

Inspere
LL.C. - Direito Empresarial

Giovanna Valim dos Santos

**A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários como forma de
Financiamento Empresarial e a definição do Lastro**

São Paulo
2020

Giovanna Valim dos Santos

**A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários como forma de
Financiamento Empresarial e a definição do Lastro**

Monografia apresentada ao Programa de LL.C
em Direito Empresarial – Insper, como requisito
parcial para a obtenção do título de especialista
em Direito Empresarial.

Orientadora: Prof.^a Pamela Gabrielle Romeu
Gomes Roque

São Paulo

2020

Santos, Giovanna Valim

A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários como forma de Financiamento Empresarial e a definição do Lastro. / Giovanna Valim dos Santos – São Paulo 2020. f. 26

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em Direito Empresarial – LL.C.) – Insper, 2020.

Orientadora: Prof.^a Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

1.Financiamento Empresarial; 2.Mercado de Capitais; 3. Regulatório; 4.Securitização; 5. Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Giovanna Valim dos Santos

**A emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários como forma de
Financiamento Empresarial e a definição do Lastro**

Monografia apresentada ao Programa de LL.C
em Direito Empresarial – Insper, como requisito
parcial para a obtenção do título de pós-
graduado em Direito Empresarial.

Orientadora: Prof.^a Pamela Gabrielle Romeu
Gomes Roque

Banca Examinadora

Resumo

O presente estudo tem como principal objetivo analisar as emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) no mercado financeiro e de capitais como forma de financiamento empresarial por meio da securitização de créditos, e se limitará a analisar sua forma de emissão e a definição de seu lastro por meio do conceito de crédito imobiliário atualmente discutido pelos órgãos reguladores. Considerando que o ordenamento jurídico brasileiro não traz uma definição clara de crédito imobiliário passível de ser utilizado como lastro para securitização e emissão de CRIs, o presente trabalho trará a análise das mais recentes decisões envolvendo este tema, buscando fornecer segurança jurídica aos participantes deste mercado.

Palavras-chave: 1.Financiamento Empresarial; 2.Mercado de Capitais; 3.Regulatório; 4.Securitização; 5.Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Abstract

The main objective of this study is to analyze the issuance of Certificates of Real Estate Receivables (CRI) in the financial and capital markets as a form of corporate financing through securitization of credits, and will limit itself to analyzing its form of issuance and the definition of its ballast through the concept of real estate credit currently discussed by regulatory agencies. Considering that the Brazilian legal system does not provide a clear definition of real estate credit that can be used as ballast for securitization and issuance of CRIs, the present work will bring the analysis of the most recent decisions involving this theme, seeking to provide legal certainty to the participants of this market.

Keywords: 1. Corporate Financing; 2. Capital Markets; 3. Regulatory; 4. Securitization; 5. Certificate of Real Estate Receivables (CRI).

Sumário

Introdução.....	8
1. CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS.....	10
1.1. Contextualização e Legislação	10
1.2. Benefícios da securitização	13
1.3. Breve análise do mercado de CRIs no Brasil	14
2. A DEFINIÇÃO DO LASTRO.....	17
2.1. Evolução do conceito de crédito imobiliário.....	17
2.2. Crédito imobiliário por origem e por destinação	18
2.3. Decisões recentes – Home Equity e Reembolso de Despesas	20
CONCLUSÃO	23
REFERÊNCIAS.....	25

Introdução

Nos dias atuais, com a visualização de sinais de retomada do setor imobiliário no período pré-pandemia de COVID-19, queda dos juros e crescimento da criação de fundos de investimento imobiliários, viu-se surgir um aumento na procura pela securitização de crédito imobiliário.

Esta procura é especialmente vinculada à intenção de captação de recursos no mercado de capitais para o desenvolvimento de novos projetos, ou retomada de projetos antigos, uma vez que o mercado apresentava indícios de retomada favorável ao desenvolvimento imobiliário.

Este cenário pré-pandemia trazia grandes expectativas aos empreendedores e investidores do mercado imobiliário e, em razão da incerteza que predomina durante o momento atual que estamos percorrendo, alguns projetos foram pausados e as expectativas de retomada passaram a ser tratadas com maior cautela até que superemos este momento.

Importante dizer que, apesar das ressalvas que a pandemia criou às intenções de captação de recursos e desenvolvimento de projetos imobiliários, em especial no mercado de capitais (onde preza-se principalmente pela segurança jurídica e retorno do investimento realizado), muitas incorporadoras e gestoras de recursos de terceiros mantiveram seus índices de desenvolvimento, conseguindo se preservar ativas e em ascensão, muito em razão dos planos de contingência e estratégias acertadas.

Feita esta ressalva, podemos dizer que grandes oportunidades podem surgir e o desenvolvimento da captação de recursos por meio do mercado de capitais se torna uma possibilidade cada vez mais atrativa àqueles inseridos no mercado imobiliário.

No Brasil, em que pese o financiamento empresarial via mercado de capitais esteja em expansão, muitas empresas ainda têm inseguranças e incertezas quando decidem por essa forma de captação de recursos para o desenvolvimento de seus projetos. Uma das inseguranças envolvidas na securitização e na emissão de CRIs é a definição do crédito imobiliário a ser usado no momento da definição do lastro, considerando que nosso ordenamento jurídico não o define de forma clara.

Esta falta de definição faz com que os órgãos reguladores emitam entendimentos e pareceres de forma a dar maior segurança a todos os envolvidos em cada emissão de CRI, mitigando os riscos e amenizando a insegurança jurídica.

Esta é a motivação do presente estudo. Além de trazer a definição da emissão de CRI como forma de financiamento empresarial, trazer as mais recentes decisões da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) como autarquia reguladora do mercado de capitais, a respeito da definição do crédito imobiliário como lastro para estas emissões.

Nesse sentido, serão analisadas as vantagens do financiamento empresarial via emissão de CRI no mercado de capitais, trazendo os desafios enfrentados diante da ausência de definição de crédito imobiliário pelo ambiente regulatório e legislação em vigor, sendo que a análise da regulamentação brasileira não compreenderá aspectos tributários, contábeis ou trabalhistas.

Este estudo será dividido em duas partes, sendo a primeira a contextualização e legislação aplicável às emissões de CRIs. Nesta primeira parte serão abordados os benefícios da securitização de crédito e uma breve análise a respeito do mercado de CRIs no Brasil. Já na segunda parte, aprofundaremos a análise sobre a definição de lastro dos CRIs, a evolução do conceito de crédito imobiliário e as decisões mais recentes proferidas pelo Colegiado da CVM.

Destaca-se que o presente trabalho busca trazer as vantagens da securitização de crédito e emissão de CRIs tanto para os empreendedores do mercado imobiliário quanto para seus investidores, bem como apresentar a discussão a respeito da definição de crédito imobiliário que o lastreia, sem adentrar sobre o entendimento a respeito dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), procurando apurar os reflexos de tal tratamento sobre o mercado de capitais no país. Portanto, será o desígnio do presente estudo apresentar o funcionamento e a importância da securitização, estabelecer a base normativa e delimitar o conceito de crédito imobiliário com base no atual entendimento da CVM.

1. CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

1.1. Contextualização e Legislação

Ao tratar sobre securitização, financiamento imobiliário e emissão de CRIs, tratamos, em especial, da Lei nº 9.514/97 de 20 de novembro de 1997 (“Lei 9.514/97”) que, além de institucionalizar a securitização de recebíveis, veio reger a criação do Sistema de Financiamento Imobiliário brasileiro (SFI). Tanto a criação do SFI quanto da securitização de recebíveis foram marcos muito importantes para, agregados às Instruções Normativas da CVM, darem segurança jurídica às operações de financiamento imobiliário por meio de securitização de recebíveis.

Primeiramente, importante destacar que a figura da emissão do CRI não se dissocia da securitização de créditos. Por isso, sobre securitização, podemos brevemente definir como, nas palavras de Fernando Schwarz Gaggini¹:

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

Ao positivar a securitização, a Lei 9.514/97 procurou conferir segurança jurídica ao financiamento imobiliário por meio do mercado de capitais, segurança esta que é buscada pelo credor destes títulos pela constituição de garantias relevantes. Estas garantias são aquelas instituídas pela própria Lei 9.514/97 como, por exemplo, a alienação fiduciária de imóvel.

Como descreve Manoel Justino Bezerra Filho²:

Sob um aspecto puramente econômico – e é na economia que esta palavra tem origem -, pela securitização o que o credor procura é conseguir formas de financiamento, cedendo para uma sociedade de propósito específico os créditos que tem a receber a longo prazo, de tal forma que esta outra sociedade lance no mercado, para compra pelo público em geral, valores mobiliários garantidos pelos créditos que o credor possui para recebimento a médio e longo prazos.

¹ GAGGINI, Fernando Schwarz. Securitização de Recebíveis. São Paulo: Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003, p. 29.

² BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição. Revista da Escola Paulista de Magistratura, Ano 14, Número 2, 2014, p. 89.

Feita esta introdução a respeito da securitização, passamos à instituição dos CRIs pela Lei 9.514/97 e a definição das garantias que os acompanham, além da instituição do regime fiduciário sobre os créditos imobiliários.

Estes institutos são fundamentais quando tratamos do financiamento empresarial por meio da securitização de recebíveis e emissão de CRIs, e são buscados tanto pelas empresas quanto pelos investidores.

A definição primordial do CRI e suas características estão dispostos nos artigos 6º e 7º da Lei 9.514/97:

Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Parágrafo único: O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.

Art. 7º O CRI terá as seguintes características:

I - nome da companhia emitente;

II - número de ordem, local e data de emissão;

III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";

IV - forma escritural;

V - nome do titular;

VI - valor nominal;

VII - data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;

VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;

IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;

X - lugar de pagamento;

XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.

Trazendo esta definição para um olhar financeiro, nos dizeres de Tatiana Scarparo Araujo, os CRIs são definidos como uma operação de promessa de pagamento pela qual os créditos imobiliários são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, em um prazo compatível com as características do financiamento e mediante um Termo de Securitização de Créditos lavrado por uma instituição não financeira denominada companhia securitizadora³.

A definição das companhias securitizadoras está no artigo 3º da Lei, bem como suas funções, a saber:

Art. 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.

³ ARAUJO, Tatiana Scarparo. Certificados de Recebíveis do Agronegócio – Discussão e definição do conceito de lastro do recebível. Monografia, Insper, 2017.

Após a securitização dos recebíveis, as companhias securitizadoras emitem os CRIs e instituem o regime fiduciário sobre os créditos imobiliários. Companhias securitizadoras são as únicas capazes de instituir este regime, de forma que os créditos imobiliários são excluídos de seu patrimônio comum, passando a constituir patrimônio separado não alcançado no caso de falência desta até que se complete o resgate (pagamento) de todos os referidos CRIs⁴.

Isto quer dizer que, com a instituição do regime fiduciário, todos os créditos imobiliários vinculados à emissão de um CRI serão designados unicamente ao seu pagamento bem como ao pagamento de suas despesas e demais obrigações pecuniárias eventualmente existentes, não se confundindo com ativos e passivos da securitizadora.

Importante ressaltar que todas as operações de venda dos CRIs, tanto no mercado primário (negociados diretamente entre a companhia e os investidores – subscritores da emissão-, e os recursos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para o caixa) quanto no mercado secundário (onde investidores negociam entre si, e não mais com a empresa emissora), são obrigatoriamente registradas em sistema centralizado de custódia e liquidação de títulos privados, garantindo transparência e segurança aos investidores, conforme Instrução CVM Nº 414, de 30 de dezembro de 2004.

Jean Carlos Fernandes⁵ define que:

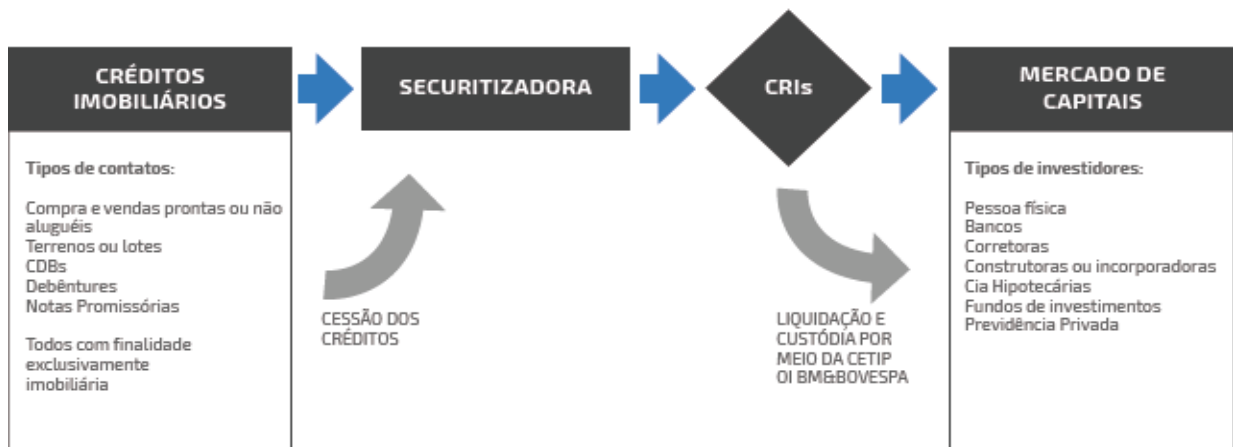
Não obstante assuma a forma escritural, o CRI é vinculado ao Termo de Securitização de Crédito (papelizado), lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão: I- a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja 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; III- a identificação dos títulos emitidos; e III- a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.

A emissão de um CRI poderá ser ilustrada da seguinte forma:

⁴ Junqueira Neto, Ruy de Mello. Breves considerações sobre a securitização de recebíveis, jun. 2019 Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/74815/breves-consideracoes-sobre-a-securitizacao-de-recebiveis>. Acesso em: 06 out. 2020

⁵ FERNANDES, Jean Carlos. Teoria contemporânea dos títulos de crédito: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 53.

Figura 1 – Exemplo de Emissão de CRIs



Fonte: Bariguisec

Os CRIs poderão ser emitidos em duas classes, sênior e subordinada. É entendida por classe sênior aquela que possui preferência para efeitos de amortização e resgate. Já a classe subordinada se subordina aos da classe sênior para estes mesmos efeitos. Ou seja, todos os pagamentos de juros, amortização e resgates regulares ou antecipados, serão primeiramente direcionados aos investidores que possuírem CRIs da classe sênior e, se remanescer algum valor, este será pago aos investidores que possuírem CRIs da classe subordinada. Ao final, como pagamento integral dos CRIs da classe sênior, os subordinados começarão a receber a integralidade dos valores⁶.

Mensal ou anualmente, os CRIs poderão pagar ao investidor o valor de principal (valor investido) e juros remuneratórios, por meio de amortizações periódicas, sem obrigatoriedade de intervalo mínimo entre estes pagamentos, bem como podendo ser previstas outras periodicidades além das mensais ou anuais.

Sendo a securitização de crédito um mecanismo consolidado e eficaz de financiamento imobiliário nacional e a base para a emissão dos CRIs, passaremos aos seus benefícios ao empreendedor e ao investidor.

1.2. Benefícios da securitização

O crescimento da procura pela securitização de recebíveis tem fundamento nos benefícios tanto para o empreendedor quanto para o investidor. Para o empreendedor,

⁶ ANUÁRIO UQBAR: CRI 2020. São Paulo: Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada, 2020

podemos destacar (i) o pagamento da dívida é feito conforme o fluxo de recebimentos do empreendimento financiado com os recursos obtidos da securitização, ou seja, o empreendedor terá prazo mais alongado de pagamento em comparação ao que deveria ser pago em financiamento com instituições bancárias, que não levam em conta o tempo de maturação do projeto, gerando diminuição do descasamento de caixa; (ii) não há intermediação com bancos, o que faz com que empreendimentos que não teriam seu financiamento aprovado por uma instituição bancária ou não comportariam taxas de juros tão altas dos empréstimos passam a ser possíveis via a emissão de CRIs; e (iii) as integralizações ocorrem em tranches, o que significa que o direcionamento dos recursos obtidos é feito conforme as necessidades da obra e não todo de uma vez, o que faz com que a incidência de juros remuneratórios inicie apenas após o recebimento dos recursos, e não desde o dia do primeiro empréstimo do valor total⁷.

Já para o investidor, podemos destacar (i) diversificação do risco de recebimento, em casos de CRIs vinculados a operações com carteira pulverizada (diversos projetos em uma só carteira); (ii) geralmente são adquiridos por fundos de investimentos e pessoas físicas com isenção de imposto de renda; (iii) as operações são emitidas após uma análise de viabilidade, crédito e riscos, o que torna o investimento com menor risco e maior retorno; (iv) são vendidos no mercado de capitais como títulos de renda, por se tratar de um título de renda fixa, e sua rentabilidade é prevista no momento da aplicação, podendo ser: prefixado (possui um percentual fixo combinado previamente), pós-fixado (rende um percentual de algum indexador, geralmente a taxa CDI ou híbrido (mescla um percentual fixo e mais o rendimento de algum indexador)⁸.

Todos estes benefícios elencados consolidam a securitização de crédito e emissão de CRIs como forma de financiamento imobiliário, em modalidade alternativa ou complementar àquelas oferecidas por instituições bancárias.

1.3. Breve análise do mercado de CRIs no Brasil

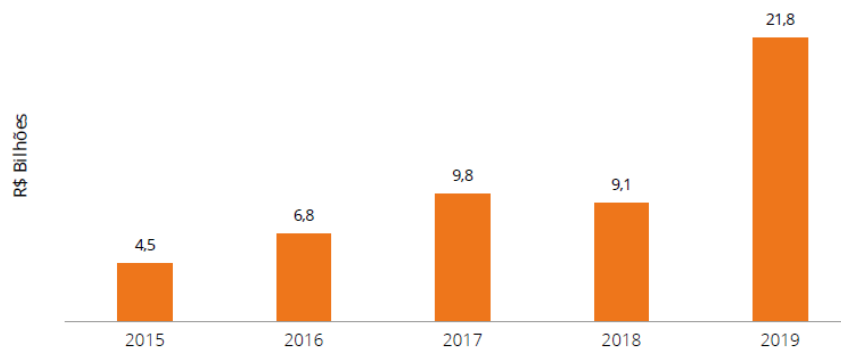
⁷ Fortesec, 2019. Disponível em <https://fortesec.com.br/securitizacao-passo-a-passo/>. Acesso em: 06 out. 2020

⁸ B3 S.A. – Brasil Bolsa Balcão, 2020. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm. Acesso em: 06 out. 2020

Nos últimos anos, as emissões CRIs no Brasil tiveram crescimento exponencial. No Brasil, estamos vivendo um novo momento estrutural monetário, com quedas dos juros em montantes não vistos anteriormente. Em razão disso, muitos investidores buscam formas de realocar seus recursos em oportunidades que tenham maior retorno, mesmo que isso signifique aumento do risco. É olhando este momento histórico que vemos que o mercado de CRI apresenta-se como alternativa relevante, tanto como oportunidade de captação de recursos para empreendedores do ramo imobiliário, quanto para investidores que buscam oportunidades diferenciadas e de confiança nas práticas de governança e transparência destas empresas, resultando em impacto positivo e robusto para o financiamento imobiliário no país⁹.

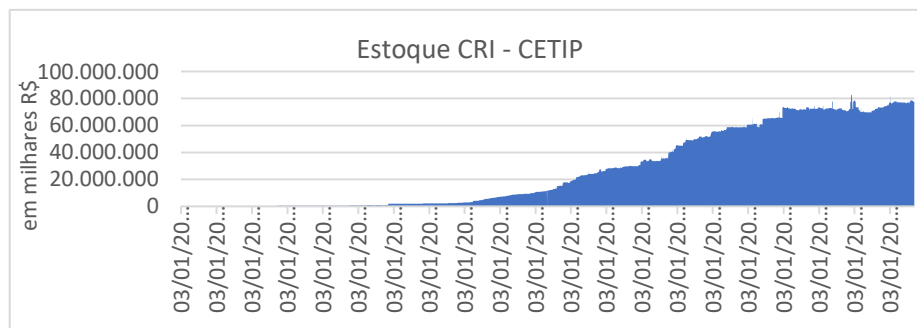
Em 2019 o mercado de CRI atingiu um novo recorde histórico em emissões, alcançando R\$ 21,8 bilhões¹⁰, conforme análise abaixo disponibilizada pela Uqbar.

Figura 2 – Volume emissão de CRIs



Fonte: Uqbar

Atualmente, o estoque de CRIs depositados na B3 chegou a mais de R\$ 80 bilhões, como podemos ver na evolução abaixo:



Fonte: CETIP

⁹ ANUÁRIO UQBAR: CRI 2020. São Paulo: Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada, 2020
¹⁰ RAGAZZI, Ana Paula. Emissão de CRI alcança volume recorde em 2019. Valor Econômico, 15 jan. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/01/15/emissao-de-cri-alcanca-volume-recorde-em-2019.ghtml>.

Apesar do cenário atual de pandemia de COVID-19, em que o mercado se mostrou incerto e reticente a respeito do futuro, as taxas de juros já vinham em decréscimo. Este cenário de juros em queda eleva a procura por investimentos no mercado de capitais, em especial na securitização de crédito, buscando maior retorno em relação ao risco.

Pelo tratado até aqui, podemos entender que a securitização de recebíveis e a regulamentação da emissão de CRIs veio reforçar o financiamento empresarial por meio do mercado de capitais. Desconsiderando a institucionalização da securitização de recebíveis como forma de financiamento empresarial, um empreendimento somente seria financiado no Brasil por meio recursos públicos ou por bancos privados. Visando incentivar o mercado imobiliário, estimulando vendas e a construção de novos projetos, a securitização surge como alternativa atrativa e vem há algum tempo ganhando força no mercado.

2. A DEFINIÇÃO DO LASTRO

Após tratarmos sobre a securitização de créditos e a emissão de CRIs como forma de financiamento empresarial, um importante ponto a ser tratado, e que vem evoluindo com o passar dos anos e com a criação de diferentes estruturas para referidas emissões, é a definição do crédito imobiliário passível de ser utilizado como lastro para cada um dos CRIs, conforme trataremos a seguir.

2.1. Evolução do conceito de crédito imobiliário

A Lei 9.514/97, ao trazer a definição dos CRIs em seu artigo 6º, dispôs como uma das características o fato de ser lastreado em créditos imobiliários. Ocorre que, esta mesma lei não trouxe a definição do que seria um crédito imobiliário e o que um crédito deve conter para que seja definido desta forma, perdendo o legislador a oportunidade de delimitar com segurança os créditos elegíveis.

No nosso ordenamento jurídico não conseguimos encontrar a conceituação clara de quais seriam os créditos imobiliários elegíveis para securitização, o que gera diversas dúvidas no momento de definição do lastro para emissão dos CRIs. Esta incerteza é prejudicial para o mercado de capitais.

Em uma análise inicial do termo “crédito imobiliário” apto para securitização, levando em consideração as possibilidades de garantias fundadas em imóveis definidas pelo ordenamento jurídico brasileiro, poderíamos dizer que este seria apenas resultado de operações que envolvam alienação fiduciária de um imóvel, hipoteca ou anticrese.

Por outro lado, para fins de securitização, Melhim Namem Chalhub entende que são suscetíveis quaisquer créditos imobiliários, pelos quais se constituam créditos vinculados a direito real imobiliário¹¹.

Seguindo este entendimento de Melhim Namem Chalhub, em uma definição do conceito de crédito imobiliário de forma ampla, todo crédito vinculado a direito real imobiliário poderia ser objeto de securitização:

Com efeito, a expressão crédito imobiliário pode ser entendida

¹¹ 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 out. 2020.

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 10 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.¹²

Com o crescente questionamento a respeito da definição de crédito imobiliário para as emissões de CRI, o Colegiado da CVM, no âmbito de processos administrativos e consultas públicas recebidas, proferiu decisões em que houve a definição de crédito imobiliário. Em um primeiro momento, a definição de crédito imobiliário era restrita àqueles provenientes de contratos de venda e compra de bens imóveis.

A primeira evolução relevante das decisões da CVM ocorreu no ano de 2002, quando foi decidido que os aluguéis oriundos de contrato de locação registrado poderiam ser considerados como créditos imobiliários, para efeito de securitização (Processo RJ 2001/1981, decidido em 14.05.2002). Em 2003, o órgão analisou novamente esta questão, entendendo que o crédito imobiliário que poderia servir de lastro ao CRI seria aquele proveniente da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel, mas não aquele que representasse uma dívida tomada para investimento em imóvel (Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003).

O Colegiado da CVM reconhece que um crédito é considerado imobiliário conforme sua origem ou sua destinação, sendo que o conceito de crédito imobiliário por destinação foi aprovado pela CVM após 2013, quando foi emitido o primeiro CRI por destinação, conforme veremos a seguir.

2.2. Crédito imobiliário por origem e por destinação

O crédito considerado como imobiliário por origem é aquele que não se exige uma análise profunda para que seja identificado, ele nasce sendo um crédito

¹² CHALHUB, Melhim Namem. Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais. Estudos e Pareceres. Rio de Janeiro. Renovar, 2012. p. 491.

imobiliário por provir da exploração de um imóvel ou de sua compra, ou seja, é claramente resultado de obrigações relacionadas diretamente a um negócio imobiliário, como por exemplo o financiamento da compra de um imóvel¹³.

Já o crédito imobiliário por destinação é aquele que, mesmo não sendo resultado da exploração direta de um imóvel, é destinado ao desenvolvimento de atividades do setor imobiliário, como por exemplo a construção de um imóvel, sendo necessária a comprovação de sua destinação.

Em um primeiro momento, conforme Deliberação CVM nº 772, de 7 de junho de 2017, a aprovação da CVM para operações envolvendo crédito imobiliário por destinação era atribuída apenas às operações de emissão de CRI por companhia aberta comprovadamente atuante no setor imobiliário¹⁴, sendo as decisões nestes sentidos proferidas nos casos das ofertas públicas de distribuição de CRI lastreados em debêntures de emissão de Cyrela Brasil Realty S.A. Empreendimentos e Participações, de Aliansce Shopping Centers S.A. e de Direcional Engenharia S.A. (tratados respectivamente no âmbito dos Processos CVM nºs 19957.000587/2016-51, 19957.009281/2016-61 e 19957.001682/2017-53), cujos recursos seriam destinados à construção, reforma e ampliação de empreendimentos imobiliários específicos.

A ampliação deste conceito ocorreu com o Processo CVM SEI nº 19957.010578/2017-50, que discutia 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. Neste caso, entendeu-se como possível a extensão do conceito admitido no caso Cyrela acima descrito, levando em consideração que o simples fato de o fluxo de pagamentos do CRI não estar relacionado aos imóveis lastro, mas ao fluxo de caixa do devedor (mesmo não sendo uma empresa do setor imobiliário), não deve ser impeditivo à

¹³ BELLINI JUNIOR, Luis Carlos. SAID, Marcelo Cosac. Créditos imobiliários para fins de emissão de certificado de recebíveis imobiliários, 01 nov. 2018. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/cri/jornal/opiniao/13559-creditos-imobiliarios-para-fins-de-emissao-de-certificado-de-recebiveis-imobiliarios>. Acesso em 06 out. 2020

¹⁴ I – Delegar competência à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários para apreciar pedidos de dispensa dos requisitos previstos pelos incisos I e II do art. 6º da Instrução CVM nº 414/04, em ofertas públicas de distribuição de CRI lastreados em créditos considerados imobiliários pela sua destinação, realizadas no âmbito da Instrução CVM nº 400/03, desde que sejam observadas no caso concreto as características consideradas nos precedentes supramencionados como suficientes para justificar a referida dispensa, quais sejam: (i) o lastro dos CRI seja constituído por créditos imobiliários devidos pelo seu emissor independentemente de qualquer evento futuro; (ii) o emissor dos créditos imobiliários que constituem o lastro dos CRI seja companhia aberta; (iii) a companhia emissora dos títulos que constituem o lastro dos CRI seja atuante no setor imobiliário, conforme consta de seu estatuto social [...].

emissão de CRI, desde que lastreado por crédito imobiliário (caracterizado pela destinação dos recursos) e desde que haja efetivo direcionamento dos recursos aos imóveis objeto da emissão.

É muito importante termos clara a diferenciação entre as duas formas de caracterização do crédito imobiliário, conforme definidas acima, em especial quando tratamos a respeito da emissão de um CRI, tendo em vista que, caso estejamos diante de uma emissão lastreada em crédito imobiliário por destinação, será exigida a comprovação de utilização dos recursos decorrentes da captação via título de dívida que lastreará a emissão (que poderão ser debêntures ou cédulas de crédito bancário, além de outros contratos e títulos de dívida).

2.3. Decisões recentes – Home Equity e Reembolso de Despesas

As decisões mais recentes proferidas pelo colegiado da CVM são bastante importantes para a evolução do conceito de crédito imobiliário passível de ser considerado lastro para a emissão de CRI. A primeira foi proferida no processo SEI nº 19957.008927/2017-73 que discutia o pedido de registro de oferta pública de distribuição de CRI da CM Capital Markets DTVM¹⁵, decorrente de operações intituladas pelo mercado como “*home equity*”, uma modalidade de empréstimo com garantia imobiliária de alienação fiduciária, que permite à instituição financeira cobrar juros mais baixos e possibilitar o pagamento em um prazo maior, ainda que os recursos não sejam destinados a qualquer atividade imobiliária.

No referido processo, em decisão bastante inovadora em relação ao que vinha sendo decidido anteriormente, o colegiado da CVM entendeu por maioria dos votos, e divergindo de sua área técnica, que os instrumentos particulares de empréstimo com pacto adjeto de alienação fiduciária de imóvel em garantia podem ser considerados lastro para emissão de CRI, julgando estes como crédito imobiliário na sua origem. Esta decisão foi baseada no fato de que o proprietário tira proveito econômico do seu imóvel mediante a outorga da garantia real para obter recursos a custos reduzidos, e que existe vinculação entre a garantia e a satisfação do crédito.

¹⁵ CVM. Processo nº 19957.010578/2017-50. Memorando nº 65/2017- CVM/SRE/GER-1, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoaes/anexos/2017/20171212/0869.pdf>. Acesso em 06 out. 2020

Este entendimento levou em consideração que a Resolução 4.598/2017 do Conselho Monetário Nacional, a qual regulamentou a Letra Imobiliária Garantida (LIG), e a Circular 3.614 do BCB, que regulamentou a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), qualificam empréstimos por possuírem a garantia de imóveis como créditos imobiliários, não tendo identificado riscos aos investidores ou ao mercado de capitais. Já a área técnica defendeu que este modelo de empréstimo não se enquadraria como crédito imobiliário em sua origem (por não ser decorrente de exploração ou financiamento do imóvel) e nem em sua destinação (sem previsão de direcionamento dos recursos captados para investimento no setor imobiliário).

A segunda decisão recente, e extremamente importante para as emissões de CRI, foi proferida no âmbito de consulta à CVM formulada pela XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. em 16 de fevereiro de 2017, objeto do processo SEI nº 19957.001522/2017-1217. Em decisão inovadora, o Colegiado autorizou a emissão de CRI que tenham como lastro crédito imobiliário por força de sua destinação de recursos associada ao reembolso de despesas de natureza imobiliária, incorridas em momento anterior ao da emissão do CRI.

Referida consulta explorou o conceito do artigo 1º, § 1º-B, VI da Lei nº 12.431/11 de 24 de junho de 2011, estabelecendo como premissa para este tipo de operação que as despesas imobiliárias objeto de reembolso abrangeriam apenas aquelas que tenham sido incorridas em data igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da oferta pública dos CRI.

Pela manifestação de voto da Diretora Flavia Sant'Anna Perlingeiro, acompanhado pela unanimidade dos membros do Colegiado, ficou autorizada a emissão de CRI que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas de natureza imobiliária de per si e predeterminadas, diretamente atinentes a aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, desde que: (i) sejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento das despesas, a especificação individualizada dos imóveis vinculados aos quais as despesas se referem e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula; (ii) tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRIs; e (iii) sejam objeto

de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem tais despesas¹⁶.

Importante ressaltar que a CVM, na referida consulta, determinou que é de responsabilidade do agente fiduciário a verificação quanto ao cumprimento destes requisitos, incluindo a averiguação das notas fiscais, escrituras e comprovantes aplicáveis.

Por todo o exposto até aqui, podemos notar que a ausência de definição objetiva do que é de fato considerado crédito imobiliário no nosso ordenamento pátrio, especialmente visando securitização, gera insegurança jurídica aos envolvidos neste mercado, que deverão se valer das decisões proferidas pelo Colegiado da CVM em consultas específicas, baseadas em casos concretos de estruturas de CRI.

Uma vez que, em geral, as consultas são realizadas após a estruturação de cada uma das operações, vemos uma onerosidade excessiva de todos os envolvidos (tanto do empreendedor quanto dos prestadores de serviços contratados) em cada uma das operações, dado que deverão aguardar a decisão dos órgãos reguladores, em especial do Colegiado da CVM, que se dará com base na análise dos argumentos e fundamentos apresentados. Esta onerosidade não se fundamenta somente no alto custo envolvido nas emissões, mas considera extenso prazo de análise de cada um dos casos pelo Colegiado, gerando expectativas para cada um dos envolvidos, além do risco de ter seu pedido indeferido.

Por fim, entendemos que esta questão seria solucionada mediante a regulamentação do conceito de crédito imobiliário de forma clara e efetiva pelos órgãos reguladores, colacionando todos os entendimentos até hoje proferidos e aprofundando a análise de outras possibilidades de securitização e emissão de CRIs além das que foram trazidas no presente estudo, de forma a cumprir com o objeto de incentivar a realização de operações no mercado financeiro e de capitais, estimulando o desenvolvimento do mercado imobiliário e o financiamento empresarial mediante a securitização de créditos.

¹⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Processo Administrativo nº 19957.001522/2017-12, Diretora Flávia Perlingeiro. Rio de Janeiro, 2 jul. 2019, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190702/1365DFP.pdf>. Acesso em: 06 out. 2020

CONCLUSÃO

Ao longo do presente estudo, apresentamos a evolução da securitização de créditos no Brasil e a emissão de CRIs como forma alternativa e relevante de financiamento empresarial. Em razão dos sinais de retomada do mercado imobiliário, e da queda das taxas de juros, a captação de recursos por meio do mercado de capitais mostrou grande crescimento nos últimos anos.

Iniciamos com a contextualização da securitização e legislação aplicável às operações, analisando os conceitos estruturais e legislativos, evoluindo para demonstrar seus benefícios tanto para os empreendedores quanto para os investidores deste mercado. Além disso, buscamos demonstrar a forma de emissão dos CRIs, passando por uma breve análise deste mercado por meio da análise dos indicadores mais relevantes.

Com esta análise e contextualização, pretendeu-se explicar o processo de estruturação das operações de emissão de CRI, passando pela securitização de créditos, concluindo que se trata de forma de financiamento empresarial ainda em crescimento, mas bastante relevante.

Uma vez que para a securitização e emissão de CRIs é necessária a definição de crédito imobiliário apto a ser definido como lastro, e dado que não há atualmente um conceito positivado pelo ordenamento jurídico pátrio, a partir do segundo capítulo buscamos trazer a evolução do entendimento doutrinário a respeito da definição deste conceito, bem como as mais recentes decisões do Colegiado da CVM, como autarquia reguladora do mercado de capitais.

Com esta análise, pudemos notar que este conceito está em constante transformação desde a criação da Lei nº 9.514/97, tendo as operações de securitização de recebíveis e emissão de CRI contribuído para que as mais diversas análises e decisões fossem tomadas. Estas operações se tornaram cada vez mais complexas e estruturadas, buscando os órgãos reguladores trazer segurança jurídica a todos os envolvidos neste mercado.

Por todo o exposto neste estudo, conclui-se que esta ausência de definição objetiva do que é de fato considerado crédito imobiliário no nosso ordenamento pátrio, especialmente visando securitização, pode trazer insegurança jurídica aos envolvidos neste mercado, e que muitas vezes fica a cargo da CVM decidir levando em

consideração operações já estruturadas, baseadas em casos concretos de estruturações de CRI.

Entendemos, assim, que esta questão seria solucionada mediante a regulamentação do conceito de crédito imobiliário de forma clara e efetiva pelos órgãos reguladores, analisando toda a evolução deste conceito desde o início da estruturação destas operações, aprofundando a análise de outras possibilidades de securitização e emissão de CRIs, de forma a cumprir com o objeto expandir e consolidar o mercado de capitais como forma de financiamento e captação de recursos para o desenvolvimento do mercado imobiliário.

REFERÊNCIAS

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

ARAUJO, Tatiana Scarparo. **Certificados de Recebíveis do Agronegócio – Discussão e definição do conceito de lastro do recebível**. Monografia, Insper, 2017.

B3 S.A. – Brasil Bolsa Balcão, 2020. Disponível em http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-fixa/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm. Acesso em: 06 out. 2020.

BELLINI JUNIOR, Luis Carlos. SAID, Marcelo Cosac. **Créditos imobiliários para fins de emissão de certificado de recebíveis imobiliários**, 01 nov. 2018. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/cri/jornal/opiniao/13559-creditos-imobiliarios-para-fins-de-emissao-de-certificado-de-recebiveis-imobiliarios>. Acesso em 06 out. 2020.

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

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

CHALHUB, Melhim Namem. **Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais**. Estudos e Pareceres. Rio de Janeiro. Renovar, 2012.

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

CVM. Processo CVM 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/decisoes/2018/20180116_R1/20180116_D0894.html.

CVM. Processo CVM nº 19957.001522/2017-12. Memorando nº 42/2019-CVM/SER/GER-1, disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190702/1365DFP.pdf>.

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

FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas**. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012.

FORTESEC, 2019. Disponível em <https://fortesec.com.br/securitizacao-passo-a-passo/>. Acesso em: 06 out. 2020.

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

JUNQUEIRA NETO, Ruy de Mello. **Breves considerações sobre a securitização de recebíveis**, jun. 2019 Disponível em: <https://jus.com.br/artigos/74815/breves-consideracoes-sobre-a-securitizacao-de-recebiveis>. Acesso em: 06 out. 2020.

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.

RAGAZZI, Ana Paula. Emissão de CRI alcança volume recorde em 2019. **Valor Econômico**, 15 jan. 2020. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/01/15/emissao-de-cri-alcanca-volume-recorde-em-2019.ghtml>.