeito dos créditos imobiliários.

Ao longo desta análise, pudemos verificar o conceito, funcionamento e atuais entendimentos acerca da securitização imobiliária e conseqüentemente acerca do crédito imobiliário no Brasil. Em razão da inexistência de um conceito jurídico positivado acerca do que pode ser entendido como crédito imobiliário apto para uma operação de securitização imobiliária envolvendo a emissão de Certificados de Crédito Imobiliários (CRI) no mercado de capitais, exploramos os diversos entendimentos a respeito do tema e procuramos demonstrar como a securitização imobiliária foi objeto de constantes mudanças e evoluções ao longo do tempo, com o

acréscimo gradual de complexidade nas transações dado o crescimento expressivo de sua importância no mercado brasileiro.

No terceiro e último capítulo, o enfoque foi o de abordar detalhadamente o escopo maior do trabalho, qual seja, a possibilidade de utilização dos recebíveis de um Contrato de Compra e Venda de quotas de sociedade de propósito específico (SPE) como crédito imobiliário para fins de securitização e consequente emissão de CRO. Nessa ocasião, foram apresentados os motivos pelos quais a insegurança jurídica atualmente existente a respeito do conceito de crédito imobiliário é prejudicial ao mercado de capitais e à economia brasileira bem como quais os benefícios que a securitização traz ao mercado brasileiro.

Em razão de todo o exposto, conclui-se que é de extrema importância o legislador estabelecer de forma mais clara e precisa quais crédito podem ser considerados créditos imobiliários para fins de securitização, a fim afastar a insegurança jurídica atualmente existente, a qual impede o mercado de capitais brasileiro de se expandir e se desenvolver, intimida os participantes de criarem estruturas promissoras e afasta investidores que cunho mais conservador.

REFERÊNCIAS

ANUÁRIO UQBAR: CRI 2020. São Paulo: Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada, 2020.

ASHTON, Peter Walter. “Títulos de crédito e valores mobiliários – Uma análise diferenciadora”. In: Direito & Justiça, Revista da Faculdade de Direito da PUCRS, v. 29, Ano XXVI, 2004, Porto Alegre, p. 172.

AVELINO, Luiz Filipi de Cristóvão Avelino. Aspectos jurídicos da securitização no Brasil. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição. In Revista da Escola Paulista de Magistratura, Ano 14, Número 2, 2014.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 10, p.1-9, outubro 2000.

CAMINHA, Uinie. A securitização função econômica e regime jurídico. Tese (Doutorado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

CAMINHA, Uinie. Notas sobre a securitização. In SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de. Direito, Gestão e Prática: Mercado de Capitais. São Paulo: Saraiva, 2013.

CAMINHA, Uinie. Securitização. 2ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.

CERTIFICADOS de Recebíveis Imobiliários. Estudos Especiais: Produtos de Captação. Redatores Caroline Teixeira Jorge, Marcelo da Silva Cidade. Rio de Janeiro: Associação Brasileira dos Mercados Financeiro e Capitais, 2015

CHALHUB, Melhim Namem, Cessão de Crédito Imobiliário e Alienação Fiduciária de Bem Imóvel Objeto de Compromisso de Compra e Venda Registrado. In Boletim Eletrônico IRIB/ANOREG-SP n.º 828, de 10/09/2003. Disponível em <https://www.irib.org.br/boletins/detalhes/3009>. Acesso em 06 de abril de 2020.

CHALHUB, Melhim Namen. Da incorporação imobiliária. 3ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

CHALHUB, Melhim Namen. Negócio fiduciário. 2ª ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

CHAVES, Natália Cristina. Direito Empresarial – Securitização de Créditos. Belo Horizonte, Del Rey, 2006

COELHO, Livia Alves Visnevski Froes. Securitização. Dissertação (Mestrado em Direito), Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2007.

CVM. Processo CVM SEI nº 19957.008927/2017-73. Extrato de Ata da Reunião do Colegiado nº 02/2018 de 16.01.2018. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/decisooes/2018/20180116_R1/20180116_D0894.html>.

CVM. Processo CVM SEI nº 19957.001522/2017-12. Memorando nº 42/2019-CVM/SER/GER-1.

CVM. Processo CVM SEI nº 19957.010578/2017-50. Memorando nº 65/2017-CVM/SRE/GER-1, disponível em <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20171212/0869.pdf>>

EIZIRIK, Nelson et al. Mercado de capitais: regime jurídico. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. 660 p.

FAVACHO, Frederico; PERES, Tatiana Bonatti. Estudos de direito do agronegócio, ano III, volume IV. São Paulo: Chiado, 2019.

FORTUNA, Eduardo. Mercado financeiro: produtos e serviços. 17. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2008. 864 p.

FURIATI, Bruno Pierin. O Conceito de True Sale no Direito Brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2009

GAGGINI, Fernando Schwarz. Peculiaridades do direito societário: os tipos societários versus a situação das sociedades. Revista de Direito Empresarial. v. 13, p. 1-9, fevereiro 2016.

GAGGINI, Fernando Shwarz. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003.

HUH, Livia Maria Siviero Bittencourt; ABE, Isabella Christina Capasso. A evolução no conceito de crédito imobiliário no mercado de capitais brasileiro. *In: PEREIRA, José Horácio Cintra Gonçalves; BUSHATSKY, Jaques (coord.)*. Opinião Jurídica 6: Direito Imobiliário. São Paulo: Secovi-SP, 2018.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, Volume 14*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1974.

LIMA NETO, Lucas de (org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007.

LIRA, Ricardo Pereira. “Crédito imobiliário e sua conceptualização. A revogação da categoria dos bens imóveis por acessão intelectual pelo Código Civil brasileiro de 2002: consequências. As pertenças e seu regime jurídico. A securitização. Os recebíveis: Créditos Recebíveis Imobiliários (CRIs), as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs). O Continuum Imobiliário como lastro da emissão desses títulos mobiliários.” *In: Revista Forense, v. 373*, Rio de Janeiro: Forense, 2004.

MATTES, Mauro e LIMA NETO, Lucas de. *Securitização de Ativos: histórico e estatísticas*. *In LIMA NETO, Lucas de (org.)*. *Securitização de Ativos – A era da Desintermediação Financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007

MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013.

MOURA, Paulo Sérgio de. *Securitização de créditos imobiliários: aspectos jurídicos*. Dissertação (Mestrado em Direito), Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OIOLI, Erik. Securitização de Dívida Ativa e Crise Fiscal. Gazeta Norte Mineira, Montes Claros, 09.03.2017. Disponível em <https://www.gazetanortemineira.com.br/noticias/opiniao/secritizacao-da-divida-ativa-e-a-crise-fiscal>. Acesso em 06 de abril de 2020.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. Securitização de recebíveis, uma análise dos riscos inerentes. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. Elementos constitutivos da securitização de recebíveis no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado em Direito), Escola de Direito de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2019.

SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. São Paulo: Atlas, 2014.

SILVA, João Calvão da. Titularização de Créditos. Coimbra: Almedina, 2005.

STUBER, Walter Douglas; BENTIVEGNA, Enrico Jucá; FILIZZOLA, Henrique Bonjardim. O instituto da securitização de créditos no Brasil. Revista Tributária e de Finanças Públicas. v. 32, p. 1 -11, maio 2000.

TOO Big not to Fail. The Economist, Nova York, 18 de fevereiro de 2012, Disponível em <https://www.economist.com/briefing/2012/02/18/too-big-not-to-fail>. Acesso em 06 de abril de 2020.

WAISBERG, Ivo; KUGLER, Hebert Morgenstern. O conceito de crédito imobiliário para fins de securitização imobiliária: análise e crítica ao posicionamento atual da CVM. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, v. 62, p.1-9, outubro 2013.

WALD, Arnaldo. O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006, ano 9, n. 32, abril-junho de 2006.

YAZBEK, Otavio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007

VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil: Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos. Sexta Edição. São Paulo: Atlas, 2006.