

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

ANA LUIZA SPANO SIANI

**OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS, OS CRÉDITOS
IMOBILIÁRIOS E OS RISCOS INTRÍNSECOS DAS OPERAÇÕES**

São Paulo

2021

ANA LUIZA SPANO SIANI

OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS, OS CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS
E OS RISCOS INTRÍNSECOS DAS OPERAÇÕES

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie como requisito parcial à obtenção do
grau de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Fortes Barbosa Filho

São Paulo

2021

ANA LUIZA SPANO SIANI

OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS, OS CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS
E OS RISCOS INTRÍNSECOS DAS OPERAÇÕES

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado à
Faculdade de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie como requisito parcial à obtenção do
grau de Bacharel em Direito.

Aprovada em:

BANCA EXAMINADORA

Dr. Marcelo Fortes Barbosa Filho
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Dr. Washington Carlos de Almeida
Universidade Presbiteriana Mackenzie

Dr. Manoel Justino Bezerra Filho
Universidade Presbiteriana Mackenzie

AGRADECIMENTOS

Agradeço aos meus pais, Eliana e André, pelo amor, carinho, cuidado e por sempre acreditarem em mim me dando apoio e incentivo para seguir meus sonhos, vocês são meus grandes exemplos de vida, muito obrigada por tudo.

Ao meu irmão, Bruno, e a toda minha família, em especial aos meus avós, por terem estabelecido famílias tão incríveis.

Não posso deixar de agradecer aos meus amigos da Mackenzie, principalmente a Luli, por ter sido minha companheira nesses 5 anos de graduação. E aos meus amigos do Araponga.

Aos/As meus/minhas chefes e ex-chefes, em especial ao Vinicius Pádua por ter me dado a oportunidade de conhecer a área de mercado de capitais e por ter se tornado um grande amigo, e ao Bruno Cerqueira por ter me apresentado e me ensinado sobre o mundo da securitização.

Por fim, agradeço ao meu orientador Dr. Marcelo, pela atenção e paciência durante a elaboração do trabalho e a todos os professores do curso de Graduação em Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie, pelos ensinamentos transmitidos durante minha jornada acadêmica.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Evolução das Emissões de CRIs - 2015 a 2021 (Total: em R\$ bilhão).....	10
Figura 2 - Fluxo de estruturação de um CRI e Agentes Envolvidos	12
Figura 3 - Fluxograma do CRI	16
Figura 4 - Crédito da dívida imobiliária	17
Figura 5 - CRI por reembolso.....	18

OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS, OS CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS E OS RISCOS INTRÍNSECOS DAS OPERAÇÕES

Ana Luiza Spano Siani

Resumo: O intuito do presente artigo é apresentar de maneira simples o funcionamento do mercado de securitização, elencando as principais estruturas disponíveis no mercado de capitais brasileiro, as regulações, direcionando o leitor para compreender melhor os principais riscos envolvidos neste tipo de operação.

Palavras-chave: Securitização; Certificados de Recebíveis Imobiliários; Créditos Imobiliários; CVM; CRI por Origem; CRI por Destinação; CRI por Reembolso.

Abstract: The purpose of this article is to present, in a simple way, the functioning of the securitization market, listing the main structures available in the Brazilian capital market, the regulations, guiding the investor to better understand the main risks involved in this type of operation.

Keywords: Securitization; Real Estate Receivables Certificates; Real Estate Credits; CVM; CRI by Origin; CRI by Destination; CRI for Refund.

Sumário: Introdução. 1. Breve histórico. 1.1. Definição e aplicabilidade. 1.2. A securitização no plano brasileiro. 2. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários e a definição de Crédito Imobiliário. 2.1. Os Certificados de Recebíveis Imobiliários. 2.2. Definição de Crédito Imobiliário. 2.3. Principais agentes. 2.4. A importância do Regime Fiduciário e da constituição do patrimônio separado. 3. Elementos da Securitização de Certificados de Recebíveis Imobiliários. 3.1. Principais estruturas de operações. 3.1.1. CRI por origem. 3.1.2. CRI por destinação. 3.1.3. CRI de reembolso. 3.2 Principais lastros. 3.2.1. Contratos típicos. 3.2.2. Contratos atípicos. 3.2.3. Instrumentos financeiros. 4. Riscos intrínsecos. 4.1. Os riscos na originação e constituição dos créditos imobiliários. 4.2. Os principais riscos discutidos pelo mercado. 4.3. Os principais riscos macroeconômicos. Conclusão. Referências.

INTRODUÇÃO

O intuito do presente trabalho é apresentar de maneira simples o funcionamento do mercado de securitização, elencando as principais estruturas disponíveis no mercado de capitais brasileiro, as regulações, direcionando o leitor para compreender melhor os principais riscos envolvidos neste tipo de operação.

Os valores mobiliários securitizados estão cada vez mais populares no mercado de capitais primário brasileiro e entre investidores classificados como profissionais (pessoa física ou jurídica que tem mais de R\$ 10 milhões em investimentos no mercado financeiro). Porém, precisam percorrer um longo caminho até se tornarem populares no mercado secundário, e popularizados entre investidores “comuns”, que não são caracterizados como profissionais. Um dos principais impeditivos de tal popularização é a complexidade das operações securitizadas, também conhecidas como operações estruturadas, pois elas envolvem uma sequência de estruturas jurídicas construídas para dar origem a este tipo de valor mobiliário.

Após a explanação sobre a estrutura dos CRIs e os pontos relevantes, abordaremos alguns dos principais riscos entendidos pelos investidores como inerentes das estruturas securitizadas, do próprio mercado de capitais e os acontecimentos externos (política, economia, inflação etc.) que podem influenciar nos retornos financeiros que os investidores dos CRIs buscam ao realizarem o investimento.

1 BREVE HISTÓRICO

1.1 DEFINIÇÃO E APLICABILIDADE

Segundo Luiz Gastão Paes de Barros Leães, em seu artigo “O conceito de Security no direito Norte Americano e o conceito análogo no direito Brasileiro”, observa que a palavra securitização se origina no termo em inglês “securitization”, o qual consiste no ato de estruturar valores mobiliários negociáveis como forma de investimento para o mercado financeiro e financiamento para aquele que origina a emissão do valor mobiliário¹.

¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de Security no direito Norte Americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*, n. 14, 1974. p. 57.

Simplificando, a securitização pode ser definida como um procedimento de antecipação de recursos, por meio do qual os créditos detidos por uma sociedade são cedidos e agrupados na forma de valores mobiliários para serem negociados e vendidos aos investidores no mercado de capitais. Desse modo, o valor captado com a venda dos papéis aos investidores é destinado ao pagamento do valor atribuído à cessão dos créditos, e a sociedade recebe antecipadamente o valor que, se não securitizado, seria recebido de maneira parcelada em um prazo maior. Como uma espécie de financiamento assegurado pelo retorno que esses créditos gerarão no futuro.

Alguns autores também defendem que a securitização é um meio de alocação do risco de crédito, onde o risco do “financiamento” através da securitização é distribuído entre os investidores na proporção das parcelas de capital representadas pelos títulos e/ou cotas adquiridas por cada um, diferentemente do financiamento bancário tradicional, em que o risco fica concentrado no banco financiador. Sendo que, além da dispersão de risco, na visão dos investidores, o mecanismo da securitização também funciona como uma delimitação de risco, já que seu risco é limitado ao lastro da emissão e a proporção dos títulos que cada investidor adquiriu. Nas palavras de Uinie Caminha:

[...] o financiamento mediante empréstimo bancário, concentra o risco em uma só instituição, enquanto o financiamento via mercado de capitais permite que cada investidor decida o quanto de risco irá assumir em cada empreendimento, já que a captação de recursos é fracionada por meio de títulos ou valores mobiliários.²

Na visão de autores como João Calvão da Silva³, é elemento intrínseco da securitização a “interligação” ou dos negócios jurídicos componentes da operação, o que também define como um “processo” único composto de várias etapas. Tais etapas consistem em: (i) cessão de créditos entre cedente e a Companhia Securitizadora; (ii) emissão de títulos lastreados pelos créditos cedidos (iii) disponibilização dos créditos no mercado com o intuito de adquirir, por meio dos investidores, o valor dos créditos; (iii) satisfação dos direitos do cedente; e (iv) remuneração dos investidores, bem como das despesas incorridas para a realização da operação.

A securitização se estrutura mediante a transferência, por parte da cedente dos créditos, para uma Companhia Securitizadora de créditos (agente que será melhor discutido nos

² CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo. Editora Saraiva, 2007. p. 54.

³ SILVA, João Calvão da. *Titularização de Créditos – Securitization*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2005. p. 7-8.

próximos capítulos). A Securitizadora por sua vez, ao adquirir os créditos, utilizará o fluxo de caixa esperado por tais créditos como lastro para a emissão de títulos no mercado de capitais, sempre compatibilizando o montante esperado de recebíveis com o montante que se pretende captar com os investidores. Assim, por meio dessa emissão, a Companhia Securitizadora capta, junto aos investidores, os recursos referentes aos créditos e os repassa ao cedente como pagamento da cessão. Cria-se assim um negócio jurídico complexo, formado por diversas etapas e instrumentos individuais que, na securitização, são analisados e criados em conjunto. Por isso, um dos nomes utilizados para uma operação de securitização, é operação estruturada, devido às múltiplas “fases” sucessivas que objetivam a viabilização de novos valores mobiliários. Segundo Uinie Caminha:

Estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico indireto [...] – que envolve a cessão e a segregação de ativos de uma sociedade, ou um fundo de investimentos que emite títulos garantidos pelos ativos segregados. Esses títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos.⁴

Os créditos objeto da securitização, ao lastrearem a emissão de valores mobiliários, garantem risco de crédito inferior àquele de valores mobiliários emitidos diretamente pela própria companhia, pois a viabilização de uma operação de securitização se baseia na capacidade dos próprios créditos gerarem fluxo de caixa suficiente para pagar o valor mobiliário emitido. O que não ocorre quando os valores mobiliários são emitidos pela própria companhia, por exemplo no caso da emissão de ações, onde a sua capacidade de pagamento influencia diretamente no risco de crédito da operação e na capacidade de liquidação dos valores mobiliários emitidos.

Claro que, mesmo que garantindo uma maior segurança, os valores mobiliários securitizados ainda apresentam inúmeras possibilidades de risco ao investidor, conforme abordaremos no último capítulo deste artigo.

1.2 A SECURITIZAÇÃO NO PLANO BRASILEIRO

Na história brasileira, o financiamento empresarial tradicional sempre esteve atrelado ao financiamento bancário (em sua grande maioria advindo do BNDES) ou à utilização de

⁴ CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo. Editora Saraiva, 2007. p. 38-39.

recursos do próprio Estado, por meio do desenvolvimento da atividade econômica através das empresas estatais ou empresas de capital misto⁵, esse cenário que muitas vezes era restrito a poucas empresas devido à escassez desses recursos. Com o tempo e desenvolvimento do país, viu-se a necessidade de se criarem alternativas ao modelo tradicional, surgindo, assim, inicialmente, a figura do mercado de capitais e, conseqüentemente, da securitização.

Embora seja constatado que a fase regulatória da securitização se iniciou no Brasil na década de noventa, é possível observar que a securitização em si nasce a partir de um conjunto de operações de crédito anteriores ao surgimento regulatório, em decorrência da necessidade de novos instrumentos que possibilitassem o financiamento de grandes projetos. É possível dizer que o verdadeiro surgimento da securitização seguiu a linha de que:

[...] o processo de desenvolvimento das economias contemporâneas, predominantemente monetárias, levou ao surgimento de diversos instrumentos que como sucedâneos da moeda e a partir de um processo de especialização permitem atender algumas necessidades dos agentes econômicos, em especial no que tange à administração de riscos. Esses arranjos e instrumentos são fruto do que se convencionou chamar de “inovação financeira [...]”.⁶

No Brasil, o mercado imobiliário pode ser considerado como o berço da securitização no país. A Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei nº 9.514/97”), responsável por criar as Companhias Securitizadoras de crédito, também instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (“SFI”) objetivando a fomentação do mercado secundário para créditos imobiliários através da securitização de tais créditos. A criação de tais institutos tornaram possível a captação de recursos privados com a destinação ao segmento imobiliário do país, como forma alternativa de financiamento à tradicionalmente utilizada na época. Assim dispõe o artigo 3º da Lei nº 9.514/97:

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

⁵ COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de Capitais*. Uma trajetória de 50 anos. São Paulo: Imprensa Oficial, 2006. p. 43.

⁶ YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Elsevier, 2009. p. 62.

Apesar de ser uma opção de investimentos recente no mercado de capitais brasileiro, e se tratar de uma operação que envolve estruturas jurídicas de segregação dos riscos da emissora e das devedoras, ou seja, uma operação mais complexa que outras emissões de valores mobiliários, a securitização vem se popularizando mais a cada ano, principalmente entre investidores mais experientes, e ganhando a atenção dos investidores. São diversos os tipos de securitização existentes na legislação brasileira, dentre todas as modalidades disponíveis, a securitização imobiliária, lastreada em créditos imobiliários, será o foco do presente trabalho.

2 OS CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS E A DEFINIÇÃO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

2.1 OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários, também conhecidos como CRI(s), foram instituídos pela Lei nº 9.514/97, a qual passa, nos termos do seu artigo 6º, parágrafo único, a classificar os CRIs como títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários e que constituem promessa de pagamento em dinheiro.

Em 1998 a CVM publicou a Instrução de nº 284, de 24 de julho de 1998, sua primeira instrução regulamentando a emissão dos CRIs como um valor mobiliário passível de serem ofertados publicamente, a qual foi posteriormente revogada pela Instrução CVM nº 414 de 30 de dezembro de 2004, que permanece em vigor até hoje. Os valores mobiliários são instrumentos de extrema importância para o mercado de capitais, pois são eles os responsáveis por viabilizarem a circulação de riquezas. Nesse sentido, os CRIs ganham natureza de valor mobiliário devido aos incisos III e IX do artigo 2º da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976, a qual dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e foi a responsável por criar a Comissão de Valores Mobiliários.

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

[...]

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

[...]

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

Os CRIs devem, obrigatoriamente, ser lastreados em créditos imobiliários que constituem promessa de pagamento em dinheiro, e serão obrigatoriamente emitidos por uma Companhia Securitizadora. Ademais, os CRIs são valores mobiliários passíveis de circulação no mercado secundário e podem ser negociados em ambientes administrados por entidades do mercado de balcão organizado ou por bolsa de valores, sendo a CVM a entidade autárquica criada para ser responsável por sua fiscalização.

Entende-se como mercado secundário e mercado primário, nas palavras de Nelson Eizirik:

No mercado primário ocorrem as emissões públicas de novos valores mobiliários, mediante a mobilização da poupança popular. É no mercado primário que se atende à finalidade principal do mercado de capitais, que é a de permitir a captação de recursos do público.

[...]

Já no mercado secundário, não há o ingresso de recursos para as companhias emissoras, inexistindo a emissão de novos títulos. Na realidade, as operações de mercado secundário são realizadas entre os poupadores, sem qualquer vinculação com a companhia que emitiu os valores mobiliários.

A função essencial do mercado secundário é a de conferir liquidez aos valores mobiliários, permitindo que os seus adquirentes possam vendê-los rapidamente. Sem a existência de um mercado secundário ativo, ficariam muito prejudicadas as operações de captação de novos recursos no mercado primário, uma vez que os poupadores teriam dificuldade para alienar os valores mobiliários por eles adquiridos.⁷

Os CRIs oferecem aos seus investidores dois tipos de rendimentos financeiros: (i) o retorno do seu capital investido, chamado de amortização, e (ii) o retorno que “excede” ao capital investido na compra do CRI, chamado de remuneração ou juros. Portanto, os CRIs são considerados rendimentos de renda fixa, o que, nas palavras de Alexandre Assaf Neto significa:

Os títulos de renda fixa definem, em sua emissão, as condições de negociação, como a taxa de juros prometida, prazo de emissão, forma de pagamento de juros (ao final ou em parcelas periódicas) etc.

A taxa de juros de um título de renda fixa representa, ao mesmo tempo, o retorno do investidor (tomador do dinheiro) e o custo do dinheiro a ser pago pelo tomador dos fundos (custo de captação).⁸

⁷ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. São Paulo: Renovar, 2011.p.10

⁸ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 15. ed. Barueri: Atlas, 2021.p.191.

2.2 DEFINIÇÃO DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO

Requisito essencial para a existência dos CRIs, os Créditos Imobiliários são objeto de inúmeras discussões e questionamentos entre juristas e doutrinadores que estudam a securitização e o mercado de capitais. A Lei nº 9.514/1997 trouxe a necessidade de os CRIs serem lastreados por Créditos Imobiliários, porém, referida lei não legislou sobre quais as características que devem conter os créditos para que sejam classificados como imobiliários. A procuradoria Federal Especializada esclareceu que:

A intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário. Assim, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel em questão, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta.⁹

Alguns doutrinadores, como Melhim Calhub¹⁰, defendem que, para ser classificado como imobiliário, o crédito deve estar vinculado, necessariamente, a aquisição ou construção de um imóvel, enquanto outros autores acreditam que o conceito pode ser ampliado, abraçando também os créditos que são oriundos ou garantidos pelos frutos ou rendimentos de um imóvel, da sua exploração, construção ou aquisição. Existem também aqueles doutrinadores que são ainda mais flexíveis e defendem que basta apenas que o crédito seja garantido por um direito real de garantia, tal como a hipoteca, para que ele possa ser considerado como imobiliário.

De acordo com o entendimento de Melhim Calhub:

[...] é recomendável que o crédito seja conceituado em função do vínculo real que prende certo imóvel à satisfação de determinado crédito, de modo a assegurar-se ao credor o direito de se apropriar do conteúdo econômico do imóvel em caso de mora ou inadimplemento do devedor, obviamente até o limite do valor do seu crédito.¹¹

⁹ CVM. *Processo CVM nº RJ 2002/3032*. Ata de Reunião do Colegiado nº 12, de 26.03.2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisoes/2013/20130326_R1.html. Acesso em: 6 nov. 2021.

¹⁰ CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 515.

¹¹ CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação Fiduciária, Incorporação Imobiliária e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012. p. 515.

Tal omissão legislativa abriu espaço para que o conceito de Crédito Imobiliário praticado no mercado fosse definido, principalmente, de acordo com os paradigmas formados pela CVM no âmbito de processos administrativos e consultas públicas. Nesse contexto, originalmente, os Créditos Imobiliários podiam ser enquadrados basicamente em duas classificações: (i) Créditos Imobiliários por origem, ou seja, quando o crédito já é imobiliário desde o início da operação, decorrente de obrigações relacionadas a um negócio naturalmente imobiliário, como por exemplo a compra e venda de um imóvel; ou (ii) Créditos Imobiliários por destinação, quando os recursos captados no mercado são destinados ao mercado imobiliário, como por exemplo o desenvolvimento de um empreendimento imobiliário.

Um marco extremamente importante acerca do entendimento da CVM sobre os Créditos Imobiliários por destinação foi a decisão no Processo CVM SEI nº 19957.010578/2017-50¹², no âmbito do registro de oferta de CRI lastreados em debêntures de emissão da RedeD’Or São Luiz S.A. destinados à construção, reforma ou ampliação de imóveis explorados para empreendimentos hospitalares, sem que houvesse a necessidade de comprovar que a devedora era atuante no setor imobiliário. Antes dessa decisão, a CVM somente permitia CRIs lastreados em Créditos Imobiliários por destinação quando a companhia tomadora da dívida era companhia aberta e atuante direta do setor imobiliário. É possível concluir que, tanto na origem como na destinação, os Créditos Imobiliários sempre devem ter relação com determinado imóvel ou negócio imobiliário.

Recentemente, devido às inúmeras provocações recebidas pela CVM questionando novos tipos de créditos passíveis de se enquadrarem como Créditos Imobiliários, a autarquia decidiu ampliar seus entendimentos, englobando duas novas possibilidades ao conceito de Créditos Imobiliários, quais sejam: (i) o “home equity” que é o uso de empréstimos garantidos por alienação fiduciária de imóveis¹³; e (ii) operações cuja a destinação dos recursos esteja vinculada ao reembolso de despesas já incorridas com custos relativos diretamente à aquisição, construção ou reforma de imóveis, desde que observadas certas regras e condições¹⁴.

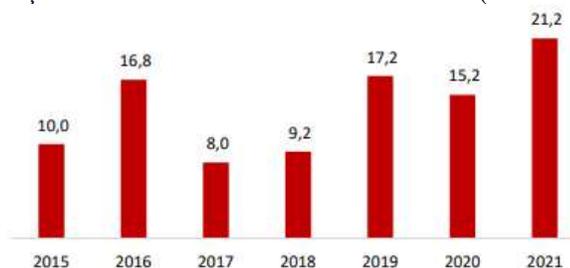
¹² CVM. *Processo CVM SEI nº 19957.010578/2017*. Memorando nº 65/2017-CVM/SER/FER-1. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171212/0869.pdf>. Acesso em: 7 nov. 2021.

¹³ CVM. *Processo CVM SEI nº 19957.008927/2017-73*. Reg. Col. nº 1365/2019. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2018/20180116_R1/20180116_D0894.html. Acesso em: 6 nov. 2021.

¹⁴ CVM. *Processo CVM SEI nº 19957.001522/2017-12*. Reg. Col. nº 1365/2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190702/1365DFP.pdf>. Acesso em: 6 nov. 2021.

Apesar de toda a insegurança jurídica envolvendo a definição de Crédito Imobiliário, verificamos na tabela abaixo o constante crescimento das emissões de CRI, com base em dados públicos disponibilizados pela ANBIMA¹⁵, que, mesmo diante de todos os desafios presentes em 2020, apresenta grande crescimento em termos de valores arrecadados pelas emissões.

Figura 1 - Evolução das Emissões de CRIs - 2015 a 2021 (Total: em R\$ bilhão)



Fonte: ANBIMA, 2021.

2.3 PRINCIPAIS AGENTES

Como mencionado anteriormente, os CRIs devem, obrigatoriamente, ser emitidos pela Companhia Securitizadora de Créditos. A Securitizadora foi instituída no ordenamento jurídico através da Lei nº 9.514/97, e seu principal objetivo é ser o agente segregador do risco dos Créditos Imobiliários que estão sendo utilizados como lastro da operação. Dada a relevância das Companhia Securitizadoras, a CVM, visando assegurar a proteção dos interesses dos investidores, regulou, por meio da Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2014, que qualquer oferta pública de CRI só pode se iniciar após a concessão de registro de companhia aberta para a Securitizadora que irá realizar a emissão.

A Securitizadora é a responsável por instituir o regime fiduciário para cada emissão de CRI, o que, nada mais é do que a vinculação da emissão aos Créditos Imobiliários específicos utilizados como lastro, criando o patrimônio separado. O regime fiduciário e o patrimônio separado são extremamente importantes para garantir a segurança dos interesses dos investidores e será tratada com mais detalhes durante este trabalho.

Outra figura essencial para a constituição das operações securitizadas é a do Agente Fiduciário. O papel do Agente Fiduciário é de representar a comunhão de investidores do valor

¹⁵ ANBIMA. *Boletim de Mercado de Capitais*. São Paulo: ANBIMA, 2021 Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em: 6 nov. 2021.

mobiliário em questão, o que se torna mais importante a depender da pulverização (quantidade) de investidores para cada emissão, devendo este usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos investidores.

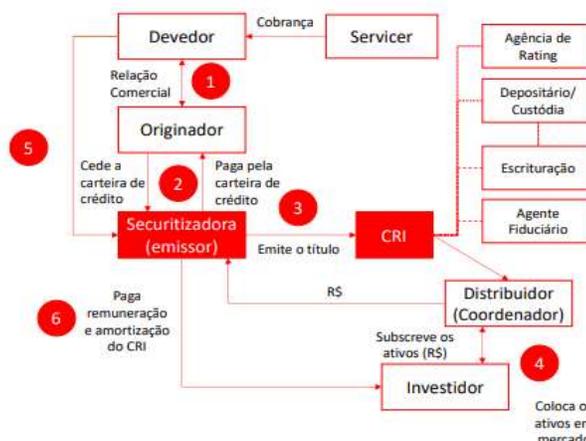
O Agente Fiduciário foi instituído pelos artigos 66 e seguintes da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”) e pela Instrução Normativa da CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983, a qual foi alterada pela Instrução Normativa da CVM nº 123, de 12 de junho de 1990.

Nesse sentido, o Agente Fiduciário e a Securitizadora são os responsáveis por realizar a análise e o acompanhamento dos Créditos Imobiliários uma vez que a emissão tenha sido concluída, ficando a cargo destes garantir que a operação não perca seu lastro.

Outra importante figura nas estruturações das ofertas é o Assessor Jurídico. Como a securitização é uma atividade regulamentada, é crucial que todas as suas etapas sejam acompanhadas da assessoria de advogados para garantir uma estrutura jurídica baseada em pareceres legais que, conseqüentemente, garantem mais segurança à emissão. Assim, o Assessor Jurídico é o responsável pela preparação de toda a documentação envolvida no processo, bem como na etapa de auditoria legal, em que são checados os principais aspectos jurídicos relacionados ao cedente dos Créditos Imobiliários e ao projeto.

Existem também outras importantes figuras nas operações securitizadas, a depender de suas complexidades, tais como o Banco Escriturador e Liquidante, a Agência Classificadora de Riscos, o Distribuidor, entre outros, os quais não serão tratados no presente trabalho.

Figura 2 - Fluxo de estruturação de um CRI e Agentes Envolvidos



Fonte: ANBIMA – Estudos Especiais Produtos de Captação¹⁶

2.4 A IMPORTÂNCIA DO REGIME FIDUCIÁRIO E DA CONSTITUIÇÃO DO PATRIMÔNIO SEPARADO

Conforme tratamos no item anterior, um dos principais papéis da Securitizadora é instituir o regime fiduciário nas operações de securitização. O regime fiduciário foi estabelecido pelo artigo 9 da Lei nº 9.514/1997, e ele é o instituto que permite que os Créditos Imobiliários cedidos para se tornarem lastro dos CRIs sejam destinados exclusivamente ao pagamento dos CRIs aos quais estão vinculados.

Vejamos a redação da Lei nº 9.514/1997:

Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.

A formalização do regime fiduciário se dá através de declaração unilateral da Securitizadora no Termo de Securitização, principal documento de criação dos CRIs. Uma vez instituído o regime fiduciário sobre os Créditos Imobiliários, este será submetido a diversas condições, dentre as quais observamos a obrigação de criação de um patrimônio separado, o

¹⁶ ANBIMA. *Produtos de Captação: Certificados de Recebíveis Imobiliários*. 1. ed. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estudos/mercado-de-capitais/produtos-de-captacao/produtos-de-captacao.htm. Acesso em: 6 nov, 2021.

qual será o principal instrumento que irá manter os Créditos Imobiliários separados do patrimônio comum da Securitizadora (emissora da operação), até o resgate da totalidade dos CRIs.

A criação do patrimônio separado é extremamente importante para que ocorra a afetação dos Créditos Imobiliários como lastro de determinada operação (regime fiduciário), ou seja, vai garantir que os Créditos Imobiliários em questão destinem-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, aos custos decorrentes da administração dos créditos e suas obrigações fiscais. Segundo Manoel Justino Bezerra Filho:

Os termos “patrimônio especial”, “patrimônio separado” ou “patrimônio de afetação” têm sido usados indiferentemente pelos autores, para significar o mesmo fenômeno jurídico consistente na especialização de determinada quantidade de bens que se caracterizam pelo fato de estarem destinados a uma finalidade própria, diferente da finalidade do patrimônio geral que é a de servir de garantia ao cumprimento das obrigações assumidas pelo titular do patrimônio.¹⁷.

O patrimônio separado fundamental aos investidores, tendo em vista que a sua instituição irá garantir que, independentemente dos problemas financeiros que a Securitizadora venha a ter, o lastro de sua operação estará protegido, garantindo que todo seu valor será inteiramente voltado ao pagamento do CRI a ele vinculado, inclusive em caso de falência, liquidação ou recuperação judicial da Securitizadora, conforme dispõe o artigo 11 da Lei 9.514/1997 que diz o que segue:

Art. 11. Os créditos objeto do regime fiduciário:

- I - constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora;
- II - manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados;
- III - destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;
- IV - estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora;
- V - não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam;
- VI - só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados.

¹⁷ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. 2. ed. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2014.p.73.

A Securitizadora também se beneficia da criação do patrimônio separado uma vez que, mesmo na qualidade de emissora dos CRIs, ela somente responderá com seu patrimônio próprio por prejuízos ou insuficiência do patrimônio separado caso seja comprovado que: (i) houve descumprimento de disposição legal ou regulamentar; (ii) desvio de finalidade; (iii) negligência; ou (iv) administração temerária.

Importante destacar que, mesmo que o patrimônio separado exista para garantir a vinculação do Crédito Imobiliário com o CRI, ele não garante a rentabilidade esperada, nem que o investidor não incorrerá em nenhuma perda. Por mais que a quantidade de Crédito Imobiliário seja estruturada para garantir que o CRI terá 100% de lastro, muitas vezes, por se tratarem de Créditos que são recebidos em parcelas, existem inúmeras possibilidades em que um descasamento venha a acontecer. Tais riscos são os riscos inerente à criação e à originação dos Créditos Imobiliários e ficarão mais claros no decorrer do presente artigo.

3 ELEMENTOS DA SECURITIZAÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

3.1 PRINCIPAIS ESTRUTURAS DAS OPERAÇÕES

Existem diversos tipos de estruturas possíveis para uma operação de securitização, a seguir vamos tratar de algumas estruturas que podem ser consideradas as mais usuais no mercado em operações de CRI por destinação, CRI por origem e CRI por reembolso.

Antes de adentrar nas especificidades de cada estrutura, o ponto inicial de toda operação de securitização, após a definição do lastro, é a cessão do Crédito Imobiliário. A cessão de crédito está prevista nos artigos 286 a 298 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (“Código Civil”), e é através dela que o crédito se torna apto a lastrear a emissão de valores mobiliários. Vejamos alguns dos artigos supramencionados:

Art. 286. O credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação.

[...]

Art. 288. É ineficaz, em relação a terceiros, a transmissão de um crédito, se não celebrar-se mediante instrumento público, ou instrumento particular revestido das solenidades do § 1º do art. 654.

[...]

Art. 290. A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita.

[...]

Art. 295. Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé.

Art. 296. Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor.

Observamos no artigo 295 do Código Civil que, na cessão onerosa, caso dos Créditos Imobiliários lastro das operações de CRI, o cedente dos créditos é responsável pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu, sendo, portanto, tal responsabilidade intrínseca ao negócio jurídico formador dos CRIs.

É por meio da cessão de créditos que a companhia originadora dos Créditos Imobiliários (quem irá receber os recursos) cede seus direitos e obrigações a Companhia Securitizadora, de modo que a Companhia Securitizadora passará a subrogá-la e, assim, conseguirá emitir o valor mobiliário lastreado nos Créditos Imobiliários cedidos. Tal etapa é oficializada através da celebração de instrumento público ou instrumento particular, a depender do que for acordado entre as partes.

Para ser considerada válida, a cessão de créditos, além de observar os requisitos dos artigos 286 a 298 do Código Civil, devem também respeitar o artigo 104 do Código Civil, que diz o que segue:

Art. 104. A validade do negócio jurídico requer:

I – agente capaz;

II – objeto lícito, possível, determinado ou determinável;

III – forma prescrita ou não defesa em lei.

Outro contrato usual na estruturação de um CRI, que não necessariamente é obrigatório, mas que encontramos na grande maioria das operações, é a Escritura de Cédula de Crédito Imobiliário (CCI). A CCI foi criada pela Medida Provisória nº 2.223, de 04 de setembro de 2001, e convertida na Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004, com o intuito de representar os Créditos Imobiliários, sendo geralmente emitida em ato subsequente a cessão de créditos, pela Companhia Securitizadora.

A CCI é o instrumento que representará os Créditos Imobiliários e será vinculado ao Termo de Securitização, documento celebrado entre a Companhia Securitizadora e o Agente

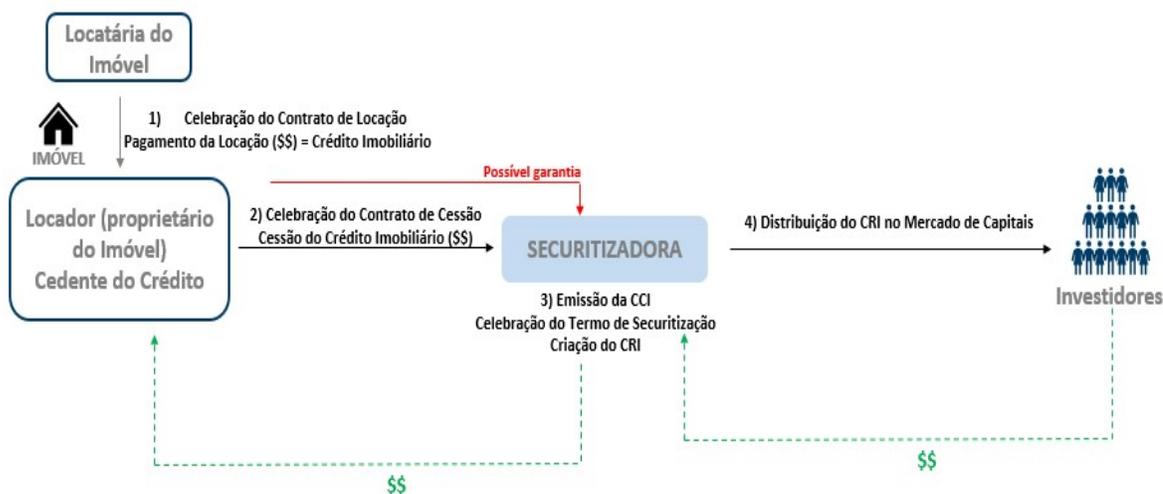
Fiduciário e que é responsável por criar o Valor Mobiliário. A CCI poderá ser integral, quando representar a totalidade do Crédito Imobiliário, ou fracionária quando representar somente parcela dos Créditos Imobiliários cedidos. No Termo de Securitização, a CCI deverá estar indicada com, no mínimo, as seguintes informações: número, série, valor e instituição custodiante.

3.1.1 CRI por origem

A estrutura mais tradicional de CRIs é a que envolve o lastro de CRI por origem. Conforme já discutimos no presente trabalho, o CRI por origem é aquele em que o crédito já é imobiliário em sua própria natureza, ou seja, desde o início da operação. Em referidos tipos de operação, a companhia tomadora da dívida é usualmente chamada de Cedente.

No CRI por Origem, o Cedente do Crédito Imobiliário irá cedê-lo para a Securitizadora que, por sua vez, na qualidade de nova detentora dos Créditos Imobiliários, emitirá uma CCI representativa dos mesmos, e irá vinculá-la ao Termo de Securitização, possibilitando assim a criação do CRI e a distribuição no mercado para os investidores. O montante adquirido mediante a oferta dos CRIs será equivalente ao valor dos Créditos Imobiliários cedidos e, com essa captação, a Securitizadora pagará o Cedente pela cessão dos Créditos Imobiliários, concluindo assim a antecipação de recursos, objetivo principal da emissão de CRI.

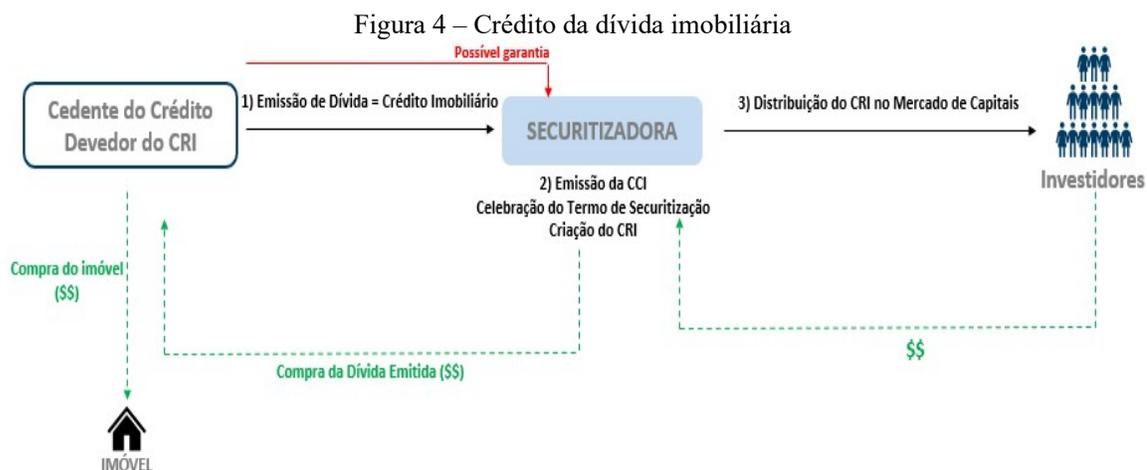
Figura 3 - Fluxograma da CRI



Fonte: (elaboração própria)

3.1.2 CRI por destinação

Já no CRI por Destinação, aquele em que os recursos captados no mercado são destinados ao mercado imobiliário, o Cedente, também chamado de Devedor, emite um título de dívida que será adquirido diretamente pela Securitizadora. A Securitizadora passa então a ser a credora dos créditos decorrentes da dívida emitida e, com base neles, irá emitir a CCI. A CCI será vinculada ao Termo de Securitização possibilitando a criação do CRI e a distribuição no mercado para os investidores. Diferentemente do CRI por origem, neste caso o montante adquirido mediante a oferta dos CRIs será equivalente ao valor da dívida emitida pelo Devedor e, com a captação junto aos investidores, a Securitizadora pagará o Devedor pelos Créditos da Dívida, de modo que o Devedor irá, obrigatoriamente, utilizar os recursos com algo que seja relacionado ao setor imobiliário, como por exemplo, a compra ou construção de um imóvel, caracterizando o crédito da dívida como um Crédito Imobiliário.



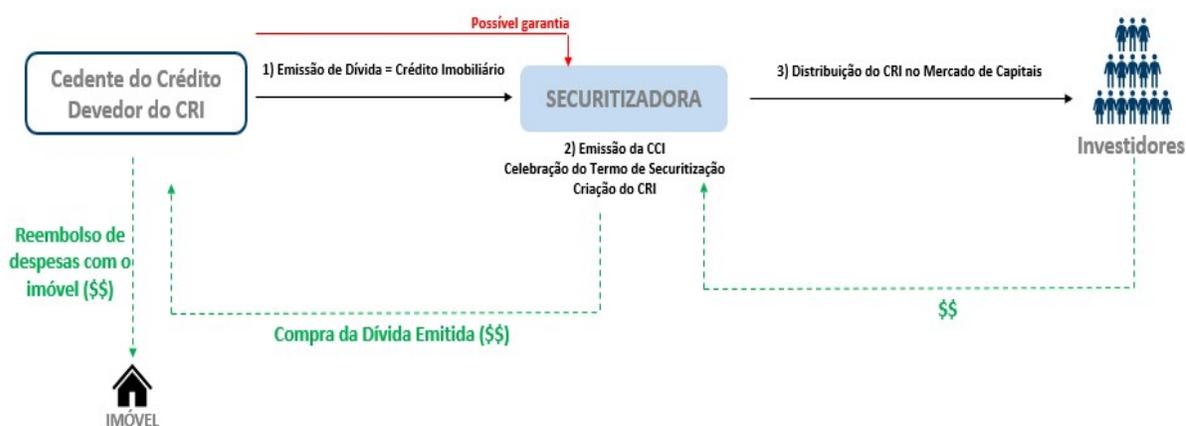
Fonte: (elaboração própria)

Tendo em vista que, no caso do CRI por destinação, o Crédito não nasce imobiliário, mas ganha tal título exclusivamente por causa da destinação dos recursos adquiridos com a oferta, o devedor deverá se obrigar a utilizar 100% dos recursos adquiridos com a captação no setor imobiliário. Referida obrigação deverá constar expressamente nos documentos que formalizam a operação. Nesses casos, o Agente Fiduciário tem um papel importante, pois será sua responsabilidade verificar, de tempos em tempos conforme estipulado na oferta, que o recurso foi/está sendo corretamente utilizado durante todo o período do CRI.

3.1.3 CRI por reembolso

O CRI por reembolso funciona de maneira semelhante ao CRI por destinação já que, no seu caso, o crédito também se torna imobiliário a depender de sua destinação, que deverá ser o reembolso de despesas que já foram incorridas no desenvolvimento/ compra e/ou reforma de algum imóvel. Sendo que, os recursos adquiridos com a oferta podem ser aplicados de forma parcial ou integral no reembolso de despesas, criando assim a possibilidade de múltiplos lastros, onde o devedor pode aplicar parte do recurso em mais de um tipo de destinação imobiliária.

Figura 5 - CRI por reembolso



Fonte: (elaboração própria)

No caso do CRI por reembolso, a CVM instituiu algumas regras adicionais que devem ser respeitadas, tais como: (i) as despesas imobiliárias objeto de reembolso sejam detalhadas nos documentos da oferta, com indicação dos valores envolvidos, dos imóveis e respectivas matrículas e informações dos Cartórios de Registro de Imóveis em que referidos imóveis estejam registrados; (ii) as despesas imobiliárias objeto de reembolso tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRI; e (iii) os documentos comprobatórios das despesas

imobiliárias (tais como notas fiscais e escrituras) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário da emissão dos CRI¹⁸.

3.2 PRINCIPAIS LASTROS

O Código Civil é a lei responsável por regular os vinte e três tipos de contratos nominados, que são aqueles que têm designação própria. Entretanto, a lei não consegue abranger todas as possíveis situações que levam a necessidade de celebração de um contrato. Tal situação faz com que surjam outros tipos de contrato prevendo relações jurídicas que não necessariamente estão previstas no Código Civil ou em leis especiais. Tais contratos recebem a denominação de contratos atípicos, os quais, segundo são: “contratos sob medida, em contraposição aos típicos, que seriam para ele os já confeccionados”¹⁹. Segundo o autor Carlos Roberto Gonçalves:

Contratos típicos, por outro lado, são os regulados pela lei, os que têm o seu perfil nela traçado. Não é o mesmo que contrato nominado, embora costumem ser estudados em conjunto, porque todo contrato nominado é típico e vice-versa.

Contratos atípicos são os que resultam de um acordo de vontades, não tendo, porém, as suas características e requisitos definidos e regulados na lei. Para que sejam válidos basta o consenso, que as partes sejam livres e capazes e o seu objeto lícito (não contrariem a lei e os bons costumes), possível, determinado ou determinável e suscetível de apreciação econômica.²⁰

Preceitua, com efeito, o art. 425 do atual Código Civil: “É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.”

3.2.1 Contratos típicos

Os principais contratos típicos utilizados como lastro das emissões de CRI são aqueles envolvidos, em sua grande maioria, nos CRI por Origem. A título exemplificativo, e por serem

¹⁸ SCHNEIDER, Marina Anselmo; BULLAMAH, Frederico Kerr; TUCA, Bruno Mastriani Simões. CVM autoriza reembolso de despesas imobiliárias via emissão de CRI. *Mattos Filho*, 15 jul. 2019. Disponível em: <https://www.mattosfilho.com.br/noticia/cvm-autoriza-reembolso-de-despesas-imobiliarias-via-emissao-de-cri/3915>. Acesso em: 25 out. 2021.

¹⁹ PEREIRA, 1972, p. 59 apud GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. 17. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2020. 3 v. p. 116.

²⁰ GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. 17. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2020. 3 v.p. 116-117.

os mais usuais no mercado, podemos mencionar o Contrato de Compra e Venda e o Contrato de Locação.

O Contrato de Compra e Venda, regido pelo artigo 481 e seguintes do Código Civil, é contrato bilateral oneroso onde uma das partes (vendedor) se obriga a transferir o domínio de uma coisa à outra Parte (comprador), através da contraprestação de certo preço em dinheiro.²¹

A transferência do domínio da coisa envolvida depende, além da celebração do Contrato de Compra e Venda, de outro ato denominado tradição, que nada mais é do que o respectivo registro do contrato no Cartório de Registro. A tradição de bens imóveis está prevista nos artigos 1.227 e 1.245 do Código civil e dispõe o artigo 1.267 do Código Civil, com efeito, que “a propriedade das coisas não se transfere pelos negócios jurídicos antes da tradição”. Do mesmo modo, nos termos do artigo 1.227 do CC “os direitos reais sobre imóveis constituídos, ou transmitidos por atos entre vivos, só se adquirem com o registro no Cartório de Registro de Imóveis dos referidos títulos (arts. 1.245 a 1.247), salvo os casos expressos neste Código.”

Para a Compra e Venda de bens Imóveis, o Contrato deve contemplar, minimamente, os seguintes elementos: (i) consentimento das Partes, o que pressupõe a capacidade das mesmas para vender e compra e a livre e espontânea vontade; (ii) a existência coisa que está sendo transferida, sendo nula a venda de coisa inexistente; (iii) o preço, elemento essencial determinado pelo livre debate entre as Partes, sendo que, sem ele, a venda é considerada nula.

De acordo com Eduardo Espínola²², conforme citado por Carlos Roberto Gonçalves:

[...] aos elementos coisa, preço e consentimento acrescenta-se um quarto requisito, a forma, que é exigida na compra de bens imóveis, não é o último requisito, todavia, essencial na generalidade dos casos e, por essa razão, não retira da compra e venda o genérico caráter consensual.²³

Além do Contrato de Compra e Venda, outro contrato típico frequentemente utilizado como lastro nas operações de CRI é o Contrato de Locação. No Contrato de Locação uma das Partes se obriga a conceder à outra, por um prazo determinado, o uso e gozo de uma coisa não fungível mediante uma remuneração devidamente estabelecida.

²¹ Cf. ESPÍNOLA, Eduardo. *Dos contratos nominados no direito civil brasileiro*. Campinas: Bookseller, 2002. p.

²³ CARVALHO DE MENDONÇA, Manuel Inácio. *Contratos no direito civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1957. 1 v. p. 364; GONÇALVES, Luís da Cunha. *Dos contratos em especial*. Lisboa: Ática, 1953. p. 256; GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2019. p. 245; PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2003. p. 172.

²² ESPÍNOLA, Eduardo. *Dos contratos nominados no direito civil brasileiro*. Campinas: Bookseller, 2002. p. 31-32.

²³ GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. 17. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2020. 3 v. p. 221.

No Direito Civil, o Contrato de Locação é considerado como um contrato: (i) bilateral, pois gera obrigações para as Partes envolvidas; (ii) oneroso, uma vez que a principal obrigação daquele que figura como Locatário é o pagamento da prestação onerosa ao Locador; (iii) consensual, já que deve existir a vontade entre as Partes; (iv) cumulativo, visto que as prestações recíprocas são certas e não aleatórias; e (v) não solene, pois sua forma é livre a depender da existência ou não da constituição de garantia.

Assim como o Contrato de Compra e Venda, segundo Carlos Roberto Gonçalves, o Contrato de Locação também deve observar a existência de, no mínimo, os seguintes elementos: (i) objeto, que pode ser coisa móvel ou imóvel, sendo que, no caso dos Contratos de Locação lastros de CRI o objeto deve sempre ser um imóvel; (ii) o preço, para garantir a onerosidade do contrato; e (iii) e o consentimento das Partes.

O CRI lastreado no Contrato de Locação deverá sempre observar, além dos valores devidos a título de aluguel, o prazo do contrato em questão para garantir que o mesmo acomodará o prazo da operação. Nesse sentido, o Contrato de Locação, assim como o Contrato de Compra e Venda, é tipicamente imobiliário e por isso, os créditos decorrentes do aluguel ou da compra são considerados como Crédito Imobiliário por origem.

3.2.2 Contratos atípicos

Os contratos atípicos também são utilizados, em sua grande maioria, como lastro de operações de CRI por origem. A título exemplificativo, e por serem os mais usuais no mercado, podemos mencionar o Contrato de *Sale and Lease Back* e o Contrato de *Built to Suit*.

O *Sale and Lease Back* é o negócio imobiliário no qual a propriedade do imóvel é vendida para posteriormente ser locada para o antigo proprietário do imóvel. Ou seja, é uma mistura entre o Contrato de Compra e Venda e o Contrato de Locação já que o comprador do imóvel, no ato da compra do imóvel, tem, de antemão, a garantia de receber o crédito imobiliário advindo a locação.

Para a sociedade que é originariamente a proprietária do imóvel, o Contrato de *Sale and Lease Back* é vantajoso, pois ela recebe o valor do ativo para compor seu capital de giro, o que poderá ser investido no desenvolvimento de sua atividade fim gerando mais capital, o qual futuramente poderá ser utilizado para reaver o imóvel pelo preço acordado entre as Partes, findo o prazo estipulado para a locação e conforme acordado no próprio Contrato. Enquanto a

vantagem para o adquirente do imóvel é a nova fonte de renda que passará a ter, tendo em vista que o antigo proprietário fica obrigado ao pagamento mensal de aluguéis.

O contrato *Built to Suit* é o contrato no qual o locatário contrata o locador para promover a construção do imóvel que atenda às necessidades específicas para o bom funcionamento de seus negócios. Nesse tipo de contrato, o locatário pagará ao locador os aluguéis compatíveis com o retorno dos investimentos realizados na construção e pelo uso do imóvel através da locação. Segundo Rodrigo de Freitas e Ricardo Guimarães Loffredo:

Assim constata-se que o Built to Suit é, essencialmente, a denominação para uma atividade imobiliária que tem como objeto a construção, por um “locador” (empreendedor), de um prédio construído ou reformado por encomenda, para atender às necessidades de um “locatário” (contratante) predeterminado, em um contrato de locação de longo prazo (normalmente pelo período de 10 a 20 anos).²⁴

E complementam:

De fato, o contratante, ao buscar firmar um contrato de Built to Suit, via, em regra: (i) a disponibilização de um imóvel adaptado às suas necessidades operacionais, (ii) o estabelecimento estratégico na região que lhe for mais conveniente e (iii) uma redução do seu índice de mobilização do capital, uma vez que ele não precisará construir um imóvel com as características especiais que o seu negócio exige e tampouco adquirir a propriedade de um edifício para adaptá-lo às suas necessidades.²⁵

Tendo em vista o montante despendido para a construção do imóvel, o valor dos aluguéis em contratos *Built to Suit* são mais altos que o usualmente praticado pelo mercado, já que devem visar o retorno dos custos despendidos pelo empreendedor, bem como o risco do empreendimento.

Tanto no Contrato *Built to Suit* quanto no Contrato de *Sale and Lease Back*, são contratos com prazo de vigência longo, geralmente em torno de 20 anos, o que irá garantir uma renda considerável ao locador. Ambos os contratos também incluem multas cobradas a títulos de rescisão que, geralmente, equivalem a 100% do saldo devedor, mitigando os riscos de a operação ficar com recursos para pagamento dos investidores.

²⁴ FREITAS, Rodrigo de; LOFFREDO, Ricardo Guimarães. Tributação nas operações built to suit e os novos critérios contábeis. In: FARIA, Renato Vilela; CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e. *Operações Imobiliárias: Estruturação e tributação*. São Paulo: Saraiva, 2016.p.954-955.

²⁵ Ibidem, p. 954-955.

Na prática de cada tipo de contrato, o contrato atípico oferece grandes vantagens como lastro de uma operação pois, ao contrário do contrato típico, ele prevê que o locatário do imóvel, ao rescindir o contrato, deverá pagar a multa rescisória garantindo 100% do valor esperado e seu prazo de vigência, que, geralmente, é maior. Já os contratos típicos oferecem outras vantagens como, por exemplo, a possibilidade de revisão no valor do aluguel.

3.2.3 Instrumentos financeiros

No CRI por destinação, frequentemente encontramos como lastro o crédito advindo de uma dívida de renda fixa emitida pela companhia. O principal instrumento financeiro utilizado pelo mercado com o intuito de criar tal tipo de crédito, são as Debêntures.

As Debêntures são títulos regulamentados pelo capítulo V da Lei das S.A., emitidos exclusivamente por sociedades anônimas não financeiras, podendo ser de capital aberto ou fechado e que garantem ao comprador uma remuneração devida em certo prazo.

Em um contexto diverso da securitização, as Debêntures são amplamente ofertadas no mercado de capitais e, por serem títulos atrativos e com uma estrutura que garante fácil acesso a recursos, são amplamente aceitas e utilizadas no Brasil, a ponto de representarem aproximadamente 48,9% do total de emissões no mercado de capitais doméstico no ano de 2019 de acordo com o boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA²⁶. Quando analisamos as Debêntures como lastro dos CRI, verificamos que do total de CRIs emitidos em 2019, 52,8% estava lastreado em Debêntures, percentual que se fixa em 32,6% quando a perspectiva é o número de operações.²⁷

De um lado, para o comprador da dívida, a Debênture pode ser entendida como um empréstimo que esse faz à empresa emissora, recebendo em retorno os juros durante o prazo contratado (longo prazo). De outro lado, temos o tomador do crédito, que através da dívida captará rapidamente o dinheiro para suportar suas atividades, potencialmente em condições mais vantajosas do que aquelas oferecidas em financiamento bancário, com juros remuneratórios menores.

²⁶ ANBIMA. *Boletim de Mercado de Capitais*. São Paulo: ANBIMA, 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoes-de-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm. Acesso em: 26 out. 2021.

²⁷ ANBIMA. *Anuário Uqbar 2020*. Certificados de Recebíveis Imobiliários. ANBIMA. 13ª Emissão. UQBAR, 20 mar. 2021. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/anuarios2021/cri.php>. Acesso em: 26 out. 2021.

Recentemente as Debêntures se tornaram alvo de discussão legislativa quando foi pleiteada, no âmbito da Medida Provisória nº 881/19, a possibilidade de emissão de Debêntures por companhias limitadas e cooperativas. Entretanto, tal pretensão caiu por veto ao longo do trâmite nas Casas do Congresso e não foi disciplinada pela chamada Lei da Liberdade Econômica (Lei nº 13.874/19), sob o pretexto de que, por se tratar de um instrumento financeiro que é disponibilizado no mercado de capitais, as companhias emissoras de Debêntures devem apresentar características necessárias ao bom funcionamento do título para garantir segurança ao investidor.

Mesmo que a possibilidade de emissão de debêntures fosse estendida às sociedades limitadas, faltariam diversas características necessárias ao bom funcionamento desse instrumento de dívida, como, por exemplo, um regime informacional adequado ao acompanhamento dos investimentos pelos debenturistas.

Assim, a chave de uma efetiva transformação no mercado de capitais está relacionada à migração dessas empresas para o regime das sociedades anônimas com o fim de se estruturarem adequadamente à captação de recursos e à entrada de investidores.²⁸

Em oposição aos argumentos apresentados para o veto, aqueles que são favoráveis à possibilidade de emissão de debêntures por sociedades limitadas argumentam que:

(i) em face da ausência de proibição legal expressa, aplica-se o princípio constitucional de que "ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei"; (ii) a aplicação da regência supletiva da Lei das Sociedades por Ações é suficiente para reger as emissões para limitadas, sem ferir suas características específicas; e (iii) a autonomia e a liberdade contratual, ainda mais valorizadas depois da Lei da Liberdade Econômica, devem ser observadas nas relações empresariais. Ao extrapolar essa linha de argumentação, a própria positivação da possibilidade de emissão de debêntures tornar-se-ia desnecessária: o ordenamento atual, ao não proibir a operação, já permitiria a sua realização.²⁹

No cenário das securitizações, as Debêntures são emitidas pela Sociedades Anônimas (Devedor) através de uma oferta privada e adquiridas pelas Companhia Securitizadoras, que serão as responsáveis por vincular os créditos decorrentes das Debêntures, através da emissão de CCI, aos CRIs. Sendo assim, como já explicado no CRI por destinação, para garantir que a

²⁸ BRASIL. *EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP*. Medida Provisória nº 881/19. Brasília, DF: [s. n.], 2019.

²⁹ RUSSO, Ricardo Simões, RAMOS, Renato Holsback. Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada. *Pinheiro Neto*, 13 jul. 2020. Disponível em: <https://www.pinheironeto.com.br/publicacoes/emissao-de-debentures-por-sociedade-limitada>. Acesso em: 26 out. 2021.

destinação dos recursos adquiridos com a oferta do CRI vai ser destinada ao setor imobiliário, o Devedor assume uma série de obrigações nos documentos da oferta, tais como:

Destinação dos Recursos: Os recursos obtidos pelo Cedente com o Valor da Cessão, nos termos do presente Contrato de Cessão serão destinados para o pagamento à Confidere do preço do Compromisso de Venda e Compra, observado que a Confidere deverá utilizar os recursos recebidos para: (i) pagamento do Financiamento para Construção; e (ii) para recompra facultativa dos Créditos Imobiliários Fração com a consequente liquidação do CRI Novasec.³⁰

4 RISCOS INTRÍNSECOS

4.1 OS RISCOS NA ORIGINAÇÃO E CONSTITUIÇÃO DOS CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS

Conforme podemos observar no decorrer do presente trabalho, o mercado de securitização é extremamente recente no Brasil e não se encontra totalmente regulamentado. A pouca maturidade e da falta de tradição e jurisprudência no mercado de capitais brasileiro, especialmente em relação aos valores mobiliários securitizados, pode gerar certos tipos de risco aos investidores, tendo em vista que podem ser criadas estruturas sobre as quais ainda não existam regras direcionadoras, o que pode culminar em situações em que o Poder Judiciário, ao analisar determinada emissão de CRI, e interpretar as normas que regem o assunto, venha a proferir decisões desfavoráveis aos interesses dos investidores.

Por terem o caráter de “operação estruturada”, as operações securitizadas estão sujeitas aos riscos inerentes a este conceito, a arquitetura do modelo financeiro, econômico e jurídico considera um conjunto de fatores e obrigações de parte a parte, estipulados através de contratos públicos ou privados tendo por diretriz a legislação em vigor.

Por conta de referido motivo, um dos pontos obrigatórios que deve constar nos documentos da oferta que são apresentados aos investidores, é a descrição dos fatores de risco aos quais as respectivas emissões de CRI estão sujeitas.

A principal preocupação do investidor que adquire os CRI, é o risco que decorre da própria originação e constituição do Crédito Imobiliário. Em suma, que existam bens

³⁰ Ver: OPEA. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 73ª Série da 1ª Emissão da RB Capital Securitizadora S.A. Disponível em: <https://opeacapital.com/emissoes/40:10240/11H0016706>. Acesso em: 7 nov. 2021.

vinculados aos Créditos Imobiliários cedidos, passíveis de conversão em dinheiro, em montante suficiente ao resgate de tais títulos distribuídos no mercado, que garantirão, até o prazo final da oferta, que os investidores receberão a remuneração que lhes é devida.

Nos casos dos CRI por origem, nos quais os Créditos Imobiliários se originam através do pagamento da locação ou da venda de um imóvel, os Créditos Imobiliários dependem, direta ou indiretamente, dos pagamentos de terceiros, o locatário e o comprador, respectivamente. Além do risco de crédito dos terceiros envolvidos, ao qual os CRIs ficam sucessíveis, os investidores estão também sujeitos a situações em que os recebimentos de tais pagamentos ocorram posteriormente às datas previstas para pagamento de juros e amortizações dos CRI, podendo causar descontinuidade do fluxo de caixa esperado dos CRI. Outro risco relevante é que, após o recebimento dos referidos recursos, caso o valor recebido não seja suficiente para saldar os CRI, a Emissora dos CRI não disporá de quaisquer outras fontes de recursos para efetuar o pagamento de eventuais saldos aos Investidores, restando à execução de eventuais garantias para quitação do saldo devido.

Quando a operação está sendo feita com o lastro em contratos atípicos, um possível risco que o investidor corre é em relação à insegurança jurídica existente nesses tipos contratuais. Por não estarem expressos na legislação, esses contratos estão mais suscetíveis a eventuais decisões judiciais que entendam pela ilegalidade do contrato em questão. Quando analisamos os contratos típicos, um risco que é mais provável de acontecer neste tipo contratual é o de uma eventual rescisão antecipada do mesmo, nestas circunstâncias a capacidade de pagamento do patrimônio separado pode vir a ser afetada.

No caso dos CRI por destinação, nos quais os Créditos Imobiliários se originam através da emissão de uma dívida, os investidores estão sujeitos, diretamente, ao risco de crédito do Devedor, o que significa dizer que a capacidade de pagamento dos CRI está *linkada* a capacidade da Devedora de cumprir com suas obrigações previstas no instrumento financeiro que originou os créditos. Sendo assim, o descumprimento, pelo Devedor, das obrigações relativas aos pagamentos dos créditos poderá implicar no descumprimento do pagamento dos CRI. No caso de inadimplemento dos Créditos Imobiliários pela Devedora o valor a ser recebido pelos Investidores poderá não ser suficiente para reembolsar integralmente o investimento realizado, sendo que, neste caso, a Emissora dos CRI também não disporá de quaisquer outras fontes de recursos para efetuar o pagamento de eventuais saldos aos Investidores, restando à execução de eventuais garantias para quitação do saldo devido.

Nas situações em que a operação conta com garantia, seja ela um CRI por origem, CRI por destinação, CRI por reembolso ou CRI por *home equity*, o investidor que, hipoteticamente tenha que executar tais garantias em razão do descumprimento das obrigações de pagamento do Devedor/Cedente dos Créditos Imobiliário, acaba sujeito a um novo risco, qual seja, o das garantias se revelem insuficientes ou ineficazes. Uma vez que a capacidade do Patrimônio Separado de honrar suas obrigações no que tange o pagamento dos CRI pela Emissora depende diretamente do valor disponível, seja ele decorrente do pagamento das obrigações ou da execução das garantias, caso o montante do patrimônio separado não seja suficiente, os investidores serão prejudicados.

Outro ponto que deve ser analisado pelos investidores é que, a não ser que o imóvel tenha sido apresentado como garantia da operação através de uma alienação fiduciária de imóveis, os investidores dos CRI não têm qualquer direito sobre os imóveis vinculados ao lastro, nem mesmo o direito de retê-los em caso de qualquer inadimplemento das obrigações decorrentes dos CRI por parte da Emissora.

4.2 OS PRINCIPAIS RISCOS DECORRENTES DO MERCADO

O investimento em CRI envolve uma série de riscos que deverão ser observados pelo potencial investidor. Além dos riscos expostos acima inerentes a originação e constituição do Crédito Imobiliário, também existem os riscos de liquidez, do próprio mercado, de rentabilidade, de regulamentação específica, entre outros, que se relacionam tanto à Emissora, quanto ao Devedor/Cedente e aos próprios CRI objetos da Emissão.

O mercado de capitais por si só apresenta inúmeros riscos ao investidor. Ao comprar os CRIs, muitas vezes o investidor vislumbra um rendimento que não está atrelado ao pagamento da operação, mas sim a negociação do seu valor mobiliário no mercado secundário. Atualmente, o mercado secundário para a negociação de certificados de recebíveis imobiliários no Brasil apresenta baixa liquidez e não há nenhuma garantia de que existirá, no futuro, um mercado para negociação dos CRI que permita sua alienação pelos subscritores desses valores mobiliários caso estes decidam pelo desinvestimento. Dessa forma, o investidor que adquirir certificados de recebíveis imobiliários poderá encontrar dificuldades para os negociar no mercado secundário no Brasil e, portanto, deve estar preparado para manter o investimento por todo o prazo da respectiva emissão de CRI.

4.3 OS PRINCIPAIS RISCOS MACROECONÔMICOS³¹

Os valores mobiliários também estão inerentes aos riscos macroeconômicos nacionais e mundiais. A economia brasileira historicamente sofre diversas e significativas intervenções do Governo Federal, que modificam as políticas monetárias, de crédito, fiscal e outras. Tal instabilidade e falta de previsão sobre quais medidas ou políticas o Governo Federal poderá adotar no futuro faz com que negócios, resultados operacionais, financeiros e o fluxo de caixa dos participantes da oferta podem ser adversamente afetados em razão de mudanças na política pública federal, estadual e/ou municipal, e por fatores como: (i) variação nas taxas de câmbio; (ii) controle de câmbio; (iii) índices de inflação; (iv) flutuações nas taxas de juros; (v) falta de liquidez nos mercados doméstico, financeiro e de capitais; (vi) racionamento de energia elétrica; (vii) instabilidade de preços; (viii) política fiscal e regime tributário; e (ix) medidas de cunho político, social e econômico que ocorram ou possam afetar o País. Esse cenário contribui para a incerteza econômica no Brasil e aumento da volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro, podendo resultar em alterações no desempenho financeiro esperado dos CRI.

Por se tratar de valores mobiliários de renda fixa, a elevação súbita da taxa de juros do país é outro importante fator gerador de riscos ao investidor. Como nos valores mobiliários denominados “renda fixa”, a taxa de juros que remunerará os investidores por seus investimentos é definida, de modo que uma súbita elevação na taxa de juros do país poderá fazer com que a taxa definida no CRI deixe de ser atrativa aos investidores, o que conseqüentemente pode reduzir a demanda dos valores mobiliários em níveis inferiores aos praticados no mercado após a elevação da taxa de juros.

Os rendimentos gerados por aplicação em certificados de recebíveis imobiliários por pessoas físicas estão atualmente isentos de imposto de renda, por força do artigo 3º, inciso II, da Lei nº 11.033/04, isenção essa que pode sofrer alterações ao longo do tempo. Caso haja algum tipo de alteração na legislação tributária aplicável aos CRI ou na interpretação das normas tributárias, os rendimentos podem ser diretamente afetados. Além disso, não há

³¹ Ver OPEA. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 69ª Série da 1ª Emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Seção “Fatores de Risco”. Disponível em: <https://opeacapital.com/emissoes/40:10240>. Acesso em: 7 nov. 2021.

uniformidade na interpretação quanto à tributação aplicável sobre os ganhos decorrentes da alienação dos CRI no mercado secundário. Portanto, eventuais divergências no recolhimento do imposto de renda devido podem ser passíveis de sanção pela Receita Federal do Brasil caso a isenção acima mencionada seja revertida, sejam criadas ou elevadas as alíquotas do imposto de renda incidentes sobre os CRI, sejam criados novos tributos ou, ainda, haja mudanças na interpretação ou aplicação da legislação tributária por parte dos tribunais e autoridades governamentais o que afetaria negativamente o rendimento líquido dos CRI para seus titulares.

CONCLUSÃO

Ao longo do presente estudo, apresentamos o instituto dos valores mobiliários securitizados com enfoque na securitização de Créditos Imobiliários, tentando trazer um pouco do racional jurídico necessário para a estruturação de tais tipos de valores mobiliários.

No primeiro capítulo deste estudo, foi abordada a aplicabilidade e o histórico deste tipo de papel no mercado de capitais brasileiro, o objetivo foi de dissertar brevemente a respeito de alguns aspectos estruturais e práticos da securitização, destacando sua importância para distribuir recursos entre as sociedades que precisam de capital para desenvolver suas atividades.

No segundo e terceiro capítulo, discorremos sobre o principal elemento da securitização, o lastro criado através dos Créditos Imobiliários, passando por questões como a omissão legislativa a respeito deste assunto, o esclarecimento dos principais tipos de lastro que encontramos nos CRIs disponíveis no mercado e algumas das possíveis estruturas e meios utilizados para garantir uma maior segurança nos pagamentos aos investidores, como a criação do patrimônio separado. O intuito desses capítulos foi apresentar ao leitor os fundamentos jurídicos, mecanismos de funcionamento e utilização dos CRIs.

No terceiro e no último capítulo, com base em todo o conhecimento que foi apresentado no decorrer deste artigo, houve a possibilidade de se demonstrar ao leitor os principais riscos inerentes das operações de securitização aos quais os investidores estão sujeitos, levantando pontos de extrema importância e que precisam ser considerados antes da decisão de investimento.

Diante de todo o exposto neste artigo, restou clara a importância do desenvolvimento das operações securitizadas no mercado de capitais brasileiro como meio alternativo ao financiamento tradicional. Porém, para que seja garantido um dos principais elementos do

mercado de capitais, que é a garantia de segurança ao investidor, podemos concluir que a legislação em relação às operações securitizadas devem ser mais bem discutidas no âmbito legislativo. A falta de definição legal a respeito de alguns aspectos da securitização pode criar uma “bola de neve” de riscos para os investidores.

Como exemplo, a principal deficiência legislativa relacionada à securitização é a falta de definição legal a respeito dos Créditos Imobiliários. Tal omissão é a responsável por grande parte dos questionamentos trazidos para discussão na CVM sobre a securitização, o que gera um grande desafio para os agentes atuantes neste mercado, impossibilitando muitas vezes a criação de novas estruturas nas operações securitizadas que poderiam favorecer a companhia que está em busca dos recursos a serem captados.

Como consequência ao acima citado, o mercado secundário dos créditos securitizados também apresenta menor desenvolvimento, já que o acesso aos investidores “comuns” fica restrito, pois, o valor mobiliário acaba requerendo um nível mais sofisticado de investidores, que saberão analisar melhor o papel que estão comprando e os riscos a ele inerente.

REFERÊNCIAS

ANBIMA. *Anuário Uqbar 2020*. Certificados de Recebíveis Imobiliários. ANBIMA. 13ª Emissão. UQBAR, 20 mar. 2021. Disponível em: <https://www.uqbar.com.br/anuarios2021/cri.php>. Acesso em: 26 out. 2021.

ANBIMA. *Boletim de Mercado de Capitais*. São Paulo: ANBIMA, 2019. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/debentures-ja-representam-quase-50-das-emissoes-de-2019-8A2AB2916D03F1C6016D161EF87365B5.htm. Acesso em: 26 out. 2021.

ANBIMA. *Boletim de Mercado de Capitais*. São Paulo: ANBIMA, 2021. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais/boletim-de-mercado-de-capitais.htm. Acesso em: 6 nov. 2021.

ANBIMA. *Produtos de Captação: Certificados de Recebíveis Imobiliários*. 1. ed. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estudos/mercado-de-capitais/produtos-de-captacao/produtos-de-captacao.htm. Acesso em: 6 nov, 2021.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 15. ed. Barueri: Atlas, 2021.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. 2. ed. São Paulo: Escola Paulista da Magistratura, 2014.

BRASIL. *EMI nº 00083/2019 ME AGU MJSP*. Medida Provisória nº 881/19. Brasília, DF: [s. n.], 2019.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo. Editora Saraiva, 2007.

CARVALHO DE MENDONÇA, Manuel Inácio. *Contratos no direito civil brasileiro*. Rio de Janeiro: Forense, 1957. 1 v.

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

COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de Capitais*. Uma trajetória de 50 anos. São Paulo: Imprensa Oficial, 2006.

CVM. *Processo CVM nº RJ 2002/3032*. Ata de Reunião do Colegiado nº 12, de 26.03.2013. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2013/20130326_R1.html. Acesso em: 6 nov. 2021.

CVM. *Processo CVM SEI nº 19957.001522/2017-12*. Reg. Col. nº 1365/2019. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2019/20190702/1365DFP.pdf>. Acesso em: 6 nov. 2021.

CVM. *Processo CVM SEI nº 19957.008927/2017-73*. Reg. Col. nº 1365/2019. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisooes/2018/20180116_R1/20180116_D0894.html. Acesso em: 6 nov. 2021.

CVM. *Processo CVM SEI nº 19957.010578/2017*. Memorando nº 65/2017-CVM/SER/FER-1. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2017/20171212/0869.pdf>. Acesso em: 7 nov. 2021.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de Capitais Regime Jurídico*. São Paulo: Renovar, 2011.

ESPÍNOLA, Eduardo. *Dos contratos nominados no direito civil brasileiro*. Campinas: Bookseller, 2002.

FREITAS, Rodrigo de; LOFFREDO, Ricardo Guimarães. Tributação nas operações built to suit e os novos critérios contábeis. In: FARIA, Renato Vilela; CASTRO, Leonardo Freitas de Moraes e. *Operações Imobiliárias: Estruturação e tributação*. São Paulo: Saraiva, 2016.

GOMES, Orlando. *Contratos*. Rio de Janeiro: Forense, 2019.

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil Brasileiro*. 17. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2020. 3 v.

GONÇALVES, Luís da Cunha. *Dos contratos em especial*. Lisboa: Ática, 1953.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de Security no direito Norte Americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*, n. 14, 1974.

OPEA. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 73ª Série da 1ª Emissão da RB Capital Securitizadora S.A. Disponível em: <https://opeacapital.com/emissoes/40:10240/11H0016706>. Acesso em: 7 nov. 2021.

OPEA. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis Imobiliários da 69ª Série da 1ª Emissão da RB Capital Companhia de Securitização – Seção “Fatores de Risco”. Disponível em: <https://opeacapital.com/emissoes/40:10240>. Acesso em: 7 nov. 2021.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. *Instituições de Direito Civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2003.

RUSSO, Ricardo Simões, RAMOS, Renato Holsback. *Emissão de Debêntures por Sociedade Limitada. Pinheiro Neto*, 13 jul. 2020. Disponível em: <https://www.pinheironeto.com.br/publicacoes/emissao-de-debentures-por-sociedade-limitada>. Acesso em: 26 out. 2021.

SCHNEIDER, Marina Anselmo; BULLAMAH, Frederico Kerr; TUCA, Bruno Mastriani Simões. *CVM autoriza reembolso de despesas imobiliárias via emissão de CRI. Mattos Filho*, 15 jul. 2019. Disponível em: <https://www.mattosfilho.com.br/noticia/cvm-autoriza-reembolso-de-despesas-imobiliarias-via-emissao-de-cri/3915>. Acesso em: 25 out. 2021.

SILVA, João Calvão da. *Titularização de Créditos – Securitization*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2005.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. São Paulo: Elsevier, 2009.

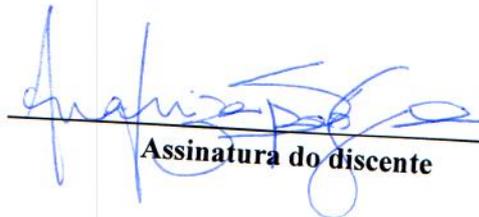


TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, **Ana Luiza Spano Siani** discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº 41727487, período matutino, turma 10ª11, tendo realizado o TCC com o título: **OS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS, OS CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS E OS RISCOS INTRÍNSECOS DAS OPERAÇÕES** sob a orientação do(a) Professor(a) Dr. Marcelo Fortes Barbosa Filho declaro para os devidos fins que tenho pleno conhecimento das regras metodológicas para confecção do Trabalho de Conclusão de Curso (TCC), informando que o realizei sem plágio de obras literárias ou a utilização de qualquer meio irregular.

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

São Paulo, 09 de novembro de 2021.


Assinatura do discente