

INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
LL.M. DIREITO DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS
DANIEL DE ABREU RIBEIRO

**O CONTEXTO DAS LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS COMO NOVIDADE
NO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO**

SÃO PAULO

2018

INSPER INSTITUTO DE ENSINO E PESQUISA
LL.M. DIREITO DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS
DANIEL DE ABREU RIBEIRO

**O CONTEXTO DAS LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS COMO NOVIDADE
NO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO BRASILEIRO**

Trabalho de Conclusão de Curso a ser apresentado ao Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, requisito parcial para a conclusão no Programa de Pós Graduação (LLM) em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais. Profa. Orientadora Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque.

SÃO PAULO

2018

RESUMO

As Letras Imobiliárias Garantidas (LIG) são títulos de renda fixa de longo prazo, a serem emitidos por instituições financeiras, garantidos por um conjunto de ativos afetados pelo regime fiduciário.

Em vias de serem emitidas no Brasil, as LIG possuem as características de um *covered bond*, instrumento presente em diversos outros países, sobretudo na Europa, reconhecido pela sua garantia dupla: as obrigações pecuniárias são pagas diretamente pelo banco emissor, portanto o investidor conta com a segurança da instituição que emitiu os títulos, e, ainda, são cobertas por uma carteira de créditos imobiliários, que é separada do patrimônio do banco emissor em caso de quebra.

Após a institucionalização da LIG, em 2015, e a publicação da regulamentação básica, em 2017, já se considera autorizada inauguração desse mercado, que deverá ter as primeiras emissões em breve.

A LIG é vista como alternativa aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e às Letras de Crédito Imobiliário (LCI), fontes tradicionais de recursos para o mercado imobiliário, títulos igualmente parte do conjunto de políticas de incentivo aos financiamentos de construção e de aquisição de imóveis.

Além da importância da LIG em função do impacto no sistema imobiliário, por tratar-se de novidade no mercado brasileiro, desperta questionamentos e debates interessantes, motivo pelo qual se acredita necessário que o tema seja estudado e trazido à tona.

<p>Palavras-chave: Letras Imobiliárias Garantidas. <i>Covered bonds</i>. Carteira de ativos. Regime fiduciário. Mercado de crédito imobiliário. Certificados de Recebíveis Imobiliários. Letras de Crédito Imobiliário.</p>
--

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABECIP	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança
ABRAINCO	Associação Brasileira de Incorporadoras Imobiliárias
AF	Agente Fiduciário
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais
BACEN	Banco Central do Brasil
BB	Banco do Brasil
BC	Banco Central do Brasil
CB	<i>Covered Bonds</i>
CDI	Certificado de Depósito Interbancário
CEF	Caixa Econômica Federal
CMN	Conselho Monetário Nacional
CRI	Certificado(s) de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
FGC	Fundo Garantidor de Crédito
FGTS	Fundo de Garantia do Tempo de Serviço
IRPF	Imposto de Renda sobre Pessoa Física
LCI	Letra(s) de Crédito Imobiliário
LIG	Letra(s) Imobiliária(s) Garantida(s)
S/A	Sociedades Anônimas
SFI	Sistema Financeiro Imobiliário
SFH	Sistema Financeiro da Habitação

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	6
1 COVERED BOND – O MODELO ESTRANGEIRO.....	9
2 LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA – A ROUPAGEM DO COVERED BOND NO BRASIL.....	14
3 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMBOLIÁRIOS E LETRA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO – OS VETERANOS DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO NACIONAL.....	24
4 RELACIONANDO AS LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS AOS INSTITUTOS PARADIGMAS	32
CONCLUSÃO	37
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	37
NORMAS	44
PÁGINAS ELETRÔNICAS	46

INTRODUÇÃO

Em 19 de janeiro de 2015, foi sancionada e publicada a Lei federal nº 13.097, que, dentre diversas providências, instituiu um novo instrumento de captação de crédito pelas instituições financeiras, a Letra Imobiliária Garantida (LIG), conforme dirimem os seus artigos 63 a 98 (Capítulo IV).

Posteriormente, em 29 de agosto de 2017, o Conselho Monetário Nacional (CMN) regulamentou a LIG mediante a Resolução 4.598, documento que pode ser considerado a providência normativa estrutural para a efetiva disponibilização das primeiras LIG aos investidores brasileiros.

Define-se a LIG como um título de crédito nominativo, emitido por instituição bancária, garantido por carteira de ativos predominantemente imobiliários, submetida ao regime fiduciário, mecanismo jurídico pelo qual os ativos afetados ficam virtualmente apartados do patrimônio da garantidora, facilitando sua destinação ao pagamento das obrigações vinculadas em caso de inadimplemento.

A criação da LIG é justificada pela diversificação de meios de financiamento do setor imobiliário – que já contava com as Letras de Crédito Imobiliário (LCI)¹ e com os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI)², além de subsídios governamentais e recursos da poupança.

Até a data de conclusão deste artigo, ainda não houve nenhuma emissão de LIG no mercado, dado que os entes envolvidos ainda estão em processo de assimilação das normas, idealizando a concretização dos procedimentos exigidos pela regulamentação e estudando o mercado. Apesar do estágio, há muita expectativa positiva de grande parte dos *players* atuantes no mercado de crédito

¹ Letra de Crédito Imobiliário é um título de crédito nominativo, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, com garantia do Fundo Garantidor de Crédito, de emissão exclusiva de instituições financeiras autorizadas pelo BACEN. Fonte: BANCO DO BRASIL. Disponível em <<http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/voce/produtos-e-servicos/investimentos/investimentos-de-curto-prazo-e-baixo-risco/lci#/>> (acesso em 26/02/2018).

² O Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI) é um título que gera um direito de crédito ao investidor. Ou seja, o mesmo terá direito a receber uma remuneração (geralmente juros) do emissor e, periodicamente, ou quando do vencimento do título, receberá de volta o valor investido (principal). Do ponto de vista do emissor, o CRI é um instrumento de captação de recursos destinados a financiar transações do mercado imobiliário e é lastreado em créditos imobiliários, tais como: financiamentos residenciais, comerciais ou para construções, contratos de aluguéis de longo prazo etc. Fonte: BM&F BOVESPA. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm> (acesso em 26/02/2018).

imobiliário. Por exemplo, a ABECIP³, segundo a qual, a LIG “tende a ser opção mais segura e acessível em relação a outras modalidades de investimento com lastro no setor imobiliário (...)”. Ainda, de acordo com a associação, a LIG apresenta dois grandes benefícios de destaque: “além da segurança da instituição que emitiu os títulos, a aplicação é coberta por uma carteira de créditos imobiliários, que fica separada do patrimônio do banco”.

No mercado europeu, consolidou-se o modelo de indução do financiamento imobiliário através dos *covered bonds* (CB), que são títulos cujo formato inspirou a criação da LIG, já que contam com carteira de ativos, destacadas do patrimônio do emissor, constituídas com o objetivo de garantir o pagamento das LIG, sobretudo num cenário de fragilidade da instituição emissora.

No presente artigo, pretende-se analisar aspectos gerais da LIG, mediante a definição de sua natureza jurídica, a descrição das características principais, e a fixação de sua aplicabilidade. Além disso, pretende-se estabelecer uma conexão da LIG com os *covered bonds*, bem como traçar um paralelo com o CRI e à LCI, que são títulos de argumento imobiliário já consolidados no mercado de crédito imobiliário nacional.

Como é possível notar, a LIG é o objeto central deste trabalho, portanto, será considerado atingido o objetivo uma vez explorados atributos que definem a segurança jurídica da LIG enquanto investimento, pontuando a forma, os requisitos e aspectos financeiros, por exemplo.

Como esse produto bancário é uma novidade no Brasil, a doutrina que o estuda está ainda em fase de enriquecimento, com a contribuição de diversos profissionais e entusiastas do produto, como advogados, bancários, agentes fiduciários, jornalistas e instituições como a ANBIMA⁴, securitizadoras, distribuidoras

³ Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, sociedade civil de direito privado, sem fins lucrativos, representante do setor financeiro de crédito imobiliário. A citação colacionada no texto foi recortada da publicação intitulada “Novo título imobiliário tem isenção no Imposto de Renda e prazo de 2 anos”, datada de 04/09/2017. Fonte: ABECIP. Novo título imobiliário tem isenção no Imposto de Renda e prazo de 2 anos. São Paulo, 2017. Disponível em <<https://www.abecip.org.br/imprensa/abecip-na-midia/novo-titulo-imobiliario-tem-isencao-no-imposto-de-renda-e-prazo-de-2-anos>> (acesso em 27/03/2018).

⁴ Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, que representa as instituições do mercado de capitais brasileiro. Entre seus associados (associação voluntária), estão bancos comerciais, bancos múltiplos e bancos de investimento, empresas de gestão de ativos, corretoras, distribuidoras de valores mobiliários e gestores de patrimônio. Além da atividade de representação, a ANBIMA atua como entidade autorreguladora voluntária, através de Códigos de Regulação e Melhores Práticas. Fonte: ANBIMA. Disponível em <www.anbima.com.br> (acesso em 28/02/2018).

de títulos e valores mobiliários e o Banco Central do Brasil (BACEN). Eis uma das principais motivações para o desenvolvimento deste texto, e a produção de debates, artigos, revistas, apresentações e publicações diversas têm sido fonte muito importante para o conhecimento ora desejado – além da legislação e regulamentação incidentes.

Por outro lado, os *covered bonds* são objeto já bastante observado, amplamente estudado pelas ciências jurídica e econômica, dentro e fora do Brasil. Sendo assim, todo o material encontrado sobre o CB foi considerado bastante oportuno, não somente para a compreensão de nuances identificadas na LIG, como também para contextualizar o estudante a respeito do que o legislador brasileiro pretendeu ao instituir essa estrutura de investimento.

A fim de enriquecer o trabalho, considerou-se pertinente estabelecer também um paralelo entre LIG, CRI e LCI – esses dois últimos, produtos bancários que têm fundamento imobiliário e já estão consolidados no mercado brasileiro. Não se trata de esmiuçar o mercado de financiamento imobiliário como um todo, nem mesmo de destrinchar no detalhe o CRI e a LCI. Trata-se de destacá-los como “pares” da LIG, e fixar noções gerais a respeito, oferecendo mais informações à linha de raciocínio de que a LIG veio para somar-se ao sistema de financiamento de aquisição e construção de imóveis.

De antemão se esclarece, também, que não serão abordadas estratégias mercadológicas, dados empíricos e estatísticas de mercado relacionados à LIG, tampouco os resultados práticos. Isso porque, como dito, nenhuma LIG foi disponibilizada ao mercado, então não haveria fonte de dados para tanto.

Em síntese, a proposta é entender o que é LIG, quais suas características e potencialidades, em compasso com as expectativas relacionadas à sua emissão. Adicionalmente, pretende-se organizar informações que suportem discussões a respeito do tema e, por fim, encorajar a reflexão sobre as possíveis vantagens do produto.

1 **COVERED BOND – O MODELO ESTRANGEIRO**

Quando o assunto é mercado internacional de crédito calcado em títulos decorrentes do financiamento imobiliário, representam grande referência de investimento os *covered bonds*, ferramenta de captação de recursos pelos bancos, canalizados para o abastecimento do crédito especializado e fomento à indústria imobiliária.

O sustentáculo do CB é a constituição de uma carteira de ativos, ou *cover pool*, que visa a garantir as obrigações pecuniárias atribuídas ao emissor, isto é, os ativos que compõem essa carteira podem ser acessados como meio de satisfação alternativa do crédito dos investidores titulares dos papéis, caso a instituição emissora não o faça espontaneamente.

Objeto principal do trabalho desenvolvido por Isabella Fonte Boa Rosa Silva, os *covered bonds* são por ela definidos da seguinte forma:

Os *covered bonds* são instrumentos de dívida, garantidos por financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais (com garantia real dos imóveis), empréstimos ao setor público ou financiamentos garantidos por navios. Esse conjunto de ativos utilizados como garantia dos títulos é denominado *cover pool*, referenciado neste trabalho como pool de ativos. Os investidores dos *covered bonds* possuem preferência em relação aos ativos do *cover pool*, em caso de insolvência da instituição emissora. Na perspectiva do emissor, o *covered bond* é qualificado como dívida e em grande parte é considerado instrumento financeiro de captação de longo prazo.⁵

Os *covered bonds* são papéis originados e difundidos no continente europeu, há mais de 200 anos. Segundo Júlio César Carneiro, o primeiro a ser emitido, na Prússia, é datado de 1770. Após períodos relativamente longos, foram emitidos títulos na Dinamarca (1797), na Polônia (1825) e na França (1852). Nos primórdios, foram aplicados no financiamento da agricultura, mas, posteriormente, sua aplicabilidade se estendeu para o financiamento imobiliário, para moradia ou atividade comercial, tendo se popularizado no final do Século XIX⁶.

Grande parte dos países europeus adotou o *covered bond*. Alguns deles aperfeiçoaram o sistema criando legislação específica para regulamentar a emissão

⁵ SILVA, Isabella Boa Fonte Rosa. Covered Bond: Alternativa de funding para o mercado imobiliário brasileiro? São Paulo: III Prêmio Abecip de Monografias em Crédito Imobiliário e Poupança, 2010. p.4

⁶ CARNEIRO, Júlio César Paranatinga. Covered Bond: uma opção para o Brasil? – Papéis instrumentalizam financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais, com garantia real dos próprios imóveis. São Paulo, 2010.

Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/cc/article/viewFile/23612/22369>> (Acesso em 28/02/2018). p.1

dos títulos, reforçar a segurança jurídica do instrumento, sobretudo protegendo o investidor e, por via oblíqua, estimulando a concessão de financiamentos imobiliários, já que as instituições poderão usar os recebíveis para facilitar a captação de novos recursos.

Em regra, os ativos objetos da garantia vinculada aos títulos são especificados no momento da emissão, ou atualizados com periodicidade contratual, e protegidos pelo regime fiduciário, evitando que, na hipótese de insolvência da emissora, não haja disponibilidade de recursos para pagar os detentores dos títulos e eventuais despesas relacionadas.

Embora a maioria dos sistemas financeiros da Europa tenha incorporado os CB, não existe uma unidade continental quanto à normatização e à operacionalização.

A opção normativa aplicável à emissão dos papéis é definida pela regulamentação de países, sendo mais comuns o modelo *legislation framework* e o modelo *structured framework*. O primeiro modelo decorre de maior controle estatal no estabelecimento de regras para a emissão do título, mediante entabulamento de leis e/ou resoluções, e a criação de mecanismos de controle das garantias e de veículos de reporte às autoridades. Normalmente, o modelo do *legislation framework* é adotado em praças em cujo mercado os *covered bonds* funcionam há mais tempo, onde a prática pôde ser observada e aprimorada com o refinamento regulatório. Já o segundo, o *structured framework*, investe no poder das partes de estabelecer as regras da emissão através de contratos – esse modelo é mais comumente observado em mercados de *covered bonds* mais recentes.

Isabella Silva apurou que “muitos países aprimoraram as legislações já existentes, de forma a garantir maior segurança jurídica ao instrumento e conseqüentemente aumentar a base de investidores”⁷, sendo, portanto, crescente a tendência de uma regulação mais forte, e que quanto mais maduras as legislações aplicáveis aos mercados consolidados, maior a tendência de expansão dos *covered bonds*, não somente na Europa.

Como destacado, a característica mais relevante do CB é seu atrelamento a um *pool* de créditos oriundos do financiamento imobiliário, que fazem o papel de garantia da operação. Importante observar: trata-se de uma forma que a instituição

⁷ SILVA, Isabella Boa Fonte Rosa. Op. cit. p. 4

emissora tem ao seu dispor de utilizar a carteira de créditos de que é beneficiária na captação de novos recursos. Isso porque, embora mantidos na carteira – ao contrário de uma securitização⁸ –, os créditos empregados no *pool* garantidor, quando conferem credibilidade aos *covered bonds*, tornam o título atrativo e, portanto, valioso produto do mercado financeiro. É nesse sentido que, se a instituição emissora é reconhecida por sua solidez e está capitalizada, acomodar os ativos numa carteira garantidora pode ser estratégia mais rentável que securitizá-los.

Por sua vez, os ativos que compõem o *covered pool* reúnem também uma série de atributos. Dentre as principais, segundo Carneiro:

- I - O emissor é uma instituição de crédito sujeita à supervisão e regulação de uma entidade pública, ou seja, estão sujeitas a padrões e normas relacionadas com gerenciamento de riscos de crédito, de mercado, operacional e de liquidez;
- II - os ativos do *cover pool* são blindados, ou seja, em caso de insolvência da instituição de crédito emissora, eles serão usados para pagar os detentores dos bônus antes dos demais credores da instituição;
- III - a instituição de crédito emissora tem a obrigação de garantir que o valor do *pool* de ativos seja igual ou maior que o valor dos *covered bonds* durante todo o tempo de sua maturidade. Para isso, pode ser requerido que ela adicione mais ativos ao *pool* para compensar os vencidos e os inadimplentes;
- IV – as obrigações e responsabilidades da instituição de crédito com relação ao *pool* de ativos são supervisionadas por um órgão público ou por um organismo privado independente.⁹

Verifica-se, portanto, que o beneficiário do título tem uma dupla confiança no adimplemento de seu crédito, isto é, a capacidade econômica em si da instituição emissora, além de um conjunto de ativos que, diante de eventual cenário de estresse, em tese, seriam suficientes para cobrir a dívida existente.

De toda forma, para que o investidor possa se certificar de que a carteira garantidora será efetiva em caso de quebra ou intervenção da emissora, comumente a legislação prevê que a dívida decorrente do *covered bond* não integrará massa concursal de credores gerais da instituição ou os privilegia na ordem de preferência de recebimentos. Além disso, o *pool* de ativos é resguardado de forma apartada do patrimônio da emissora, blindando-se contra eventual arrecadação em massa de quebra.

⁸ De modo resumido, pode-se conceituar securitização como a unificação de direitos creditórios, oriundos de negócios jurídicos diversos, em um único título, com a finalidade de negociá-los no mercado. Conforme se verá adiante, no terceiro capítulo deste artigo, a securitização é um dos elementos que essenciais à emissão e circulação do CRI.

⁹ CARNEIRO, Júlio César Paranatinga. Op. cit. p. 1

Adicionalmente, para que seja evitada a deterioração da carteira durante o prazo dos CB, geralmente são implementados mecanismos de manutenção da suficiência, tais como a exclusão de ativos inadimplentes ou potencialmente inadimplentes; o estabelecimento de padrões de qualidade pagadora dos ativos (por exemplo, a observância de uma *loan-to-value*¹⁰ de cerca de 60% a 80%). A depender da legislação local, existe também a regra da *overcollateralization*, pela qual a avaliação do *pool* garantidor deve ser maior que a estimativa da dívida total dos *bonds* vigentes.

Para que as exigências relativas à qualidade da carteira sejam atendidas, as diretrizes que recaem sobre a emissão devem prever e definir os agentes que serão responsáveis pelo monitoramento dos ativos (órgãos, auditores ou agentes especializados, por exemplo), bem como os métodos de monitoramento, obrigatoriedade de auditoria independente e divulgação dos resultados às partes interessadas. Tais diligências são também importantes para que, diante de eventual reconhecimento de quebra da emissora, a autoridade fiscalizadora, ou o representante da coletividade de credores, possa assumir a administração da carteira de ativos.

Nesse sentido, o texto de Carneiro ilustra e contribui com as informações a seguir:

Em alguns países, essa tarefa de fiscalização especial é atribuída à autoridade pública e a emissão desses títulos tem de ser previamente autorizada por ela. Essa autoridade pública é, em muitos países, o supervisor do sistema financeiro (no caso do Brasil, o Banco Central), em outros, a autoridade de supervisão do mercado de capitais (no caso do Brasil, a CVM) e, em alguns, ambas as autoridades. Essas autoridades públicas nomeiam ou aprovam o monitor do pool de ativos e podem também conduzir aleatoriamente auditorias próprias. Em outros países, especialmente naqueles onde a emissão de *covered bonds* não é regulada por uma legislação específica, a supervisão especial é realizada por um auditor externo, independente, indicado pela instituição financeira emissora ou garantidora que audita o pool de ativos e por um agente fiduciário externo, que tem o objetivo de salvaguardar os interesses dos investidores, de modo que, por exemplo, modificações nas cláusulas contratuais da emissão não possam ocorrer sem o consentimento desse agente fiduciário.¹¹

Assim, tem-se nos *covered bonds* títulos que, atrelados ao investimento imobiliário, permitem à instituição que os emite utilizar sua carteira de créditos

¹⁰ *Loan-to value*: simplificada, trata-se da razão financeira que relaciona o valor do empréstimo ao valor da garantia que é prestada pelo financiado.

¹¹ CARNEIRO, Júlio César Paranatinga. Op. cit. p. 2

decorrentes de financiamento na captação de novos recursos, sem que seja necessário securitizá-los, mediante constituição de um *pool* garantidor dos títulos emitidos. Da perspectiva do investidor que decide comprar um CB, os riscos são bastante reduzidos, principalmente por causa da qualidade das garantias e dos mecanismos de monitoramento das garantias.

Seja pelo formato como é proposto, como pelo histórico, os CB são considerado um produto de sucesso. De acordo com Atkins¹², quando um produto – especialmente de engenharia financeira tão sofisticada – perdura desde o século XVIII, deve haver um bom motivo. Esses títulos são ultra-seguros, respaldados por experiências que datam da Prússia, tiveram momentos de glória após o colapso do Lehman Brothers no final de 2008 – motivo pelo qual o autor considera que o mercado mostrou-se resiliente como fonte de financiamento bancário.

Atualmente, os principais adeptos do *covered bond* são, na Europa, Alemanha, Espanha, Reino Unido, Dinamarca e Ucrânia, além de países como Estados Unidos, Canadá, Austrália e Japão. Nessa esteira surgiu, no Brasil, a intenção de se criar um título que, com características semelhantes aos *bonds*, poderá fomentar a indústria imobiliária e ter aceitação no mercado internacional, disponibilizando fórmulas de investimentos inéditas no país.

¹² ATKINS, Ralph. Europe's 'covered bond' decline is no loss. Athens: Financial Times, 2014. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/7e58e182-1277-11e4-a581-00144feabdc0>>. (Acesso em 10/06/2018)

2 LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA – A ROUPAGEM DO *COVERED BOND* NO BRASIL

Um dos principais elementos da política habitacional do Brasil é o estímulo ao financiamento da aquisição de imóveis, e os organismos governamentais tem papel fundamental nesse sentido, por exemplo, quando define taxas básicas de juros, quando injeta recursos públicos no sistema imobiliário através de subsídios e empréstimos, ou ao regulamentar e controlar a circulação de instrumentos financeiros para a captação do crédito a ser distribuído no mercado imobiliário.

Dentre essas ações de incentivo, os recursos direcionados – empréstimos cujas taxas são subsidiadas, inclusive por meio de utilização de recursos do FGTS – são o principal impulso ao crédito. De acordo com Marcos Garcia Oliveira, economistas e o BACEN apontam os recursos direcionados como um dos maiores motivos para as elevadas taxas de juros no Brasil. Isso porque, segundo explicam, o crédito direcionado teria o condão de reduzir a eficácia da política monetária vigente, fazendo com que o Banco Central determine o aumento das taxas de juros a patamares superiores ao que seria natural, para estancar a demanda e frear a inflação. Por outro lado, haveria um consenso entre os economistas de que a indústria da construção habitacional é dependente do crédito subsidiado, para, através dele, atingir faixas mais pobres da população¹³. Nesse sentido, registra Oliveira:

O vice-presidente de Habitação da Caixa, Nelson Antônio de Souza, também recomenda cuidado com a questão. 'O direcionamento do crédito imobiliário no Brasil decorre da necessidade de as instituições financeiras atuarem junto às políticas públicas do governo federal, diante do elevado déficit habitacional. Para atender à população de baixa renda, o retomo das operações é menor, o que torna a concessão do crédito imobiliário, para esse público, menos atrativa para o investidor, explica. Por isso, diz ele, existe mercado livre em mercados mais maduros, onde o déficit habitacional já está melhor equacionado e a taxa de juros chega a ser inferior à das operações imobiliárias. 'No Brasil ainda existe um dever de casa a ser feito: reduzir expressivamente o déficit habitacional e aguardar a consolidação da queda da taxa de juros de mercado'.¹⁴

Assim contextualizada, a regulamentação de instrumentos de captação de recursos é vista como forma de irrigar o mercado imobiliário, diminuindo a necessidade de captação subsidiada, com impacto positivo nas políticas de

¹³ OLIVEIRA, Marcos Garcia de. Retrato dos Avanços em 2017 – Crédito direcionado em tempos de revisão. In: Revista do Sistema de Financiamento Imobiliário - Nº47. São Paulo: ABECIP, 2018. p. 23

¹⁴ OLIVEIRA, Marcos Garcia de. Op. cit. p.23

controle de inflação. Eis uma das principais bases argumentativas da edição da Lei 13.097/2015, quando introduz a LIG no ordenamento jurídico brasileiro: emplacar no mercado de crédito imobiliário mais uma modalidade de captação. Novamente conforme Oliveira:

De acordo com o presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, a implantação da LIG no mercado brasileiro integra o conjunto de medidas que vêm sendo adotadas com o objetivo de reduzir o custo do crédito por meio da melhoria das garantias e no estímulo à concorrência. Para ele, a LIG "tem o potencial de complementar as fontes tradicionais de recursos para o setor imobiliário, podendo contribuir para o crescimento do crédito nos próximos anos e ampliar a participação de investidores estrangeiros na estrutura de financiamento".¹⁵

A LIG foi editada pela medida provisória 656 de 2014, convertida em lei no ano seguinte, com a publicação da Lei 13.097/15. Quando se analisa essa lei e, principalmente, a sua regulamentação via Resolução 4.598/17 do CMN, verifica-se que as letras imobiliárias garantidas foram instituídas no Brasil seguindo a mesma lógica dos *bonds* que foram difundidos na Europa.

A lei de 2015 define LIG como "título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário" (art. 63), consistente em uma "promessa de pagamento em dinheiro e será emitida por instituições financeiras, exclusivamente sob a forma escritural, mediante registro em depositário central autorizado pelo Banco Central do Brasil" (art. 64).

O Código Civil Brasileiro, por sua vez, conceitua título de crédito como "documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei" (art. 887). Na realidade, importa a existência de um crédito efetivo, sendo o título uma cártula documental que facilita ao credor fazer prova, executar e transferir esse crédito. É, pois, instrumento físico que facilita a mobilização de riqueza e circulação de crédito. Diante da dinâmica tecnológica recente, especialmente nas duas últimas décadas, a materialidade do título tornou-se dispensável, caso as funções do papel possam ser exercidas eletronicamente. Assim são os títulos escriturais, cujos créditos têm suas características registradas em sistema, e que podem ser liquidados ou transferidos mediante utilização do próprio sistema. A esse respeito, discorre Débora Oliveira:

A partir daí é indiscutível concluir que todo documento eletrônico, devidamente assinado por um certificado digital válido, o qual respeite a legislação brasileira em vigor, tem o condão de substituir o instrumento

¹⁵ OLIVEIRA, Marcos Garcia de. Op. cit. p. 23

físico, de maneira a equivaler à materialização do título de crédito em ambiente virtual.

A esse processo evolutivo do Direito Cambiário deu-se o nome de *desmaterialização dos títulos de crédito*, ou seja, avanço doutrinário e legislativo no sentido de se permitir a emissão de títulos a partir de caracteres criados por computador ou meio magnético equivalem, constantes da escrituração do emitente.

Tudo em consonância à autorização trazida pelo artigo 889, § 3º, do Código Civil que dispensou a incorporação do documento em meio físico.¹⁶

De acordo com a Resolução CMN 4.598/17, a letra pode ser emitida por bancos múltiplos; bancos comerciais; bancos de investimento; sociedades de crédito, financiamento e investimento; caixas econômicas, companhias hipotecárias; e associações de poupança e empréstimo. Quanto ao beneficiário desse título de crédito, isto é, o credor para quem a instituição financeira emitirá o papel, a legislação determina que pode ser tanto pessoa jurídica como pessoa física, beneficiando o segundo com isenção de imposto de renda sobre a remuneração a que fizer jus por ser titular da LIG. O estímulo ao mercado imobiliário, que marca a estrutura do produto, é observado quando a legislação exige constituição de garantia de perfil imobiliário, não tendo sido editada, até o momento, regra que vincule a utilização do recurso captado na venda das LIG.

Quanto ao aspecto financeiro ou pecuniário, como se extrai do artigo 6º da Resolução CMN 4.598/17, tem-se que a remuneração da LIG pode ser baseada em taxa de juros fixa ou flutuante, combinadas ou não, bem como em outras taxas, desde que de conhecimento público e regularmente calculadas. É admitida a atualização do valor nominal com base em índice de preços ou variação cambial, desde que seja de conhecimento público e regularmente calculado. Importante observar que dependendo dos critérios de remuneração previstos no Termo de Emissão, a LIG permite gerar valor de resgate inferior ao valor de sua emissão. Se a LIG não for inferior a 36 meses é permitida a atualização por índice de preços mensalmente.

Com a finalidade de garantir o pagamento e cumprimento de todas as obrigações, principais e acessórias, assumidas pela instituição financeira que emite a LIG, deve ser constituída uma carteira composta de ativos com perfil previamente estabelecido pela Resolução CMN 4.598/17. Inclusive, a vocação imobiliária da LIG

¹⁶ OLIVEIRA, Débora Catizane de. Certificado de recebíveis imobiliários e seus reflexos no desenvolvimento do mercado imobiliário./Débora Catizane de Oliveira – Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos / FDMC, 2014. p. 22

decorre mesmo da constituição dessa carteira de ativos. Vide os artigos 19 e 20 da Resolução:

Art. 19. A carteira de ativos somente pode ser integrada por:

- I - créditos imobiliários;*
- II - títulos de emissão do Tesouro Nacional;*
- III - instrumentos derivativos; e*
- IV - disponibilidades financeiras provenientes dos ativos integrantes da carteira de ativos.*

Art. 20. Para fins desta Resolução, consideram-se créditos imobiliários os créditos constituídos por meio das seguintes operações:

- I - financiamento para a aquisição de imóvel residencial ou não residencial;*
- II - financiamento para a construção de imóvel residencial ou não residencial;*
- III - financiamento a pessoa jurídica para a produção de imóveis residenciais ou não residenciais; e*
- IV - empréstimo a pessoa natural com garantia hipotecária ou com cláusula de alienação fiduciária de bens imóveis residenciais*

Se a garantia da LIG é um dos principais fatores de segurança do título, a soma dos valores de todos os ativos que se prestam a isso deve representar valor superior ao total da dívida decorrente dos títulos garantidos, e, ainda, não pode superar determinados limites em relação ao patrimônio do emitente. O eventual não atendimento dos requisitos da carteira de ativos implica na suspensão de novas emissões de LIG pela emissora – nesse caso, a emissora somente poderá voltar a emitir LIG mediante autorização do BACEN, caso demonstrado o atendimento de todos os requisitos. Além disso, será considerada insolvente a Carteira de Ativos quando o pagamento de LIG for inadimplido e/ou quando descumpridos os requisitos de suficiência determinados pela Resolução, por dois períodos de verificação consecutivos. No entanto, para que se evite o descumprimento dos requisitos, é lícito à emissora manejar a carteira de ativos de forma a sanear as potenciais falhas, reforçando a garantia com novos direitos creditórios e mediante baixa dos créditos vencidos.

Outro conceito importante, que está associado à LIG, é o de patrimônio de afetação. De acordo com a legislação, a carteira de ativos garantidora deverá ser constituída sob regime fiduciário, isto é, ser tratado como um patrimônio apartado que, carimbado pelo *status* de garantia fiduciária, não se confunde com demais bens do seu possuidor. Isso significa que, se eventualmente o dono do patrimônio se encontrar numa situação de bancarrota, como intervenção, recuperação judicial ou falência, o patrimônio afetado pelo regime fiduciário não poderá ser objeto de

execução por credores diversos, senão por aqueles que, pela constituição do regime fiduciário, se beneficiam daquela garantia específica. No caso da LIG, isso significa que, se a emissora se tornar insolvente, o patrimônio que compõe a carteira de ativos não poderá ser utilizado para quitação de obrigações alheias àquela emissão, o que dá uma segurança adicional ao investidor.

No texto de Cynthia Deocledt, a seguinte passagem:

Vargas Maluf observa (...) que se o LIG se assemelhar aos *covered bonds*, esse eventual "patrimônio de afetação" significa que parte do patrimônio do banco emissor (o *pool* de ativos que nesse caso se configuram na própria carteira imobiliária) ficariam reservados numa situação de falência do banco. Dessa forma, esses ativos estariam reservados aos credores do título de LIG e poderiam ser diretamente acessados por eles numa situação de falência, acrescenta. "Isso significa que a criação das LIGs não implica apenas uma regulamentação pelo Banco Central, mas, especialmente, deverá levar em consideração como se dará, nesses casos, a aplicação da lei de falências e preferência aos credores numa hipótese de liquidação do banco", diz.

Para ele, de modo geral, as medidas anunciadas pelo governo hoje são salutares, ao promoverem incentivo ao mercado de capitais. Mas lamenta que não tenham sido anunciadas anteriormente (...).¹⁷

Como regra, a própria emissora é responsável, não somente pelo pagamento dos compromissos pecuniários assumidos na LIG, como também pelo acompanhamento do status da Carteira de Ativos; pela verificação do atendimento aos requisitos de suficiência; pela realização de testes de estresse; ao saneamento da carteira; e à elaboração de relatórios para o BACEN e para os investidores.

No entanto, tamanha a importância conferida pela legislação à garantia do título, que foi instituída a obrigatoriedade da emissora em nomear um agente fiduciário, a quem se atribui o dever de monitorar o desempenho da carteira e de determinadas obrigações da instituição financeira, em benefício do titular da LIG. O agente fiduciário tem, também, o papel de assumir a administração do patrimônio apartado e de providenciar o pagamento das despesas e remuneração decorrentes da LIG (com recursos desse patrimônio), nas hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da instituição emissora, ou de reconhecimento do seu estado de insolvência pelo BACEN – vide artigo 47 da Resolução 4.598/17. Além disso, o agente fiduciário poderá fazer a interlocução com os titulares da LIG e com o BACEN, devendo, conforme necessário, providenciar o

¹⁷ DEOCLEDT, Cynthia. LIG se assemelha em parte aos *covered bonds* que contribuíram para a crise do subprime. In: MALUF, Rafael de Vargas. *Selected Works of Luiz Rafael de Vargas*. BePress, 2014. Disponível em <<http://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2014/08/Mat+%C2%ACria-8- - LIG.pdf>>. (Acesso em 20/06/2018)

envio de notificações e relatórios, bem como convocar assembleia de credores, mesmo durante a administração da carteira pela emissora.

Tem-se, portanto, mais um fator de segurança e conforto ao investidor do título.

A figura do agente fiduciário, presente em grande parte das operações do mercado financeiro e de capitais no Brasil, derivou do *trust*, do direito anglo-americano. Bastante difundido em países de influência anglo-saxã, com origens associadas ao direito romano, a prática do *trust* estabelece uma relação jurídica pela qual um agente – o *trustee* – se obriga a exercer determinados direitos em benefício de outra pessoa ou de um grupo que representa, ou, nas palavras de Waldemar Ferreira, “para permitir que se logre fim certo, de tal sorte os lucros pertençam, não ao *trustee*, mas ao beneficiário, ou dono do negócio.”¹⁸ No Brasil, foi incorporado no ordenamento por meio da Lei 6.404 de 1976, a Lei das Sociedades Anônimas (S/A). Dirimido pelos artigos 66 a 70, o agente fiduciário regulado pela Lei das S/A tem atribuição de representar a comunhão de titulares de debêntures¹⁹ emitidas por uma companhia. Com detalhes, explica Moraes:

Desse modo, regulando assim a função do Agente Fiduciário, para maior proteção dos investidores, tomando por modelo a figura do “trustee” do direito anglo-saxão, adaptando-a à nossa técnica jurídica. A proteção eficiente dos direitos e interesses dos debenturistas requer fiscalização permanente a atenta por pessoa habilitada, com as responsabilidades de administrador de bens de terceiros, independente da companhia devedora e dos demais interessados na distribuição das debêntures e que não tenha interesses conflitantes com os debenturistas, cujos direitos e interesses deve proteger.

Assim, cabe ao Agente Fiduciário, nos termos do artigo 68 da Lei das Sociedades Anônimas, o dever de diligência, ou de proteção, é o preceito geral que orienta a atuação do agente fiduciário no sentido de que empregue o cuidado de diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de administração ou a custódia de bens de terceiros.²⁰

¹⁸ FERREIRA, Waldemar. O “trust” americano e o “fideicomisso” latino-americano. In: Dos Estudos Jurídicos em Homenaje ai Profesor Leopoldo Melo, da "Asociación Argentina de Derecho Comparado", Distribuidora Exclusiva Tipográfica Argentina S. A., Buenos Aires, 1956. p. 79-94. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/download/66250/68860>> (Acesso em 03/02/2018).

¹⁹ Títulos de renda fixa ou variável, que representam um empréstimo, captado pela companhia através de oferta, caracterizados como valores mobiliários pela Lei 6.404/76 e que, de acordo com natureza e do público da oferta, sujeitam-se às normas da CVM. Sobre o conceito de debêntures, vide MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. 3. ed. Rio de Janeiro, 1989. p. 322

²⁰ MORAIS, Gustavo Cobercini de. “O Agente Fiduciário dos debenturistas”. São Paulo: Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas / FMU, 2016. p.19

Após a Lei das S/A, várias normas aplicáveis a títulos e valores mobiliários²¹ diversos, determinaram a necessidade de constituição de agente fiduciário para atuar em favor dos credores, de forma semelhante à do agente fiduciário para debêntures. Para a LIG, os reguladores optaram pela interferência de um “super” agente fiduciário, que terá a não somente o dever de representar juridicamente o interesse dos credores, como o de acompanhar em tempo real a administração da carteira de ativos desempenhada pela emissora, viabilizando sua assunção como administrador se configurada hipótese do artigo 47 da Resolução CMN 4.598/17. Especificamente a respeito do agente fiduciário na emissão de LIG, Anderson Figo escreve:

Quanto às regras de fiscalização do pool de garantia das LIGs, espera-se que seja designado um responsável terceiro para monitorar e zelar pela proteção dos direitos e interesses dos investidores, e administrar a carteira de garantias no caso de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência do emissor. Seria uma espécie de “agente fiduciário turbinado”, na definição dada pela Secretaria de Acompanhamento Econômico.²²

Relativamente ao prazo da LIG, a norma determina que a emissão deve ter prazo médio ponderado de no mínimo 24 meses (artigo 7º), ou seja, a quitação total do principal e juros deve acontecer após, pelo menos, os dois primeiros anos de vigência do título, o que o faz ser considerado como título de longo prazo. Quanto à formalidade, determina o artigo 17 que a emissão da LIG se dará a partir do registro constitutivo em depositário central chancelado, para tanto, pelo BC. E esse registro deve ser bastante analítico, pois dele constarão as seguintes informações, dentre outras, taxativas no parágrafo primeiro do artigo 17:

I - a denominação “Letra Imobiliária Garantida”;

II - a identificação da instituição financeira emitente;

²¹ Pela relevância do conceito de valor mobiliário para a compreensão de detalhes do estudo pretendido adiante, cumpre explicar que são, grosso modo, contratos de investimento coletivos, que objetivam a captação de recursos para projetos específicos, de modo que o público investidor espera que o retorno financeiro advenha do sucesso do referido projeto. Embora possam ser considerados títulos de crédito, por que deles decorrem promessa de pagamento, valores mobiliários têm natureza jurídica um pouco mais específica, já que há um risco inerente que não é meramente comercial, mas também de resultado de investimento. Exemplificando, quando o investidor decide adquirir valores mobiliários como ações, bônus de subscrição ou debêntures, aposta que o objeto da companhia emissora será bem sucedido suficientemente para que seu investimento tenha retorno. Por tratar-se de títulos que, potencialmente, são ofertados a público indeterminado, sujeitam-se à autoridade da CVM, cujas normas visam garantir a transparência dos riscos inerentes a esse tipo de investimento. Sobre o conceito de valores mobiliários, vide FERNANDEZ, Leandro de Almeida. O conceito de valor mobiliário. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2016. p.16-18

²² FIGO, Anderson. Opção à LCI, nova letra imobiliária deve ser mais barata e segura. São Paulo: Exame, 2017. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/opcao-a-lci-nova-letra-imobiliaria-deve-ser-mais-barata-e-segura/>>. (Acesso em 18/06/2018)

- III - a identificação do titular;
- IV - o número de ordem, o local e a data de emissão;
- V - o valor nominal;
- VI - a data de vencimento;
- VII - a taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização;
- VIII - outras formas de remuneração, quando houver, inclusive baseadas em índices ou taxas de conhecimento público;
- IX - a cláusula de correção pela variação cambial, quando houver;
- X - a forma, a periodicidade e o local de pagamento;
- XI - a identificação da carteira de ativos;
- XII - a identificação e o valor dos créditos imobiliários e demais ativos que integram a carteira de ativos;
- XIII - a instituição do regime fiduciário sobre a carteira de ativos, nos termos da Lei nº 13.097, de 19 de janeiro de 2015;
- XIV - a identificação do agente fiduciário, indicando suas obrigações, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação;
- (...)
- XX - o Termo de Emissão de LIG.

Adicionalmente, devem constar informações claras sobre a constituição do regime fiduciário sobre os ativos que integram a carteira de ativos, à afetação dos ativos que integram a carteira de ativos como garantia das LIG.

De forma a operacionalizar a segurança jurídica objetivada pela regulamentação quanto ao regime fiduciário da carteira, o depósito ou registro dos ativos deve apontar a vinculação dos ativos à respectiva carteira de ativos, conferindo um código específico, dentre outras informações que identifiquem à LIG àquela carteira, para que fique claro ao agente fiduciário, ao BACEN e ao titular da LIG que a garantia está perfeitamente constituída e individualizada. Complementando, de acordo com Lessa, Silva e Góis:

No que tange a substituição dos ativos integrantes da carteira de ativos, tal procedimento deve ser realizado pelo depositário central da LIG, mediante duplo comando, transmitido pela instituição emissora e pelo agente fiduciário.

Importante destacar que as informações dos ativos integrantes da carteira de ativos objeto de registro devem ser atualizadas até o oitavo dia útil de cada mês.

O depositário central, por sua vez, será obrigado a disponibilizar, ao agente fiduciário e à instituição emissora, saldos e extratos da LIG e dos ativos integrantes da carteira de ativos, bem como demais informações e documentos necessários ao desempenho de suas funções.

O mercado tinha dúvidas de como seria o tratamento dado aos títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional depositados no Selic. A este respeito, o Banco Central estabeleceu que o depósito dos títulos públicos deverá ser feito em conta específica, a qual deverá (i) ser gerenciada pelo depositário central da LIG, (ii) ser individualizada por instituição emissora e carteira de ativos da LIG, (iii) ser segregada das demais contas do depositário central da LIG, e (iv) ser movimentada apenas pelo depositário central da LIG, em nome da instituição emissora.

Mais uma vez, o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central demonstram o seu comprometimento em garantir a segurança jurídica e operacional da LIG, para que esse título seja realmente visto com a segurança que é particular aos *covered bonds* ao redor do mundo.²³

Dada a qualidade da regulamentação e dos elementos que caracterizam a LIG, acredita-se que o instituto possivelmente será ofertado ao mercado de capitais, mediante oferta pública. Para tanto, as instituições financeiras devem aguardar a regulamentação de ofertas público de LIG pela Comissão de Valores Mobiliários, ainda sem previsão, mas a expectativa é de que as primeiras diretrizes nesse sentido sejam lançadas ainda em 2018.²⁴

Era antigo o desejo dos bancos e das autoridades brasileiros de emplacarem no país um modelo de *covered bonds* com objetivo de ampliar o leque da captação financeira voltada para o crédito imobiliário, seja para pessoas físicas que desejam financiar imóvel próprio, seja para construtoras e organizações empreendedoras ativas nesse mercado²⁵, o que contribuiu para que as entidades governamentais se mobilizassem para a regulamentação, e o que faz o público e demais entes envolvidos acreditarem que, provavelmente, o mercado de LIG estreará com muito potencial. E o êxito dos *covered bonds* na Europa e nos demais ambientes em que o modelo já funciona, é fator que estimula a crença de que os investidores estrangeiros também se interessarão pelos papéis brasileiros, sobretudo a partir do momento em que já se poderá enxergar que o instrumento está em pleno funcionamento e que as condições burocráticas são relativamente descomplicadas²⁶, conforme as previsões

²³ LESSA, Thiago Dias Themudo; SILVA, Caio Ferreira; GÓIS, Fábio Moretti. Banco Central do Brasil publica Circular Nº 3.985, relacionada às Letras Imobiliárias Garantidas. São Paulo, 2018. Disponível em: <<http://www.pinheironeto.com.br/Pages/publicacoes-detalhes.aspx?nID=1227>> (Acesso em 19/05/2018)

²⁴ PAVINI, Angelo. Mercado se apruma para a estreia das Letras Imobiliárias Garantidas. Retrato dos Avanços em 2017 – Crédito direcionado em tempos de revisão. In: Revista do Sistema de Financiamento Imobiliário - Nº47. São Paulo: ABECIP, 2018.p. 33-34

²⁵ PAVINI, Angelo. Op. cit. p. 33-34.

²⁶ PAVINI, Angelo. Op. cit. p. 33-34.

mais otimistas, com conseqüente ampliação do crédito disponível para o setor imobiliário.

3 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMBOLIÁRIOS E LETRA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO – OS VETERANOS DO MERCADO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO NACIONAL

No capítulo anterior, mencionou-se que habitação é uma esfera do cotidiano das pessoas que depende de forte direcionamento estatal. Dentre as várias frentes pelas quais, acredita-se, o Estado deve atuar, uma das principais formas de tentar sanear o déficit habitacional – e não somente, como também os problemas de desemprego e geração de capital – é o esforço do Estado em desenvolver e aprimorar o sistema de investimentos dos setores público e privado na construção civil. Sobretudo quando se trata de investimento intermediado pelo mercado financeiro – quando as instituições financeiras são o principal agente para captação de dinheiro perante os investidores, para distribuição aos tomadores –, objetiva-se buscar meios de simplificar as relações e a sofisticação dos instrumentos, tornado o fluxo de crédito imobiliário mais dinâmico e seguro.

Com esse escopo, foi instituída a Lei 9.514/1997, que modernizou o regime de financiamento imobiliário, criando o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI)²⁷. Em linhas gerais, essa Lei instituiu no país a possibilidade de se securitizar créditos imobiliários, afetando-os com regime fiduciário, para que tais créditos pudessem ser utilizados como garantias em negociações imobiliárias. Acredita-se que essa possibilidade veio para contribuir no acesso das pessoas ao mercado imobiliário e para a aquisição da casa própria²⁸. O jurista José Maria Aragão considera o SFI como um dos expedientes mais audaciosos quanto ao seu objetivo de modernizar e estimular a contribuição do setor privado no financiamento de imóveis²⁹. Para completar, essa lei consolidou a alienação fiduciária³⁰ de bens imóveis.

Por meio da securitização, determinado investidor pode financiar a aquisição ou a construção de um imóvel (para fins de moradia ou comercial), e o crédito a que

²⁷ Cumpre observar que o SFI não se confunde com o Sistema Financeiro da Habitação (SFH), definido pela Lei nº 4.830/19647. Em relação ao SFH, o SFI introduziu duas novidades, quais sejam, os institutos da alienação fiduciária de bem imóvel e da cessão fiduciária ou transferência de créditos decorrentes de financiamento a instituições de capitalização de crédito.

²⁸ OLIVEIRA, Débora Catizane de. Op. cit. p.

²⁹ ARAGÃO, José Maria. Sistema Financeiro da Habitação: Uma análise sócio-jurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema. 2. ed. Curitiba: Juruá Editora, 2001, p. 486.

³⁰ O instituto da alienação fiduciária já havia sido introduzido pela Lei 4.728/1965 (alterada de tempos em tempos), a Lei de Mercados de Capitais, e consagrou-se como garantia de financiamentos em geral. Através da Lei do Sistema Financeiro Imobiliário, a aplicabilidade do instituto sobre bens imóveis foi aperfeiçoada, entregando maior segurança jurídica da garantia ao financiador de operações imobiliárias.

faz jus em função desse financiamento, pode ser alienado antes mesmo de ser performado – pois o que se estará alienando é o direito, a expectativa de recebimento do crédito –, o que permite a circulação de recursos e dos bens imóveis ser acelerada.

O artigo 8º da Lei 9.514/97 conceitua a securitização de créditos imobiliários como “a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora” - companhias securitizadoras são aquelas que adquirem recebíveis com garantia imobiliária e as utilizam para lastrear a emissão de CRI. No termo de securitização devem constar informações como a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito securitizado, bem como a identificação dos imóveis aos quais os respectivos créditos estão vinculados, e outras informações essenciais para que o comprador do “pacote” de créditos securitizados possa identificar o lastro e executar o devedor diretamente, em caso de necessidade.

Como uma das formas de viabilizar a securitização imobiliária, a Lei 9.514/97 criou, também, os Certificados de Recebíveis Imobiliários, título de crédito nominativo lastreado em créditos imobiliários, de exclusiva emissão das companhias securitizadoras (artigo 6º). Através do CRI, a securitizadora – que é detentora de créditos “empacotados” – pode captar recursos imediatos, usando o objeto do termo de securitização como lastro. Por sua vez, o recurso captado, logo que injetado no mercado imobiliário, tem o condão de gerar mais crédito imobiliário e assim por diante.

Tendo em vista que o CRI tem por finalidade da colocação no mercado financeiro dos créditos securitizados, e que é de exclusiva emissão por instituições definidas como não financeiras e constituídas sob a forma de sociedade anônima por ações e com registro na CVM, considera-se valor mobiliário e pode ser ofertado ao público sob as normas editadas pela CVM.

O investidor pessoa física está isento de imposto de renda sobre ganhos auferidos com a aplicação em CRI.

Quanto ao aspecto formal, o CRI terá forma escritural e deverá conter informações básicas relevantes ao seu titular, como o valor nominal; datas de pagamento, taxa de remuneração do capital investido, identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem, dentre outras.

Quando Débora Oliveira dissertou sobre o tema, sintetizou a relação entre a securitização e o CRI da seguinte forma:

Em outras palavras, a referida companhia não está obrigada a esperar o recebimento do direito creditório, mediante o pagamento das prestações por quem contraiu o financiamento, podendo fragmentá-lo em valores mobiliários denominados de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), a fim de comercializá-los nos mercados financeiro e de capitais. Os prováveis investidores, que vierem a adquirir tais títulos, terão a possibilidade de negociá-los novamente ou mesmo executar o imóvel que deu origem à sua emissão. Em síntese, a securitização é uma ferramenta usada no mercado financeiro, com a finalidade de transmutar ativos sem liquidez em títulos mobiliários líquidos. É uma prática financeira na qual são reunidas diversas modalidades de ativos financeiros, em particular títulos de crédito, transformando-os em títulos negociáveis no mercado de capitais. Nada mais é, portanto, do que a conversão de dívidas em investimentos. É cediço que outros veículos podem ser usados para securitizar o crédito advindo de operações de financiamento de imóveis residenciais ou mesmo comerciais. Contudo (...) a utilização do CRI tem se mostrado extremamente atraente a investidores do setor. (...) um dos principais benefícios na adoção da securitização imobiliária é agilizar o giro dos ativos das instituições financeiras, permitindo que estas alavanquem suas operações, de modo a impactar positivamente a oferta de imóveis e empregos.³¹

Consoante antecipado, além a securitização de créditos, a Lei 9.514/97 também consolidou a alienação fiduciária de bens imóveis. Esse é um modelo de garantia que consiste na transferência resolúvel do ativo, do devedor ao credor, como pagamento antecipado e alternativo da obrigação principal. Como, nesse caso, a transferência decorre de um mecanismo jurídico, e não da tradição efetiva, se o devedor é constituído em mora, tem-se um gatilho para o apossamento do credor sobre a garantia, mediante procedimento administrativo conhecido como consolidação da propriedade. Se satisfeitas espontaneamente as obrigações decorrentes do contrato garantido pela alienação fiduciária, a propriedade do imóvel retorna, em sua plenitude, ao devedor alienante. Nesse sentido, Éder Souza:

A propriedade fiduciária é espécie de propriedade resolúvel e, portanto, está adstrita a uma condição futura à perda de sua eficácia. Insere-se no rol de direitos reais constantes do artigo 1.225 do Código Civil de 2002 e se presta à garantia do adimplemento de uma dívida, pressupondo a existência de um credor fiduciário e um devedor fiduciante. (...)

É (...) um direito real de garantia que se materializa pela transferência da propriedade ao credor fiduciário, o que a difere da hipoteca, do penhor ou da anticrese, outras modalidades de direitos reais de garantia previstos no Código Civil. Os bens que sirvam a uma dessas hipóteses de garantia permanecem na propriedade do devedor, ao passo que na propriedade fiduciária, que se dá com a alienação fiduciária, transfere-se ao devedor a sua titularidade. Trata-se de uma propriedade resolúvel, condicionada a sua eficácia a um

³¹ OLIVEIRA, Débora Catizane de. Op. cit. p. 33

evento futuro, ou seja, ao adimplemento da obrigação contraída pelo devedor fiduciante. Quitada a dívida, a propriedade se resolverá, retornando o bem à situação jurídica anterior à alienação fiduciária.³²

Outra importante modalidade de negócio fiduciário é a cessão fiduciária de direitos creditórios. A lógica é a mesma da alienação fiduciária, com a diferença de que, ao invés de oferecer bem físico (como o imóvel), o devedor entrega em garantia direitos futuros de que é credor, como, por exemplo, recebíveis de cartão de crédito, de aluguéis ou de parcelas pecuniárias decorrentes de contrato de compra e venda. Nessa modalidade de garantia, enquanto quitadas as obrigações decorrentes do contrato garantido pela cessão fiduciária, o devedor cedente exerce diretamente os direitos creditórios quando materializados em dinheiro. No entanto, em caso de *default*, a partir da data do descumprimento, o beneficiário da garantia faz jus ao recebimento dos direitos créditos que seriam performados em favor do cedente, até que esses créditos sejam suficientes para a liquidação do saldo devedor total do contrato garantido. Tal compreensão se faz importante, uma vez que a Lei 9.514/97 também tratou de aperfeiçoar o instituto da cessão fiduciária de direitos creditórios, e é garantia amplamente empregada em negócios de financiamento imobiliário, expediente largamente aproveitado pelas operações de CRI, confirma Fernandes:

Em 1997, com o advento da referida Lei n. 9.514, que dispôs sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e instituiu a alienação fiduciária de coisa imóvel, a cessão fiduciária em garantia foi novamente prestigiada e alargada, incidindo sobre direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis e, ainda, como forma de garantia nas operações de financiamento imobiliário.³³

Em suma, quando certificados de recebíveis imobiliários são emitidos, é pressuposto da securitização de créditos imobiliários, que servirão como lastro e, não raramente, a emissora constitui garantias que reforçarão a segurança do título do ponto de vista do investidor. E, conforme estimulado pela Lei do Sistema Financeiro Imobiliário, alienação fiduciária de imóveis e a cessão fiduciária de recebíveis imobiliários são as principais modalidades de garantia associadas ao CRI.

³² SOUZA, Éder Rodrigues de. A Alienação Fiduciária de Bens Imóveis: Um estudo sobre a natureza da garantia fiduciária sobre bens imóveis e do contrato que lhe serve de veículo. Belo Horizonte, 2017. Disponível em: <<https://www.recivil.com.br/app/webroot/files/uploads/2017/Artigos/Artigo%20-%20Alienacao%20Fiduciaria%20-%20Eder%20Rodrigues%20de%20Souza.pdf>> (Acesso em 20/06/2018)

³³ FERNANDES, Jean Carlos. Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito em Garantia: A posição do credor fiduciário na recuperação judicial da empresa. Belo Horizonte: PUC Minas, 2008. p. 177

Por fim, cumpre mencionar que, assim como para a LIG, a norma aplicável exige a constituição de um patrimônio de afetação, a submeter-se ao regime fiduciário, bem como a atuação de um agente fiduciário – o artigo 10 da Lei 9.514/97, determina que a securitizadora emissora deve declarar que os créditos que representam lastro estão afetados pelo regime fiduciário, enquanto o artigo 13, que deve ser nomeado agente fiduciário, a quem caberá zelar pela proteção dos interesses dos detentores do CRI, acompanhando a administração do patrimônio separado, dentre outras atribuições. Segundo a BM&F Bovespa, o “regime fiduciário garante segregação do risco do emissor, ou seja, (...) o fluxo de pagamento para os investidores não será afetado, uma vez que os recebíveis estão segregados do patrimônio da emissora”³⁴.

Outra fórmula disponível no sistema brasileiro no tocante à geração de estoque de crédito para a habitação é Letra de Crédito Imobiliário, ou LCI. Essa é uma modalidade de título de crédito, oferecido pelos bancos como investimento de renda fixa, e – assim como no CRI – os recursos angariados devem ser reinvestidos pelo emissor no financiamento do setor imobiliário.

A LCI foi introduzida no ordenamento jurídico através da Medida Provisória nº 2.223, em setembro de 2001, que instituiu, caracterizou e estabeleceu os principais requisitos para a emissão do título. Essa medida provisória foi editada num momento em que se considerava necessário aperfeiçoar o mercado financeiro imobiliário, e veio para estimular o aumento da concessão de crédito e reduzir fragilidades do sistema de crédito imobiliário³⁵. Em agosto de 2004, foi sancionada a Lei nº 10.931, reproduzindo os termos da MP e consolidando a LCI definitivamente, conferindo maior segurança jurídica a essa modalidade de investimento.

De acordo com Mendes, o regramento da LCI pela Lei nº 10.93/04 depende de interpretação refinada sobre determinados dispositivos, sobretudo quanto ao histórico e à finalidade, de forma que a emissão do título e seus desdobramentos jurídicos efetivem adequadamente o propósito de aquecer o mercado imobiliário³⁶.

³⁴ BM&F BOVESPA. Disponível em <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm> (acessado em 26/02/2018).

³⁵ MENDES, Humberto Cestaro Teixeira. Considerações Jurídicas sobre a Emissão das Letras de Crédito Imobiliário . In: *Âmbito Jurídico*, Rio Grande, XVIII, n. 137, jun 2015. Disponível em: <http://ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=16095>. (Acesso em 28/05/2018)

³⁶ MENDES, Humberto Cestaro Teixeira. Op. cit.

Conforme mencionado anteriormente, as LCI devem ser emitidas por um banco. Mais especificamente, determina o artigo 12 da Lei nº 10.931/04, podem ser emitidas por bancos comerciais; bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário; pela CEF; por sociedades de crédito imobiliário; por associações de poupança e empréstimo; companhias hipotecárias; e demais instituições que, venham a ser expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil.

Quanto aos aspectos operacionais: a LCI tem data de vencimento especificada quando da emissão, além de um prazo de carência para resgate; a rentabilidade do título está, normalmente, associada à rentabilidade de outro instrumento indicado pelo banco, comumente o CDI; os rendimentos não se sujeitam à tributação; e é classificado como investimento de baixo risco, dado que o prazo de carência é relativamente baixo, e, por se tratar o emissor de instituição bancária.

Quanto à forma, dispõem os parágrafos primeiro e segundo do artigo 12, da Lei 10.931/04:

§ 1º A LCI será emitida sob a forma nominativa, podendo ser transferível mediante endosso em preto, e conterá:

- I - o nome da instituição emitente e as assinaturas de seus representantes;
- II - o número de ordem, o local e a data de emissão;
- III - a denominação "Letra de Crédito Imobiliário";
- IV - o valor nominal e a data de vencimento;
- V - a forma, a periodicidade e o local de pagamento do principal, dos juros e, se for o caso, da atualização monetária;
- VI - os juros, fixos ou flutuantes, que poderão ser renegociáveis, a critério das partes;
- VII - a identificação dos créditos caucionados e seu valor;
- VIII - o nome do titular; e
- IX - cláusula à ordem, se endossável.

§ 2º A critério do credor, poderá ser dispensada a emissão de certificado, devendo a LCI sob a forma escritural ser registrada em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil.

Conferindo destaque ao inciso VII acima, o lastro da emissão da LCI está vinculado a operações relacionadas ao financiamento de aquisição ou empreendimentos imobiliários. Assim, o banco emissor deve utilizar recursos oriundos de direitos creditórios decorrentes de financiamentos que tenha concedido, e que tenham sido garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bem imóvel, os quais devem estar identificados no corpo da LCI. É o que enfatiza Mendes:

Dentre as condições listadas, o inciso VII, que impõe a identificação, no título, dos créditos caucionados e seus respectivos valores, merece uma análise mais aprofundada e uma reflexão sobre a obrigatoriedade dos créditos que lastream a emissão da LCI constituírem garantia do título.

Nessa via, note-se de imediato que o preceito legal emprega o qualificativo “caucionados”, o que demonstra que a LCI deve conter créditos dados em garantia. Ao dispor que a descrição de tais montantes é requisito essencial à validade da LCI, a norma conduz ao entendimento de que os créditos imobiliários que lastrearam a sua emissão assumem, obrigatoriamente, função de assegurar a satisfação do crédito representado no título, no caso de inadimplemento pela emissora.

No setor imobiliário, em especial, é preponderante que esses títulos tenham vínculo com bens imóveis, o que pode ocorrer pela quitação da dívida representada no título com recursos oriundos da exploração econômica dos imóveis, ou pelo oferecimento destes como garantia para o adimplemento da dívida. Tal vinculação é que dá suporte a exposição do investidor ao risco e ao retorno financeiro presentes no mercado imobiliário.³⁷

Destarte, observa-se a LCI como um meio de o banco emissor tomar empréstimo de seu cliente investidor, contudo, com a ressalva de que o dinheiro tomado não pode ser investido para qualquer finalidade. Legalmente, o banco deverá utilizar esse recurso para emprestar para outros clientes, porém somente quando o empréstimo tiver como objetivo o crédito imobiliário. E, se é exigência legal que a emissão da LCI seja lastreada em créditos imobiliários, está conferido o perfil imobiliário do título de crédito, o que tem como consequência, não somente as qualidades do investimento quanto ao risco e ao grau de retorno, mas, inclusive, a condução de esforços dos bancos emissores em fomentar a indústria imobiliária, empregando recursos e permitindo a circulação dos direitos de crédito dela decorrentes.

A Lei nº 10.931/04 estipula não somente a natureza do lastro da LCI, como determina que o título conte com a cobertura do FGC, que é um fundo privado, regulado pelo BACEN, que garante aplicações no valor de até 250 mil reais por investidor pessoa física, em cada instituição bancária. Significa dizer que em situação de quebra da instituição emissora, o investidor terá seu investimento ressarcido no limite de 250 mil reais. Embora não muito frequentemente, as partes pactuar garantias adicionais, em contratos paralelos ou na própria LCI, visto que não há vedação legal para tanto.

De acordo com Figo, em 2017:

Hoje, a poupança é a principal fonte de financiamento do setor, que também conta com as LCIs (Letras de Crédito Imobiliário) e os CRIs (Certificados de Recebíveis Imobiliários). Em 2016, a poupança fechou o ano com estoque de 664,9 bilhões de reais, segundo o Banco Central. Já o estoque de LCIs ficou em 183 bilhões de reais, enquanto o de CRIs chegou a 73,6 bilhões de reais, de acordo com a Cetip.

³⁷ MENDES, Humberto Cestaro Teixeira. Op. cit.

A diferença é que as LCIs são emitidas pelos bancos, enquanto os CRIs são emitidos diretamente pelas empresas. Assim, o risco de investir nos CRIs é maior, já que eles não são protegidos pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) como as LCIs, que garante até 250 mil reais ao investidor se o banco quebrar.

Apesar do risco, muitos investidores correram para os CRIs nos últimos anos pela falta de LCIs no mercado. Com a crise econômica, os bancos restringiram o crédito para o setor imobiliário e passaram a emitir menos LCIs. Mesmo sendo investimentos de renda fixa, ou seja, de permitirem ao investidor conhecer a forma de rentabilidade antes de aplicar, os CRIs exigem mais cautela do investidor. Isso porque, se a empresa quebrar, o investidor não recebe seu dinheiro de volta.³⁸

Diante do contexto introdutório, e mediante o levantamento de informações sobre o CRI e a LCI, percebe-se que o arcabouço jurídico-financeiro voltado para o sistema imobiliário e habitacional no Brasil tem passado por modernizações, especialmente nos últimos vinte anos, quando soluções mais diversificadas foram introduzidas no mercado e no ordenamento nacionais. A LIG é um exemplo adicional desse processo de desenvolvimento e, conforme será visto no tópico adiante, suas diferenças e semelhanças em relação ao CRI e à LCI podem ser bastante importantes para o amadurecimento dos institutos especializados no crédito imobiliário.

³⁸ FIGO, Anderson. Op. cit.

4 RELACIONANDO AS LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS AOS INSTITUTOS PARADIGMAS

Como muito já se falou, a LIG é correlata aos *covered bonds*, tanto que é comumente referida como *covered bonds* brasileiros. Inspirado no modelo europeu, o legislador brasileiro reuniu aspectos importantes presentes nos CB, adaptando-o ao perfil de controle estatal e mercadológico do país.

A principal associação se deve à vinculação da emissão a uma carteira de ativos, composta por créditos e direitos de créditos consequentes de financiamento imobiliários. Como característica essencial, a carteira de ativos deve ser suficiente para adimplir a totalidade das obrigações por ela garantidas, caso a emissora venha a se encontrar em situação de insolvência.

O resumo de Anderson Figo parece, portanto, essencial para ilustrar essa afirmativa:

A LIG (...) é um título de crédito que poderá ser emitido por instituições financeiras, inspirado nos “covered bonds” europeus — papéis garantidos por um conjunto de ativos —, que movimentam mais de 3 trilhões de dólares no mercado externo.

A grande vantagem da LIG é a dupla garantia: além do próprio balanço do banco emissor, ela também é garantida por um pool de créditos imobiliários. Ou seja, se a instituição emissora quebrar, os ativos inseridos nesse pool vão honrar os pagamentos aos investidores — seja com os valores que a carteira vai receber pelo crédito concedido ou com a venda dos empreendimentos.³⁹

Quanto à forma, os *covered bonds* podem variar de acordo com o país em que forem colocados em circulação. De qualquer modo, é possível generalizar que, grosso modo, há duas fórmulas de entabulamento das regras de segurança aplicáveis às emissões, a saber, o *legislation framework*, pelo qual a legislação define as principais condições estruturantes da negociação, e o *structured framework*, que confere às partes a faculdade de pactuar, respeitados os requisitos mínimos aplicáveis à estrutura do produto. No Brasil, o modelo que caracteriza a LIG é, sem dúvida, o que privilegia a lei e a regulamentação e, ainda, o CMN, autoridade competente para regulamentar, entrega ao BACEN a responsabilidade de fiscalizar centralizar o controle de regularidade das emissões.

Geralmente, e inclusive no Brasil, o formato legalista abrange, dentre outros elementos, informações como critérios de elegibilidade dos ativos garantidores;

³⁹ FIGO, Anderson. Op. cit.

informações relativas à origem e à qualidade das garantias. No formato contratualista, fica transferido para as partes o poder definir como será tratada eventual inadimplência do banco e o gerenciamento de ativos de cobertura. É o que se pode traduzir do seguinte trecho, coletado do documento editado pelo Natixis:

The legal framework includes, among other things, information relating to: - Eligibility criteria of cover pool assets; information relative to loan origination such as loan-to-value ratio, geographical origin, etc...); - Over-collateralisation of cover pool (asset value relative to covered bond principal) and follow-up of asset quality (by an independent body or the bank itself); - Segregation of assets, a crucial point in the event of an issuer's default. The legal structure provides information regarding: - The entity issuing the covered bond, either the bank originating the loans or a dedicated vehicle/institution; - The localisation of the cover pool: on banks' balance sheet or segregated in a special purpose vehicle (SPV). Contract clauses include: - the definition of a payment default of the bank and the possibility to accelerate reimbursements; - Management of cover pool assets in case of a default and cash flows payments associated with the covered bond. Structures in which the cover pool is segregated from the rest of the bank's assets, via a dedicated vehicle, are preferable. It may avoid conflicts of interest between covered bond holders and other bank creditors, should default occur.⁴⁰

É consenso na literatura, especialmente estrangeira, que os *covered bonds* constituem uma excelente opção de investimento, considerada praticamente infalível. Conceitualmente, isso se deve à fórmula da dupla vantagem – bastante exaltada neste trabalho –, entretanto, o que é mais importante é que a experiência secular desses papéis sempre se manteve bem sucedida em boa medida. No cenário global, de portfólio agregado, esse investimento apresenta uma boa combinação entre resistência e volatilidade. Conforme se apurou, os *covered bonds* têm sido geralmente preferidos a títulos soberanos, dívidas de agências ou até mesmo crédito corporativo. Nesse sentido, e complementando, se a classe de ativos realmente tende a superar em períodos de estresse, ela também se mostra bastante resiliente sob a maioria das circunstâncias macroeconômicas, conforme resume Atkins:

In the context of global aggregate portfolio management, the asset class brings a good combination of carry and volatility. Hence, since the start of this year, covered bonds have generally been preferred to sovereign bonds, agency debt or even indeed corporate credit in our aggregate investment processes. This is particularly the case for portfolios targeting medium-range tracking error (50 to 75bps) versus a benchmark allocation. If the asset class

⁴⁰ NATIXIS ASSET MANAGEMENT. Understanding covered bonds. Paris, 2013.

Disponível em:

http://www.nam.natixis.com/Content/Documents/Publications/Idees%20gestion%20taux/Ideas%20Financed%20Income%2010_2013.pdf (Acesso em 20/06/2018)

*indeed tends to outperform in periods of stress, it also proves quite resilient under most macroeconomic circumstances.*⁴¹

Uma pequena crítica que recai sobre os CB se refere ao fato de que crises recentes que o mundo viveu, notadamente motivadas pela baixa capacidade de devedores financiados pagarem pelo crédito imobiliário, fizeram que fosse necessário maior cautela na seleção de ativos que devem compor a garantia e, conseqüentemente, diminuir a demanda. Ainda outras, relacionados à baixa rentabilidade do papel, ao passo que o risco diminuído pode fazer com que os emissores pressionem o investidor a aceitar taxas mais moderadas de remuneração. Independentemente, Atkins afirma que os covered bonds ora são vistos como títulos conservadores, ora de alto risco – referindo-se à taxa atrelada à remuneração (*benchmark*) –, mas que, de toda forma, “felizmente”, nunca houve um padrão. Importante mesmo é que os investidores estão duplamente protegidos: eles têm recursos contra o banco, bem como contra o conjunto de financiamentos imobiliários que apóiam o título – portanto, mesmo que o banco entre em colapso, os investidores estão seguros.⁴² Então, ainda que eventualmente emerjam suas fragilidades, prevalece o entendimento de que os *bonds* serão, em geral, rotulados como excelente produto a compor uma carteira investimento.

A crença no sucesso dos covered bonds em sua versão brasileira, Letras Imobiliárias Garantidas, se deve, portanto, ao que experimentou o mercado estrangeiro desde os primórdios prussianos. Até porque, a regulamentação brasileira é bastante cuidadosa, detalhada ao estabelecer princípios e diretrizes rígidos, evitando fragilidade da garantia e desequilíbrio no mercado que disponenta. Além disso, a idéia é que as regras da LIG estejam sempre em sintonia com as práticas internacionais, permitindo que o investidor estrangeiro identifique a sua qualidade com a dos covered bonds, sentindo-se confortável em aplicar no Brasil. Anderson Figo, reproduzindo o depoimento do Renato Viana, vice-presidente da ABRAINCA em 2017, registrou o palpite:

“Vai funcionar bem aqui no Brasil, assim como funciona lá fora. Tem estabilidade no longo prazo, pois alonga a dívida imobiliária dos bancos. E é democrático: até instituições financeiras menores poderão emitir as LIGs para acessar o mercado imobiliário, que até então é dominado pelos grandes bancos”, completou Ventura.⁴³

⁴¹ ATKINS, Ralph. Op. cit.

⁴² ATKINS, Ralph. Op. cit.

⁴³ FIGO, Anderson. Op. cit.

Quanto aos títulos veteranos do mercado imobiliário, neste trabalho simbolizados pelo CRI e pelo LCI, são necessários para que se averigüe se a LIG, uma vez inserida no rol de opções de investimento, de fato inova o ordenamento jurídico, cumprindo papel de agregar uma possibilidade adicional. Assim, o que se espera são, nem tanto as similaridades, mas as características que distinguem a LIG do CRI e da LCI.

As primeiras diferenças que se observam são quanto à via alternativa para a satisfação do crédito e o formato de sua constituição. A garantia da LIG, necessariamente, deve ser uma carteira de ativos, que, embora carimbada pelo regime fiduciário, segue sendo contabilizado como patrimônio da instituição emissora. No caso do CRI, a garantia é o próprio lastro, representado pelos créditos securitizados, sem prejuízo de eventuais outras garantias, como alienações fiduciárias e hipotecas. Já a LCI conta, basicamente, com a garantia do FGC, que protege o investidor – eventualmente, também com ativos que o banco emissor possuir em carteira em decorrência de seus investimentos no setor imobiliário, no entanto, não é constituída uma garantia afetada pelo regime fiduciário.

Quanto à finalidade, a captação de recursos pelos emissores de CRI e LCI, necessariamente, deve ser aplicada em *funding* para financiamentos de aquisição ou empreendimento imobiliários. Para a emissora da LIG, a utilização do recurso obtido na disponibilização do título é discricionária e o argumento imobiliário é inverso, ou seja, o banco terá maior potencial de captação via LIG quanto maior sua carteira de créditos oriundos de financiamento imobiliário.

Relativamente à forma, é certo que a emissão de CRI depende de uma escritura de emissão registrada na CVM e, a depender do prospecto, do termo de securitização e da instrução da CVM aplicável, poderá ser exigido o registro em entidades depositárias. Se existir contratos acessórios para garantia fiduciária, deverão ser registrados também em cartórios específicos.

Para a LCI, em regra, além do registro para ciência e autorização do BACEN, é necessário que o banco entregue o investidor um certificado, o que, no entanto, poderá ser dispensado, a critério do credor, se houver registro escritural em instituição registradora autorizada pelo BACEN.

A regulamentação da LIG exige que a emissão dos títulos pela emissora tenha suas regras gerais previamente estabelecidas num termo, que deve ser levado a registro em autorizada pela BACEN. Demais formalidades e procedimentos

ainda estão em processo de definição pelas potenciais emissoras e demais entidades envolvidas.

Os prazos de carência de resgate e de amortização são característica importante na comparação. Enquanto a LCI é considerado título de curto prazo, tendo em vista que tem prazo de carência relativamente curto (90 dias), o CRI e a LIG são títulos de longo prazo. O investimento na LIG deverá ser de, no mínimo, dois anos, com carência de 12 meses para resgate - indicando que o público-alvo são investidores que dispensam liquidez imediata ou que tenham interesse em resgatar os títulos no curto prazo. Assim como a LIG, o CRI é considerado investimento de longo prazo, pois o prazo mínimo para resgate é de 36 meses, até porque está normalmente associado ao progresso da execução de obras do empreendimento financiado ou da comercialização de unidades imobiliárias.

Finalmente, destaca-se que o fator que mais afasta a LIG do CRI e da LCI é o risco. A LCI apresenta mais risco que a LIG em função da garantia que, sobretudo se tratar-se de valor não chancelado pelo FGC, é praticamente inexistente ou insuficiente para cobrir o valor total da dívida emitida. Quanto ao CRI, o risco está associado ao sucesso do projeto imobiliário financiado, portanto, as incertezas são maiores. Na outra via, a constituição da carteira de ativos para proteger o pagamento da LIG é considerado forte elemento de mitigação de risco.

Independentemente, as diferenças entre os três títulos são muito relevantes para que o investidor tenha à sua disposição diferentes possibilidades, observando o perfil de sua carteira e os seus objetivos financeiros e sociais. Pela ótica do Estado enquanto formulador de políticas voltadas para o segmento imobiliário, ao diversificar as características abre mais frentes de captação de recursos para o setor, atingindo com mais efetividade seu escopo de regular e estimular o aquecimento do mercado imobiliário.

CONCLUSÃO

O cerne da política habitacional brasileira consiste em estimular o setor privado a operar financiamentos para a construção e aquisição de imóveis. Quando o governo programa políticas públicas nesse sentido, planeja seus efeitos de forma a aquecer a indústria imobiliária e ampliar o acesso à moradia, dentre outras consequências. Por exemplo, por meio de subsídios e concessão de empréstimos com recursos públicos e do FGTS, e regulamentando instrumentos financeiros de captação do crédito, para investimento no mercado imobiliário. Com esse propósito, consolidaram-se no sistema financeiro imobiliário institutos bastante relevantes para o setor, como o mecanismo da securitização, o conceito de patrimônio de afeção, e garantias como alienação fiduciária de bens imóveis e cessão fiduciária de recebíveis imobiliários. Além disso, instrumentos de captação de crédito como o CRI e a LCI.

Ampliando esse cenário, foi instituída e regulamentada a LIG, que, inspirada nos *covered bonds* europeus, é considerada a grande novidade no mercado de crédito imobiliário.

A inauguração das LIG é festejada como uma importante etapa no desenvolvimento desse mercado, uma vez que, diante do êxito do modelo dos *covered bonds* observado em outros países, somado à qualidade da regulamentação aplicável no Brasil, acredita-se que o título engrenará com resultados bastante positivos enquanto opção de investimento. As instituições brasileiras e demais *players* estão se organizando para que, se concretizadas as expectativas, as primeiras letras sejam emitidas já no ano de 2018, e aguardam a normatização da CVM, para que as ofertas possam ter maior alcance.

Conforme reiteradamente registrado, a LIG possui características semelhantes, quando não idênticas, às de um *covered bond*, notadamente a dupla garantia, isto é a segurança da própria instituição que emitiu o título, somada à constituição da carteira específica de ativos imobiliários, afetada pelo regime fiduciário. A robustez dos papéis é complementada pela atuação de um agente fiduciário forte, com atribuições para representar os investidores perante a emissora e de acompanhar, no detalhe, o desempenho da garantia enquanto administrada pela emissora. Extraordinariamente, ou seja, nas hipóteses de decretação de intervenção, liquidação extrajudicial, insolvência ou falência da instituição, o agente

fiduciário fica investido de mandato para administrar a carteira de ativos e, com recursos dela provenientes, pagar aos investidores o que lhes for de direito.

Como destacado, a LIG veio como alternativa aos Certificados de Recebíveis Imobiliários e às Letras de Crédito Imobiliário, os veteranos do mercado de crédito imobiliário. Realçadas as principais características de cada título, pode-se traçar um paralelo, conforme quadro a seguir:

	LIG	CRI	LCI
Definição legal	“Título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário” (art. 63 da Lei 13.097/15).	“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” (art. 6º, caput, da Lei 9.514/97)	Título de crédito lastreado por “créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados.” (segunda parte do art. 12 da Lei 10.931).
Emissora	A LIG somente pode ser emitida por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo. (art. 2º da Resolução CMV 4.598/17)	O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras (art. 6º, parágrafo único, da Lei 9.514/17)	Os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e demais espécies de instituições que, para as operações a que se refere este artigo, venham a ser expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil (primeira parte do art. 12 da Lei 10.931/04).
Distribuição	Inicialmente, distribuição privada, podendo o título ser adaptado para oferta pública, a depender de regramento pela CVM.	Distribuição pode ser pública, no mercado de valores mobiliários.	Distribuição privada.
Lastro	Recursos oriundos da atividade da emissora.	Recursos provenientes de recebíveis imobiliários, geralmente decorrentes da exploração do empreendimento financiado.	Recursos oriundos de créditos imobiliários da emissora.
Garantia	Carteira de ativos, constituído, basicamente, por ativos de perfil imobiliário e títulos do Tesouro Nacional, afetada pelo regime fiduciário.	Patrimônio de afetação, geralmente constituído pelos ativos decorrentes da exploração do empreendimento financiado, inclusive, conforme a estrutura da emissão, garantias acessórias como alienação fiduciária de imóveis, hipoteca, cessão fiduciária de recebíveis etc.	Comumente, se limitam à cobertura do FGC, que garante até R\$ 250 mil por investidor pessoa física.
Prazo	Mínimo de 12 meses para resgate.	Mínimo de 36 meses para resgate.	Mínimo de 90 dias para resgate.
Valor mínimo	A aguardar como acontecerá na prática.	Não há valor mínimo obrigatório, no entanto, de acordo com a BM&F Bovespa, a maior parte das emissões tem valor mínimo de R\$300 mil.	Não há valor mínimo.
Isonção tributária	Isonção de IRPF.	Isonção de IRPF.	Isonção de IRPF.
Agente Fiduciário	Obrigatório.	Obrigatório.	Não há previsão.

Quadro 1

Fonte: elaboração própria

Quando se compara a LIG em relação aos dois paradigmas, as principais vantagens que se ressaltam são, para o investidor, o menor risco de inadimplência,

sobretudo diante da qualidade da garantia; e para o emissor, a possibilidade de captar recursos usando ativos imobiliários como garantia, sem que precise excluí-los de seu balanço.

De toda forma, há diversos outros fatores que precisam ser considerados para identificar a adequabilidade da LIG, dos CRI e da LCI, tais como características da emissora, perfil do investidor, prazo de carência, garantia, natureza do investimento atrelado ao título, modalidade de oferta, e critérios diversos.

Ademais, quanto à LIG, trata-se de um instrumento ainda sem histórico no Brasil. Portanto tudo o que se prevê neste momento decorre de discussões, interpretação de normas e mercado comparado – casos de sucesso em outros países –, razão pela qual se acredita que, pelo menos em primeiro momento, os bancos deverão emitir com certa timidez e o público investidor será comedido.

Diante disso, destacam-se as seguintes conclusões: (i) as Letras Imobiliárias Garantidas foram instituídas e regulamentadas com o escopo de fortalecer políticas de acesso ao crédito imobiliário, agregando alternativa adicional no mercado especializado, que já contava com CRI e LCI; (ii) tendo como referência as características e a bagagem dos *covered bonds*, a LIG é anunciada como um título potencialmente seguro, do ponto de vista do investidor, e estratégico, na ótica da emissora; e (iii) o momento atual é de ensaio, e ainda há algumas arestas jurídicas e operacionais a serem aparadas – inclusive, pende na CVM a regulamentação quanto à possibilidade de oferta pública –, de todo modo, observa-se grande entusiasmo e movimentação das instituições e dos profissionais envolvidos, para que as primeiras letras sejam emitidas ainda no ano de 2018.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. Direito Bancário. São Paulo: Saraiva, 2016.

ARAGÃO, José Maria. Sistema Financeiro da Habitação: Uma análise sócio-jurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema. 2. ed. Curitiba: Juruá Editora, 2001, p. 486.

AVESANI, Renzo G. ; PASCUAL, Antonio García; RIBAKOVA, Elina. The use of mortgage covered bonds. IMF Working Paper, WP/07/20, Janeiro, 2007.

BANK OF AMERICA & MERRIL LYNCH. Covered bonds: the problem with liquidity mismatches. Abril, 2009.

_____. Covered bonds: The problem with asset encumbrance. Março, 2009.

_____. RMBS versus covered bonds: different but similar? Julho, 2010.

ATKINS, Ralph. Europe's 'covered bond' decline is no loss. Athens: Financial Times, 2014. Disponível em: <<https://www.ft.com/content/7e58e182-1277-11e4-a581-00144feabdc0>>. Acesso em maio de 2018.

BANK OF AMERICA & MERRIL LYNCH. Covered bonds: the problem with liquidity mismatches. Nova Iorque, 2009.

CARVALHO, André Castro; CASTRO, Leonardo F. de Moraes E. Manual de Project Finance no Direito Brasileiro. São Paulo: Quartier Latin, 2016.

CARNEIRO, Júlio César Paranatinga. Covered Bond: uma opção para o Brasil? – Papéis instrumentalizam financiamentos imobiliários residenciais ou comerciais, com garantia real dos próprios imóveis. São Paulo, 2010. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/cc/article/viewFile/23612/22369>> (Acessado em 28/02/2018).

CIDADE, Marcelo; JORGE, Caroline. Estudos Especiais: Certificados de Recebíveis Imobiliários. São Paulo: ANBIMA, 2015

COSTA, Cristina. Outlook & developments for European covered bonds. 2004.

COSTA, Wille Duarte. Títulos de crédito. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey Editora, 2007.

COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPÉIAS. O crédito hipotecário na EU. Livro verde, 2005.

DEOCLEDT, Cynthia. LIG se assemelha em parte aos covered bonds que contribuíram para a crise do subprime. In: **MALUF, Rafael de Vargas.** Selected Works of Luiz Rafael de Vargas. BePress, 2014. Disponível em <http://www.bocater.com.br/wp-content/uploads/2014/08/Mat+%C2%ACria-8-_-LIG.pdf>. (Acesso em 20/06/2018)

DEUTSCHE BANK. Prospects for the US Covered Bond Market. Fixed Income Special Report. Agosto, 2008.

DAVID, René. Os grandes sistemas de direito contemporâneo. São Paulo: 1996.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Adriana B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. Mercado de Capitais: Regime Jurídico. São Paulo: 2015.

EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION, Covered Bonds & Mortgage-Backed-Securities in the European Union. Novembro, 2004.

_____. A review of Europe's Mortgage and Housing Markets Covered. Novembro, 2007.

EUROPEAN COVERED BOND COUNCIL. European Covered Bond Fact Book – 1st Edition. Agosto, 2006.

_____. European Covered Bond Fact Book – 2nd Edition. Agosto, 2007.

_____. European Covered Bond Fact Book – 3rd Edition. Agosto, 2008.

_____. European Covered Bond Fact Book – 4th Edition. Setembro, 2009.

_____. European Covered Bond Fact Book – 5th Edition. Setembro, 2010.

EUROPEAN CENTRAL BANK. Final Monthly Report on the Eurosystem's Covered Bond Purchase Programme. Junho, 2010.

FERNANDES, Jean Carlos. Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito em Garantia: A posição do credor fiduciário na recuperação judicial da empresa. Belo Horizonte: PUC Minas, 2008.

FERNANDEZ, Leandro de Almeida. O conceito de valor mobiliário. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, 2016.

FERREIRA, Waldemar. O “trust” americano e o “fideicomisso” latino-americano. In: Dos Estudos Jurídicos em Homenaje ai Profesor Leopoldo Melo, da "Asociación Argentina de Derecho Comparado", Distribuidora Exclusiva Tipográfica Argentina S. A., Buenos Aires, 1956. Disponível em: <<https://www.revistas.usp.br/rfdusp/article/download/66250/68860>> (Acesso em 03/02/2018).

FIGO, Anderson. Opção à LCI, nova letra imobiliária deve ser mais barata e segura. São Paulo: Exame, 2017. Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/opcao-a-lci-nova-letra-imobiliaria-deve-ser-mais-barata-e-segura/>>. (Acesso em 18/06/2018)

LESSA, Thiago Dias Themudo; SILVA, Caio Ferreira; GÓIS, Fábio Moretti. Banco Central do Brasil publica Circular Nº 3.985, relacionada às Letras Imobiliárias Garantidas. São Paulo, 2018. Disponível em: <<http://www.pinheironeto.com.br/Pages/publicacoes-detalhes.aspx?nID=1227>> (Acesso em 19/05/2018)

MARTINS, Fran. Comentários à lei das sociedades anônimas. 3. ed. Rio de Janeiro, 1989. p. 322

MELO, Gilberto Ribeiro de; MATAYOUSHI, Patrícia. Desmistificando o financiamento imobiliário – Como concretizar o sonho da casa própria. 2017.

MENDES, Humberto Cestaro Teixeira. Considerações Jurídicas sobre a Emissão das Letras de Crédito Imobiliário . In: Âmbito Jurídico, Rio Grande, XVIII, n. 137, jun 2015. Disponível em: <http://ambito-juridico.com.br/site/?n_link=revista_artigos_leitura&artigo_id=16095>. Acesso em maio de 2018.

MORAIS, Gustavo Cobercini de. “O Agente Fiduciário dos debenturistas”. São Paulo: Centro Universitário das Faculdades Metropolitanas Unidas / FMU, 2016.

NATIXIS ASSET MANAGEMENT. Understanding covered bonds. Paris, 2013.

Disponível em:

http://www.nam.natixis.com/Content/Documents/Publications/Idees%20gestion%20taux/Ideas%20Fixed%20Income%2010_2013.pdf (Acesso em 20/06/2018)

OLIVEIRA, Débora Catizane de. Certificado de recebíveis imobiliários e seus reflexos no desenvolvimento do mercado imobiliário./Débora Catizane de Oliveira – Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos / FDMC, 2014.

OLIVEIRA, Marcos Garcia de. Retrato dos Avanços em 2017 – Crédito direcionado em tempos de revisão. In: Revista do Sistema de Financiamento Imobiliário - Nº47. São Paulo: ABECIP, 2018. p. 21-25

PAVINI, Angelo. Mercado se apruma para a estreia das Letras Imobiliárias Garantidas. Retrato dos Avanços em 2017 – Crédito direcionado em tempos de revisão. In: Revista do Sistema de Financiamento Imobiliário - Nº47. São Paulo: ABECIP, 2018. p. 31-34

PINHEIRO, Juliano Lima. Mercado de Capitais. São Paulo: Atlas, 2016.

ROSENVALD, Nelson; FARIAS, Cristiano Chaves de. Curso de Direito Civil – Volume 5 - Direitos Reais. São Paulo: Atlas, 2015

SALOMÃO NETTO, Eduardo. Direito Bancário. São Paulo: Atlas. 2007

SILVA, Isabella Boa Fonte Rosa. Covered Bond: Alternativa de *funding* para o mercado imobiliário brasileiro?. São Paulo: III Prêmio Abecip de Monografias em Crédito Imobiliário e Poupança, 2010.

SOUZA, Éder Rodrigues de. A Alienação Fiduciária de Bens Imóveis: Um estudo sobre a natureza da garantia fiduciária sobre bens imóveis e do contrato que lhe serve de veículo. Belo Horizonte, 2017. Disponível em: <https://www.recivil.com.br/app/webroot/files/uploads/2017/Artigos/Artigo%20-%20Alienacao%20Fiduciaria%20-%20Eder%20Rodrigues%20de%20Souza.pdf> (Acesso em 20/06/2018)

NORMAS

BRASIL LEI Nº 4.380, DE 21 DE AGOSTO DE 1964.. Diário Oficial da União. Brasília, Agosto de 1964.

BRASIL LEI Nº 4.728, DE 14 DE JULHO DE 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento. Diário Oficial da União. Brasília, Julho de 1965.

BRASIL. LEI Nº 6.404, DE 15 DE DEZEMBRO DE 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União. Brasília, Dezembro de 1976.

BRASIL. LEI Nº 9.514, DE 20 DE NOVEMBRO DE 1997. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, Novembro de 1997.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. MEDIDA PROVISÓRIA Nº 2.223, DE 04 DE SETEMBRO DE 2001. Dispõe sobre a Letra de Crédito Imobiliário, a Cédula de Crédito Imobiliário e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, Setembro de 2014.

BRASIL. LEI 10.406, DE 10 DE JANEIRO DE 2002. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, Janeiro de 2002.

BRASIL. LEI Nº 10.931, DE 02 DE AGOSTO DE 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, Agosto de 2004.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). CIRCULAR Nº 3.614, DE 14 DE NOVEMBRO DE 2012. Dispõe sobre as condições de emissão de Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e autoriza sua emissão por banco de investimento. Diário Oficial da União. Brasília, Novembro de 2012.

BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. MEDIDA PROVISÓRIA Nº 656, DE 7 DE OUTUBRO DE 2014. Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP, da COFINS, da Contribuição para o PIS/Pasep-Importação e da Cofins-Importação incidentes sobre a receita de vendas e na importação de partes utilizadas em aerogeradores, prorroga benefícios, altera o art. 46 da Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012, que dispõe sobre a devolução ao exterior ou a destruição de mercadoria estrangeira cuja importação não seja autorizada, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, Outubro de 2014.

BRASIL. LEI N 13.097, DE 19 DE JANEIRO DE 2015. Reduz a zero as alíquotas da Contribuição para o PIS/PASEP, da COFINS, da Contribuição para o PIS/PASEP-Importação e da Confins-Importação incidentes sobre a receita de vendas e na importação de partes utilizadas em aero geradores; prorroga os benefícios previstos nas Leis nºs 9.250, de 26 de dezembro de 1995, 9.440, de 14 de março de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 12.024, de 27 de agosto de 2009, e 12.375, de 30 de dezembro de 2010; altera o artigo 46 da Lei nº 12.715, de 17 de setembro de 2012, que dispõe sobre a devolução ao exterior ou a destruição de mercadoria estrangeira cuja importação não seja autorizada; altera as Leis nºs 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.546, de 14 de dezembro de 2011, 12.973, de 13 de maio de 2014, 9.826, de 23 de agosto de 1999, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 11.051, de 29 de dezembro de 2004, 11.774, de 17 de setembro de 2008, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.522, de 19 de julho de 2002, 12.865, de 9 de outubro de 2013, 10.820, de 17 de dezembro de 2003, 6.634, de 2 de maio de 1979, 7.433, de 18 de dezembro de 1985, 11.977, de 7 de julho de 2009, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 9.514, de 20 de novembro de 1997, 9.427, de 26 de dezembro de 1996, 9.074, de 7 de julho de 1995, 12.783, de 11 de janeiro de 2013, 11.943, de 28 de maio de 2009, 10.848, de 15 de março de 2004, 7.565, de 19 de dezembro de 1986, 12.462, de 4 de agosto de 2011, 9.503, de 23 de setembro de 1997, 11.442, de 5 de janeiro de 2007, 8.666, de 21 de junho de 1993, 9.782, de 26 de janeiro de 1999, 6.360, de 23 de setembro de 1976, 5.991, de 17 de dezembro de 1973, 12.850, de 2 de agosto de 2013, 5.070, de 7 de julho de 1966, 9.472, de 16 de julho de 1997, 10.480, de 2 de julho de 2002, 8.112, de 11 de dezembro de 1990, 6.530, de 12 de maio de 1978, 5.764, de 16 de dezembro de

1971, 8.080, de 19 de setembro de 1990, 11.079, de 30 de dezembro de 2004, 13.043, de 13 de novembro de 2014, 8.987, de 13 de fevereiro de 1995, 10.925, de 23 de julho de 2004, 12.096, de 24 de novembro de 2009, 11.482, de 31 de maio de 2007, 7.713, de 22 de dezembro de 1988, a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006, o Decreto-Lei nº 745, de sete de agosto de 1969, e o Decreto nº 70.235, de seis de março de 1972; revoga dispositivos das Leis nºs 4.380, de 21 de agosto de 1964, 6.360, de 23 de setembro de 1976, 7.789, de 23 de novembro de 1989, 8.666, de 21 de junho de 1993, 9.782, de 26 de janeiro de 1999, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.973, de 13 de maio de 2014, 8.177, de 1º de março de 1991, 10.637, de 30 de dezembro de 2002, 10.833, de 29 de dezembro de 2003, 10.865, de 30 de abril de 2004, 11.051, de 29 de dezembro de 2004 e 9.514, de 20 de novembro de 1997, e do Decreto-Lei nº 3.365, de 21 de junho de 1941; e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, Janeiro de 2015.

BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL (BACEN). RESOLUÇÃO Nº 4.598, DE 29 DE AGOSTO DE 2017, DO CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Dispõe sobre a emissão de Letras Imobiliárias Garantidas por parte das instituições financeiras que especifica. Diário Oficial da União. Brasília, Agosto de 2017.

PÁGINAS ELETRÔNICAS

ABECIP

<<https://www.abecip.org.br/imprensa/noticias/liq-e-uma-realidade>>

(Acesso 26/02/2018).

<<https://www.abecip.org.br/imprensa/abecip-na-midia/novo-titulo-imobiliario-tem-isencao-no-imposto-de-renda-e-prazo-de-2-anos>> (Acesso em 27/03/2018).

ANBIMA

<www.anbima.com.br> (Acesso em 28/02/2018).

BANCO DO BRASIL

<<http://www.bb.com.br/pbb/pagina-inicial/voce/produtos-e-servicos/investimentos/investimentos-de-curto-prazo-e-baixo-risco/lci#/>>

(Acesso em 26/02/2018).

BANCO FATOR

<http://www.fator.com.br/banco/tesouraria/credito_corporativo/CCI.html>

(Acesso em 26/02/2018).

BM&F BOVESPA

<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/certificados-de-recebiveis-imobiliarios.htm>

RIBEIRO, Daniel de Abreu.

O contexto das Letras Imobiliárias Garantidas como novidade no mercado de crédito imobiliário brasileiro./Daniel de Abreu Ribeiro – São Paulo: Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, 2018.

47 f.

Orientadora: Profa. Ms. Pamela Gabrielle Romeu Gomes Roque

Trabalho de Conclusão de Curso – Artigo requisito parcial para a conclusão no Programa de Pós Graduação (LLM) em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa

Referências: f. 40-47

1. Letras Imobiliárias Garantidas. 2. *Covered bonds*. 3. Carteira de ativos. 4. Regime fiduciário. 5. Mercado de crédito imobiliário. 6. Certificados de Recebíveis Imobiliários. 7. Letras de Crédito Imobiliário. I. Roque, Pamela Gabrielle Romeu Gomes. II. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa. III. LLM

Daniel de Abreu Ribeiro é graduado em Direito pela Faculdade de Direito Milton Campos, de Belo Horizonte, e pós-graduando em Direito dos Mercados Financeiro e de Capitais pelo Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, de São Paulo. Já atuou como pesquisador em Direito e Ciências Sociais na Universidade Federal de Minas Gerais, e como advogado civilista consultivo e contencioso, especializado em demandas bancárias, falências e recuperação judicial. Atualmente, é advogado corporativo, na Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., instituição financeira que atua como administradora de fundos de investimento imobiliários e outros; agente fiduciário de Certificados de Recebíveis Imobiliários e debêntures; custodiante de Cédulas de Crédito Imobiliário; dentre outros serviços aos mercados financeiro e de capitais.