

UNIVERSIDADE PRESBITERIANA MACKENZIE

YMAD MOHAMAD JARRAH

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: APRESENTANDO UMA FORMA
ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO**

SÃO PAULO – SP

2022

YMAD MOHAMAD JARRAH

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: APRESENTANDO UMA FORMA
ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO**

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado
como requisito para obtenção do título de Bacharel no
Curso de Direito da Universidade Presbiteriana
Mackenzie.

Orientador: Prof. Dr. Armando Luiz Rovai

SÃO PAULO – SP

2022

YMAD MOHAMAD JARRAH

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: APRESENTANDO UMA FORMA
ALTERNATIVA AO FINANCIAMENTO IMOBILIÁRIO**

Trabalho de Graduação Interdisciplinar apresentado como requisito para obtenção do título de Bacharel no Curso de Direito da Universidade Presbiteriana Mackenzie.

Aprovado em:

BANCA EXAMINADORA:

Examinador(a):

Examinador(a):

Examinador(a):

Aos meus pais e ao meu irmão, a quem eu devo todas as minhas conquistas e tudo que sou, desde sempre e para sempre.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, aos meus pais Mohamad e Rima e ao meu irmão Samer. Em que pesem alguns entreveros naturais da convivência diária, sempre pude contar com o seu apoio e compreensão quanto à rotina extenuante de um acadêmico de direito do último ano, que acabava por me furtar de uma convivência familiar mais próxima, como é de costume nas famílias muçulmanas. Em tempo, agradeço a toda a minha família materna, que compõe a melhor parte dos meus domingos desde a minha primeira lembrança

Agradeço, também, ao João Vitor e ao Paolo, amigos cultivados há mais de década, com os quais vivi memórias inenarravelmente cômicas e que sempre estiveram comigo nos momentos bons e nos momentos ruins. Ademais, agradeço aos meus amigos Cristiano e Luís Henrique Rolo, aos quais eu devo inúmeras dicas de leituras e inúmeras pílulas de aprendizado sobre os mais diversos temas e inúmeras derrotas em partidas de xadrez.

Agradeço imensamente aos meus professores do Colégio Friburgo não apenas pelo conteúdo ensinado, mas pela formação pessoal enquanto ser humano. Tal aprendizado não é facilmente esquecido e levo-o comigo até hoje. Em especial, agradeço ao professor Allan, pelo companheirismo ímpar mesmo após o Ensino Médio, ao Professor Diego, pelas risadas e pelas aulas sempre animadas, à Professora Desirée, pelas conversas literárias e por ter sido a orientadora da minha primeira monografia e à Professora Márcia, pela confiança depositada.

Não poderia deixar de agradecer às amizades que fiz durante o ano que passei no Instituto de Química da Universidade de São Paulo, em especial Matheus, Gabriel, Endres, Caryna, João e Erico. Costumo dizer que foi um dos anos mais felizes da minha vida e muito disto devo às pessoas que permaneceram sempre ao meu lado, mesmo nas tortuosas horas de estudo para as provas de Cálculo II.

Agradeço aos meus amigos de Mackenzie, que foram capazes de tornar até as horas mais difíceis em momentos aprazíveis. Tantos anos depois, é gratificante pensar que o mesmo grupo que se conheceu no primeiro dia de aula do primeiro semestre permanece unido até o último dia da graduação – e além! Meus sinceros cumprimentos à Catarina, Letícia, Helena, Luana, Amanda, Guilherme, Lucas, Pedro e Victor. Não teria conseguido suportar todos estes anos sem a ajuda de vocês.

Agradeço a toda equipe do RCBC Advogados, em especial aos meus chefes Ricardo, Raphael, Rodrigo, Bruna e Sofia. Com eles, percebi, sempre em um ambiente muito acolhedor, que o Direito é muito mais do que se aprende em uma sala de aula. Agradeço, também, às

minhas amigas Luiza e Beatriz, que têm a ínsita capacidade de sempre trazer o bom humor ao cotidiano de trabalho.

Por fim, mas não menos importante, agradeço a Allah pela força e saúde proporcionadas ao longo de toda a minha vida, em especial nestes últimos e árduos onze meses de graduação. A Ele tudo devo, desde os aspectos mais banais da minha vida aos meus maiores êxitos. Que a Sua luz para sempre me guie.

*O mercado é uma grande democracia, onde
cada centavo dá direito a um voto.*

(Ludwig von Mises)

RESUMO

A partir de uma análise teórica, legal e, em determinado momento, empírica, o presente estudo visa dissertar sobre os principais aspectos da securitização de recebíveis, com enfoque na securitização de recebíveis imobiliários, passando pela sua origem no direito estadunidense, a sua transposição para o ordenamento jurídico brasileiro, sua definição, principais sujeitos e o próprio fluxo de funcionamento da securitização. Ainda, define-se o instituto do patrimônio separado e o seu contexto histórico e jurídico. Também busca-se elencar no presente estudo os benefícios e vantagens que a securitização de recebíveis traz aos seus sujeitos em comparação com outras formas de financiamento, bem como informações e dados sobre o panorama do instituto da securitização de recebíveis face ao mercado nos últimos anos, demonstrando, assim, que a securitização é, com efeito, uma ferramenta de financiamento que vem se consolidando e que vem conquistando seu merecido espaço no mercado brasileiro.

Palavras-chave: Securitização de Recebíveis. Financiamento. Patrimônio Separado. Recebíveis Imobiliários.

ABSTRACT

Based on a theoretical, legal and, at a given moment, empirical analysis, this study aims to dissert on the main aspects of the securitization of receivables, focusing on the securitization of real estate receivables, through its origin in American law, its transposition into the Brazilian legal system, its definition, main subjects and the very flow of operation of the securitization. Furthermore, the separate heritage institute and its historical and legal context are defined. It is also sought to list in this study the benefits and advantages that the securitization of receivables brings to its subjects in comparison with other forms of financing, as well as information and data on the panorama of the institute of securitization of receivables vis-à-vis the market in recent years, thus demonstrating that securitization is, in fact, a financing tool that has been consolidating and has been gaining its deserved space in the Brazilian market.

Keywords: Securitization of Receivables. Financing. Separate Heritage. Real Estate Receivables.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – fluxograma da operação de securitização simplificada.....	29
Figura 2 – fluxograma da operação de securitização com todos os agentes	32
Gráfico 1 – emissões de CRI entre 2017 e 2021	45
Gráfico 2 – emissões de CRI por tipo de investidor	46
Gráfico 3 – número de operações de 2017 até 2021.....	47

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CMN: Conselho Monetário Nacional;

Código Civil de 1916: Lei Federal nº 3.071, de 01 de janeiro de 1916;

Código Civil de 2002: Lei Federal nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002;

CVM: Comissão de Valores Mobiliários;

DTVM: Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários;

Instrução CVM nº 472/2008: Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 472, de 31 de outubro de 2008

Lei de Falências e Recuperação de Empresas: Lei Federal nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005

Lei nº 12.024/2009: Lei Federal nº 12.024, de 27 de agosto de 2009

Lei nº 9.514 de 1997: Lei Federal nº 9.514, de 20 de novembro de 1997

Marco Legal da Securitização: Lei Federal nº 14.430, de 03 de agosto de 2022

Mensagem nº 670 de 1997: Mensagem do Poder Executivo nº 670 de 1997, de autoria do Ex-Presidente da República Fernando Henrique Cardoso;

MP nº 1.103/2022: Medida Provisória nº 1.103, de 15 de março de 2022

Resolução da CVM nº 60/2021: Resolução da Comissão de Valores Mobiliários nº 60, de 23 de dezembro de 2021

Resolução do CMN nº 1.834/1991: Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 1.834, de 26 de junho de 1991

Resolução do CMN nº 2.493/1998: Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.493, de 07 de maio de 1998;

SPE: Sociedade de Propósito Específico

SUMÁRIO

1	ORIGEM DA SECURITIZAÇÃO	13
1.1	Origem da Securitização no Estrangeiro	13
1.2	Origem da Securitização no Brasil	16
2	DEFINIÇÃO DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	19
2.1	Definição de companhia securitizadora	21
2.2	Demais sujeitos da operação de securitização	23
2.2.1	EMPRESA ORIGINADORA	24
2.2.2	INVESTIDORES	24
2.2.3	AGENTE FIDUCIÁRIO	25
2.2.4	AUDITOR INDEPENDENTE E AGÊNCIA CLASSIFICADORA DE RISCO 26	
3	O FLUXO DA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO	28
4	PATRIMÔNIO SEPARADO	33
4.1.1	A Origem do Patrimônio no Direito Romano	33
4.1.2	A Teoria Clássica do Patrimônio	34
4.1.3	A Teoria Realista do Patrimônio	35
4.1.4	O Patrimônio Separado e a Securitização	37
5	A SECURITIZAÇÃO EM COMPARAÇÃO COM OUTRAS FORMAS DE FINANCIAMENTO E FOMENTO DE EMPREENDIMENTOS	41
6	O ATUAL PANORAMA DA SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA NO BRASIL ...	45
7	CONCLUSÃO	49
	REFERÊNCIAS DE PESQUISA	51
	GLOSSÁRIO	53

INTRODUÇÃO

A experiência do dia a dia já mostrou, por inúmeras vezes, que o mercado possui uma capacidade ímpar de se reinventar e de criar bens inovadores ou novas formas de oferecer um serviço. Desde aplicativos de carona até aplicativos de entregas de refeições, não faltam exemplos para ilustrar esta máxima. Dentre estas inovações do mercado tem-se o foco deste estudo, que é a securitização de recebíveis imobiliários, sendo tal operação uma ferramenta criada pelo mercado para reinventar os meios de financiamento imobiliário já existentes.

Como qualquer inovação do mercado, a securitização de recebíveis não anula aquilo que a precedeu. Da mesma forma que as pessoas ainda deslocam-se aos restaurantes ao invés de usar um aplicativo de *delivey*, a securitização não aboliu as formas mais tradicionais de financiamento imobiliário. Todavia, coloca-se como mais uma opção no mercado, e um mercado com opções diversas é benéfico a toda a população.

Dito isso, tem-se que a securitização, ainda que já inserida no mercado, precisa de mais difusão, eis que a sua existência raramente é notada fora do nicho do mercado de capitais e do direito imobiliário. Destarte, o presente estudo presta-se a apresentar o instituto da securitização, dando-lhe uma definição técnica e identificando os seus principais agentes.

Ainda, a fim de melhor apresentar o instituto da securitização, busca-se também elucidar, inclusive de forma ilustrada, o fluxo da operação, isto é, traçar uma linha do tempo desde o seu início até a sua última etapa. Além disso, visa-se apresentar também o instituto do patrimônio separado, o qual é uma característica muito própria da securitização de recebíveis, dando-lhe um contexto histórico e um panorama jurídico considerando a legislação pátria.

Por fim, além de conceituar os pontos principais do instituto, busca-se demonstrar a sua importância e viabilidade através de aspectos mais práticos e empíricos. Em outras palavras, busca-se apresentar as diferenças e as vantagens comerciais e jurídicas da securitização em comparação com outras formas de financiamento imobiliário, partindo do ponto de vista de todos aqueles que, envolvidos na operação, auferirão dela alguma vantagem. Ainda, a partir de dados concretos, busca-se com o presente estudo demonstrar que a securitização, ainda que pouco difundida, tem demonstrado um crescimento e vem conquistando, pouco a pouco, seu lugar no mercado de financiamento imobiliário.

1 ORIGEM DA SECURITIZAÇÃO

Antes de conceituar a securitização em si, apresentar os seus sujeitos, explicar os seus respectivos papéis e demonstrar o fluxo da operação, é necessário apresentar o seu contexto histórico. Isso porque, ao analisar a evolução da securitização, desde o seu surgimento, é possível ter uma ideia mais ampla e clara sobre como é a operação nos dias de hoje. Neste sentido, como será estudado nas linhas a seguir, a securitização surge com o avanço do mercado financeiro nos Estados Unidos e com as dificuldades encontradas pelos bancos americanos no financiamento imobiliário. Após anos de amadurecimento do instituto, viria a se tornar a principal fonte de financiamento imobiliário no país.

1.1 Origem da Securitização no Estrangeiro

O século XX foi um marco para o desenvolvimento econômico e empresarial para a humanidade. Após a Segunda Guerra Mundial, na década de 1950, a Europa reconstruía-se e a industrialização avançava em ritmo galopante para os países subdesenvolvidos; ainda, por conta do Acordo de Breton Woods, o contexto era de paridade entre o dólar e o ouro, o que era extremamente frutífero para a estabilidade das relações cambiais¹. Nesse contexto, o financiamento das atividades econômicas passava a adotar postura mais dependente de crédito de terceiros do que de recursos próprios².

Se por um lado a classe empresária, ao tomar crédito de terceiros ao invés de aplicar diretamente seus próprios recursos, passava a adotar uma postura economicamente mais viável, outro desafio exigia a sua atenção: a inflação³. Enquanto a classe política debatia acerca das reais causas do fenômeno inflacionário e os melhores remédios, e num contexto de crise do petróleo na década de 1970, o empresariado expande uma incipiente forma de organização econômica, conhecida como capitalismo financeiro⁴. A partir desse momento, segundo Coelho, as iniciativas empresárias “[...] passam a captar recursos por meio da colocação em mercado de títulos de remuneração e risco atrelados a sua atividade”⁵.

¹ COELHO, D. G. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio**: o Patrimônio Separado da Companhia Securitizadora. São Paulo/SP: Editora Quartier Latin do Brasil. 2020. p. 29.

² Ibid.

³ Ibid., p. 30.

⁴ Ibid., p. 31.

⁵ Ibid.

A partir dessa convergência de fatores e da expansão do capitalismo financeiro é que se verifica o nascimento das operações de securitização no final da década de 1970, nos Estados Unidos, com finalidade, até então, imobiliária-habitacional⁶, tendo sido o termo cunhado em 1977 por Ann Monroe, em coluna publicada no *Wall Street Journal*, como um neologismo, tamanha foi inovação trazida pela operação, derivado de *security*, que significa “valor mobiliário” em português⁷.

Pode-se dizer que o surgimento da securitização nos Estados Unidos ocorreu com a insuficiência demonstrada pelos bancos em arcar com o então crescente mercado imobiliário no país⁸. Ora, nos idos da década de 1970, nos Estados Unidos, o financiamento habitacional era completamente dependente do dinheiro que os bancos possuíam em caixa, oriundos dos depósitos dos correntistas – circunstância conhecida como *thrift system*. Notou-se, pois, que tal sistema não era suficiente para sustentar a demanda habitacional acarretada pelo projetado aumento demográfico⁹. Tal situação forçou os bancos americanos a buscarem alternativas ao *thrift system* para realizar tais tipos de financiamento – e, assim, paulatinamente, a ideia da securitização que conhecemos hoje foi tomando solidez¹⁰.

Para entender o contexto de surgimento da operação de securitização, deve-se voltar novamente a meados da década de 1970: nos Estados Unidos existiam, até então, apenas três agências federais que atuavam no mercado de financiamento hipotecário: *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac*¹¹. Logo no início da década, a *Ginnie Mae*, em face da citada crise do *thrift system* e como forma de experimentação de alternativas ao financiamento imobiliário bancário, começou a oferecer a investidores determinados valores mobiliários lastreados em uma carteira de títulos hipotecários, sendo eles conhecidos como *pass-through securities*¹².

Todavia, foi a *Freddie Mac* que consolidou a prática de cessão das carteiras de títulos hipotecários a investidores do mercado de capitais¹³. A agência federal, ademais, não só emitia valores mobiliários, como formava *trusts* cujos objetivos eram captar recursos de investidores. A tais *trusts*, posteriormente, passaram a ser cedidos os créditos imobiliários adquiridos pela *Freddie Mac*¹⁴. Ainda, para selar a ideia de que a operação de securitização como se conhece

⁶ Ibid., p. 48.

⁷ Ibid., p. 32.

⁸ Ibid., p. 48.

⁹ Ibid.

¹⁰ Ibid.

¹¹ Ibid., p. 49.

¹² Ibid.

¹³ Ibid., p. 50.

¹⁴ Ibid.

hoje estava a se formar a partir das práticas da *Freddie Mac*, tem-se que esta “[...] garantia o pagamento do principal das dívidas imobiliárias, expondo os investidores apenas ao risco de pré-pagamentos dos créditos”¹⁵.

Após as inovações trazidas pela *Freddie Mac*, a *Fannie Mae* passou a operacionalizar de forma semelhante, elevando, assim, a prática de securitização imobiliária ao patamar de principal fonte de financiamento imobiliário dos Estados Unidos¹⁶. Ato contínuo, com a evolução do instituto, o legislador americano criou a figura dos *Real Estate Mortgage Investment Conduits*, ou apenas *Conduits*, que eram empresas especializadas em adquirir empréstimos e outros ativos financeiros para securitizá-los¹⁷. Isso corria de duas formas: (i) com o repasse direto dos recebíveis aos investidores; e (ii) através da emissão e distribuição de valores mobiliários¹⁸.

Nesse último caso, os investidores teriam uma parcela de participação na carteira de recebíveis, sendo ela administrada por um *trustee*, que é uma empresa com a única finalidade de administrar a carteira, bem como analisar, como um intermediário entre a *Conduit* e os investidores, os créditos hipotecários que lastreavam as emissões¹⁹. Dessa forma, conforme leciona Coelho, com a operação formada pelos *Conduits e trustee*, caberia ao investidor: “[...] avaliar apenas as condições de remuneração do título investido e, conseqüentemente, possibilitando alcançar inclusive os investidores que não detinham qualquer conhecimento sobre o mercado de crédito imobiliário”.²⁰

Ainda que a securitização galgasse um avanço impressionante nos Estados Unidos, o financiamento imobiliário ficava, até então, restrito a devedores que comprovassem perfis de crédito menos arriscados²¹. Dessa forma, convencionou-se chamar de *prime mortgages* as operações de financiamento imobiliários que visavam devedores com boa avaliação de crédito, ao passo que se chamava de *subprime mortgages* as operações de financiamento que envolviam devedores que apresentavam perfil mais arriscado quanto ao adimplemento do crédito²². Apesar da prevalência das *prime mortgages*, as *subprime mortgages* passaram a ganhar mais relevância diante da sua remuneração mais vultuosa, em que pesem os riscos evidentemente maiores²³.

¹⁵ Ibid.

¹⁶ Ibid., p. 51.

¹⁷ Ibid., p. 53.

¹⁸ Ibid.

¹⁹ Ibid.

²⁰ Ibid.

²¹ Ibid., p. 54.

²² Ibid. p. 54.

²³ Ibid., p. 54-55.

Em um determinado momento, nos meados de 2005 e 2006, 80% dos créditos referentes às *subprime mortgages* passaram a ser direcionados à securitização; contudo, em que pese o avanço dos créditos *subprime*, o regime informacional dos títulos permanecia defasado, restando prejudicada a análise de risco do crédito²⁴.

Somada à defasagem da análise de risco dos créditos, a demanda elevada pelos financiamentos *subprime* passou a elevar artificialmente os preços no mercado imobiliário estadunidense, bem como a gerar um excedente de crédito destinado às pessoas com maior risco de inadimplência²⁵. Em vista disso, observou-se uma tendência elevada de especulação imobiliária, acarretando em preços excessivamente elevados das hipotecas destinadas ao segmento *subprime*²⁶. Ato contínuo, a economia estadunidense vê um arrefecimento, com subsequente desvalorização de imóveis e inadimplementos na categoria *subprime*, juntamente com as falhas informacionais acerca dos riscos de crédito, a crise econômica enfim se tornava uma realidade²⁷.

1.2 Origem da Securitização no Brasil

No Brasil, a securitização de recebíveis foi introduzida alguns anos mais tarde, com a Resolução nº 1.834/1991 do CMN, que inaugurou uma figura, até então, *sui generis*, precursora da securitização, no ordenamento jurídico pátrio²⁸. Tal figura operava, entretanto, tal qual uma securitização de créditos destinados à exportação, conforme o “caput” do art. 1º da citada Resolução: “Art. 1º. Facultar a captação de recursos no mercado externo, com o estabelecimento de vínculo a exportações da própria tomadora, de sua controladora, de suas controladas, ou de outras empresas que tenham a mesma controladora”²⁹.

Alguns anos depois, tem-se o advento da Lei nº 9.514 de 1997, inspirada na experiência do instituto americano da securitização³⁰. Contudo, a então nova legislação não foi outorgada sem as suas inovações: a fim de garantir a segurança e confiabilidade ao investidor, foi criada

²⁴ Ibid., p. 56.

²⁵ Ibid., p. 57.

²⁶ Ibid.

²⁷ Ibid.

²⁸ CATÃO, G. C. **Securitização de Recebíveis no Setor Bancário Brasileiro**: Um Estudo Multi-Caso. Tese (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa/PB, 2006. p. 31.

²⁹ BRASIL. **Resolução CMN nº 1.834, de 20 de junho de 1991**. Faculta a captação de recursos no exterior, com estabelecimento de vínculo a exportações. [S. l.], 20 jun. 1991.

³⁰ COELHO, op. cit., p. 59.

a figura da companhia securitizadora – função esta que é exercida analogamente nos Estados Unidos pelas mencionadas companhias federais e *Conduits* –, a qual foi concedida a possibilidade de adquirir os créditos imobiliários a serem securitizados em regime fiduciário e constituí-los em patrimônios separados de acordo com a série da emissão³¹. Para melhor explicar essa característica da companhia securitizadora, é extremamente preciso o trecho da Mensagem nº 670 de 1997 abordado por Coelho³²:

19. Para maior segurança dos investidores. o presente projeto de lei faculta a utilização do regime fiduciário para os créditos e títulos do mercado secundário. Por esse regime, ao emitir uma série de títulos. a securitizadora atribuirá caráter fiduciário à propriedade sobre os créditos correspondentes. Pela fidúcia, os créditos serão excluídos do patrimônio comum da companhia securitizadora e passarão a constituir um patrimônio separado. com o propósito específico e exclusivo de responder à realização dos direitos dos investidores.

Ainda, a Mensagem nº 670 de 1997 traz a figura precursora dos títulos de securitização imobiliária, conforme nota-se no trecho abaixo³³:

13. Destaca-se a criação da figura de um novo título de crédito, característico e destinado às operações do mercado secundário. A criação da figura desse novo título vem acompanhada da definição das condições legais para a efetiva securitização de créditos imobiliários, previstos rigorosos mecanismos de segurança e proteção ao investidor. Dessa forma, abrem-se perspectivas inéditas para o funcionamento de um mercado secundário de créditos imobiliários e a estruturação de operações de captação de recursos capazes de robustecer grandemente o financiamento habitacional

Ambos os pontos trazidos pela Mensagem nº 670 de 1997 nos itens 13 e 19, dentre outros, foram recepcionados pela Lei nº 9.514/1997, cujo projeto foi gestado justamente na referida Mensagem³⁴. Dessa forma, tem-se que a operação de securitização, desde a sua introdução no ordenamento jurídico pátrio, já era dotada de duas características tão caras ao instituto: a companhia securitizadora e o patrimônio separado.

Cumprе mencionar, *en passant*, ainda que o foco do presente estudo sejam as operações imobiliárias, que a Lei nº 11.076/2004 regulamentou a securitização de recebíveis do agronegócio e os títulos de securitização do agronegócio. Em essência, a operação no âmbito do agronegócio e a companhia securitização do agronegócio funcionam de formas bastante parecidas; a companhia securitizadora do agronegócio, tal qual a companhia securitizadora

³¹ Ibid., pp. 59 e 60.

³² CARDOSO, 1997 *apud* COELHO, 2020, p. 60.

³³ CARDOSO, 1997 *apud* COELHO, 2020, p. 59.

³⁴ COELHO, op. cit., p. 60.

imobiliária, pode, por exemplo, constituir patrimônio separado para cada operação, dentre outras semelhanças³⁵.

Ato contínuo, no histórico legislativo da securitização no Brasil, teve-se o advento da MP nº 1.103/2022, que buscava consolidar as mais diversas disposições normativas sobre securitização em um único diploma legal, revogando o normativo antigo em prol do que se passou a chamar de Marco Legal da Securitização. Em agosto de 2022, a MP foi convertida na Lei nº 14.430/2022 e, em que pese a sua natureza consolidativa, já que muitos aspectos do arcabouço jurídico da securitização foram ratificados, o Marco Legal da Securitização trouxe algumas novidades ao ordenamento jurídico pátrio. Notadamente, tem-se que as modalidades de créditos negociáveis na securitização foram ampliadas, bem como adaptou-se às normas tributárias aplicáveis³⁶.

³⁵ COELHO, op. cit., p. 65.

³⁶ JOTA. Senado aprova MP que cria marco legal da securitização. www.jota.info, [online], [2022].

2 DEFINIÇÃO DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Feito um breve apanhado histórico da securitização e o contexto de seu surgimento, mister responder a tal pergunta fundamental: o que é uma operação de securitização? Em que pese a sua origem envolta num contexto abstruso e de grandes mudanças, a definição de securitização não é complexa. Nesse sentido, o ordenamento jurídico brasileiro não se furtou de positivar o conceito de securitização, eis que o art. 18, parágrafo único do Marco Legal da Securitização assevera³⁷:

Parágrafo Único. É considerada operação de securitização a aquisição de direitos creditórios para lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis ou outros títulos e valores mobiliários perante investidores, cujo pagamento é primariamente condicionado ao recebimento de recursos dos direitos creditórios e dos demais bens, direitos e garantias que o lastreiam.

A definição da doutrina em nada se distancia da definição legal. Exemplo dessa convergência é a definição dada por Chinen, que muito didaticamente define a securitização como:

[...] instrumento de obtenção de adiantamento financeiro e de captação de recursos. Cuida-se de processo de criação de títulos ou valores mobiliários lastrados em cessão de créditos presentes e futuros [...]³⁸.

Conforme infere-se das definições acima, a operação de securitização é uma forma de captação de recursos financeiros com origem externa – tal como uma emissão de debêntures, empréstimos bancários, *comercial papers*, dentre outros³⁹ – em que determinada empresa cede créditos dos quais é titular para uma companhia securitizadora, cuja função é utilizá-los para lastrear “[...] ativos financeiros negociáveis que são adquiridos pelos investidores”⁴⁰, sendo à

³⁷ BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília/DF, p. 1, 4 ago. 2022.

³⁸ CHINEN, E N. **Securitização**: Nova Tecnologia Financeira de Recebíveis. São Paulo/SP: ABR Editora, 2012. p. 48.

³⁹ NAJJARIAN, I. P. de N. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo/SP: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010. p. 22.

⁴⁰ COELHO, op. cit., pp. 32-33.

empresa originadora cedente disponibilizado, em contrapartida, o aporte financeiro conforme acordado com a companhia securitizadora⁴¹. Por fim, o retorno aos investidores que adquiriram tais ativos financeiros negociáveis disponibilizados pela companhia securitizadora está condicionado ao adimplemento dos créditos, eis que são estes que dão lastro aos ativos negociáveis adquiridos.

Em linha com a definição apresentada acima, afirma Coelho que uma operação de securitização se pauta em dois pilares fundamentais: (i) “[...] captação de recursos pulverizados por iniciativas empresariais a partir de créditos ainda a se realizarem”,⁴² e (ii) “[...] disponibilização de recursos em grande escala”⁴³. Dessa forma, reiterando aquilo mencionado nas linhas acima, tem-se que uma companhia securitizadora opera lastreando seus ativos financeiros negociáveis nos créditos que lhes foram cedidos – e tal é o significado de “securitizar”⁴⁴. Destarte, sendo os ativos financeiros negociáveis da companhia securitizadora lastreados nos créditos que lhe foram cedidos, é possível afirmar, com amparo em Chinen, que a securitização coteja a garantia do investimento em face do risco do crédito, gerando, também, liquidez a partir de ativos ilíquidos (créditos pulverizados que lhe foram cedidos)⁴⁵.

Insta mencionar, ademais, que uma característica inerente à securitização é a transferência do risco de adimplemento dos créditos pela companhia originária cedente à securitizadora; em outras palavras, isto significa que a empresa que cede os créditos recebíveis à securitizadora não mais assume os riscos do adimplemento dos créditos, pois, por definição, cedeu-os à securitizadora. Ao fim, isto traduz-se em um grande benefício ao investidor que adquirirá os títulos negociáveis, já que eventuais passivos da empresa cedente não recairão sobre o investidor⁴⁶. Inclusive, Chinen explica que antes das operações de securitização era comum que investidores ficassem expostos aos riscos do negócio empreendido pela empresa originadora dos créditos, já que “[...] nestes casos, os recebíveis ficavam no ativo do originador e o endividamento somava-se ao seu passivo, o que não ocorre na securitização.”⁴⁷

Por fim, oportuno asseverar que os citados títulos negociáveis emitidos no âmbito da securitização e adquiridos pelos investidores são denominados Certificados de Recebíveis,

⁴¹ Ibid.

⁴² Ibid., p. 31.

⁴³ Ibid.

⁴⁴ Ibid., p. 47.

⁴⁵ CHINEN, op. cit., p. 49.

⁴⁶ Ibid.

⁴⁷ Ibid.

sendo valores mobiliários⁴⁸ qualificados de acordo com a natureza da securitização, como por exemplo Certificados de Recebíveis do Agronegócio em casos de securitização agrícola ou Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) em casos de securitização imobiliária, que compõe o foco do presente estudo. Acerca dos CRI, tem-se que são de emissão exclusiva das securitizadoras de recebíveis imobiliários⁴⁹, sendo tal emissão formalizada por um instrumento denominado Termo de Securitização⁵⁰. e regulamentada atualmente pela Resolução da CVM nº 60/2021.

2.1 Definição de companhia securitizadora

Ainda, conforme adiantou-se nas linhas acima, a operação de securitização é realizada por uma companhia securitizadora, a qual é definida pela legislação no art. 18 do Marco Legal da Securitização, o qual dispõe⁵¹: “Art. 18. As companhias securitizadoras são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações que têm por finalidade realizar operações de securitização”.

Pela definição legal, temos que a companhia securitizadora carrega três elementos essenciais: (i) a companhia securitizadora é uma instituição não financeira; (ii) a companhia securitizadora deve ter a forma de sociedade por ações; e (iii) a companhia securitizadora tem por finalidade a securitização. Tratando sobre cada um destes pontos individualmente, temos, primeiramente, que a companhia securitizadora não é uma instituição financeira: em que pesem algumas semelhanças, a securitizadora não está sob supervisão do BACEN, mas da CVM⁵², conforme depreende-se do art. 19, inciso I do Marco Legal da Securitização⁵³:

⁴⁸ NAJJARIAN, op. cit., p. 254.

⁴⁹ GAGGINI, F S. **Securitização de Recebíveis**. São Paulo/SP: Livraria e Editora Universitária de Direito Ltda, 2003, p. 69.

⁵⁰ JÚNIOR, José Alves Ribeiro. **Securitização de Recebíveis: Elementos Constitutivos no Direito Brasileiro**. São Paulo/SP: Thomson Reuters Brasil, 2020, p. 80.

⁵¹ BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília/DF, p. 1, 4 ago. 2022.

⁵² CHINEN, op. cit., p. 70.

⁵³ BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição

Art. 19. Compete à CVM editar as normas sobre a emissão pública de Certificados de Recebíveis e outros valores mobiliários representativos de operações de securitização de tais direitos, incluídos:

I - o registro, a estrutura, o funcionamento e as atividades das companhias securitizadoras de direitos creditórios emissoras de valores mobiliários ofertados publicamente.

Ademais, temos que a companhia securitizadora deve ser constituída na forma de sociedade por ações, eis que o ponto fulcral da securitização é a conversão dos créditos recebíveis em lastro para a emissão de ativos financeiros negociáveis a serem subscritos por investidores⁵⁴, e é a sociedade por ações aquela que “[...] permite a captação de recursos do público investidor mediante a negociação de seus valores mobiliários no mercado de capitais”⁵⁵. Por fim, conforme Gaggini, temos que a companhia securitizadora é uma sociedade com o propósito específico (“SPE”) de operar a securitização, isto é, adquirir créditos recebíveis e emitir valores mobiliários⁵⁶. Isso reflete, inclusive, na denominação social da companhia securitizadora, na qual deve constar “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”, conforme preconiza o art. 1º, § 1º, inciso I da Resolução do CMN nº 2.493/1998⁵⁷:

Art. 1º Autorizar a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos.

Parágrafo 1º A cessão de que trata este artigo somente pode ser realizada com sociedade anônima que:

I - contenha em sua denominação a expressão "Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros".

Ademais, referida Resolução cria algumas restrições à companhia securitizadora, sendo estas: (i) transferência de controle; (ii) redução de capital social; (iii) incorporação, fusão, cisão ou dissolução da companhia securitizadora até o pagamento dos títulos emitidos; e (iv)

financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília/DF, p. 1, 4 ago. 2022.

⁵⁴ GAGGINI, op. cit., p. 48.

⁵⁵ Ibid.

⁵⁶ Ibid.

⁵⁷ CHINEN, op. cit., p. 60.

cessão dos créditos à empresa controladora ou qualquer pessoa a ela ligada⁵⁸. A Resolução positivou tais restrições por meio do art. 1º, § 1º, inciso III e alíneas:

Art. 1º Autorizar a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos

Parágrafo 1º A cessão de que trata este artigo somente pode ser realizada com sociedade anônima que:

[...]

III - disponha, em seus estatutos e nos instrumentos de emissão de títulos e valores mobiliários, que, até o pagamento integral das obrigações representadas pelos títulos e valores mobiliários emitidos, fica vedada a prática dos seguintes atos:

- a) transferência do controle;
- b) redução do capital, incorporação, fusão, cisão ou dissolução;
- c) cessão dos créditos, ou atribuição de qualquer direito sobre os mesmos, ao controlador ou a qualquer pessoa a ele ligada, em condições distintas das previstas nos instrumentos de emissão dos títulos ou valores mobiliários;

Insta salientar, por fim, que tais vedações podem ser flexibilizadas caso haja a autorização de pelo menos 50% dos investidores, conforme preceitua o art. 1º, § 2º da Resolução, a ver⁵⁹:

Parágrafo 2º O disposto no parágrafo 1º, inciso III, não se aplica caso haja prévia autorização dos detentores de 50% (cinquenta por cento) ou mais do valor nominal dos referidos títulos e valores mobiliários, excluídos de tal cômputo aqueles eventualmente detidos pelo controlador ou sociedade coligada, reunidos em assembléia geral especificamente convocada e realizada segundo as normas aplicáveis a assembléias de debenturistas de companhia aberta.

2.2 Demais sujeitos da operação de securitização

Conceituadas a securitização e a companhia securitizadora, necessário explicar como ocorre uma securitização e qual é o seu fluxo. Para tanto, essencial que se esclareça quais são

⁵⁸ Ibid.

⁵⁹ Ibid.

os demais sujeitos que compõem a operação de securitização: a empresa originadora, os investidores, o agente fiduciário da operação de emissão, o auditor independente e a agência classificadora de risco⁶⁰.

2.2.1 EMPRESA ORIGINADORA

A empresa originadora é aquela que cede os créditos recebíveis e pulverizados à securitizadora⁶¹. Tais créditos estão sempre contidos dentro de um fluxo de caixa contínuo e um crédito específico não poderá representar uma parcela significativa dos recebíveis⁶². Ademais, tais recebíveis serão cedidos por meio de “[...] negócio jurídico bilateral, oneroso, pelo qual o credor da obrigação (empresa originadora) transfere no todo ou em parte [...]”⁶³ para a companhia securitizadora, não dependendo do consentimento do(s) devedor(es) dos créditos para tanto⁶⁴. Neste diapasão, em que pese a dispensa do consentimento dos devedores dos créditos, estes devem ser, impreterivelmente, notificados acerca da cessão, havendo inclusive alguns elementos comerciais que permeiam esta questão, conforme elucidado no capítulo 3 infra.

2.2.2 INVESTIDORES

Os investidores são aqueles que adquirem os valores mobiliários emitidos pela companhia securitizadora⁶⁵ e esperam o seu rendimento conforme o adimplemento dos créditos que lastreiam os títulos. Conforme já tratado neste estudo, os investidores encontram na securitização um risco muito menor quando se compara com uma operação encabeçada diretamente pela empresa originadora. Reitera-se que, naturalmente, os investidores não enfrentam na securitização os riscos do negócio empreendido pela empresa originadora, isto é, não correm o risco de terem seus créditos prejudicados por eventuais passivos da empresa originadora. O único risco que é de fato computado na securitização é o adimplemento dos créditos que lastreiam a operação.

⁶⁰ Ibid., p. 70

⁶¹ Ibid., p. 68.

⁶² Ibid.

⁶³ Ibid.

⁶⁴ Ibid.

⁶⁵ Ibid., p. 70.

2.2.3 AGENTE FIDUCIÁRIO

O agente fiduciário é uma instituição financeira que se presta a fiscalizar e controlar o fluxo financeiro da securitização⁶⁶, de forma a acompanhar a administração do patrimônio separado⁶⁷, acompanhar a performance dos títulos e proteger os interesses dos investidores⁶⁸. Desta forma, tem-se que o agente fiduciário age como um intermediário entre a companhia securitizadora e os investidores, porém atuando na defesa dos direitos destes⁶⁹. Ademais, tem-se que o agente fiduciário pode assumir, em situações excepcionais, a gestão dos créditos e promover a sua liquidação em favor dos investidores⁷⁰. Neste sentido, COELHO leciona⁷¹:

Daí decorre, por lógica, o dever de o agente fiduciário, constituído no âmbito de cada uma das emissões de títulos de securitização, em caso de insolvência da companhia securitizadora, assumir para si a consecução e gestão do lastro das securitizações, ainda que consistam em ativos de titularidade da companhia securitizadora. Ou seja, quando a companhia securitizadora ficar impossibilitada por razões da recuperação judicial ou de falência, a finalidade do patrimônio separado ainda assim deverá ser perseguida.

Cumpra ainda salientar que o Marco Legal da Securitização não se furtou de listar com detalhes as incumbências do agente fiduciário. Neste sentido, o art. 29 do diploma assevera:

Art. 29. Ao agente fiduciário serão conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos titulares dos Certificados de Recebíveis beneficiários do regime fiduciário, inclusive os de receber e dar quitação.

§ 1º Incumbe ao agente fiduciário:

I - zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários e acompanhar a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado;

II - adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários e à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça;

⁶⁶ CAMPOS CATÃO, op. cit., p. 48.

⁶⁷ CHINEN, op. cit., p. 70.

⁶⁸ DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 80.

⁶⁹ CHINEN, op. cit., p. 70.

⁷⁰ Ibid.

⁷¹ COELHO, op. cit., pp. 197-198.

III - exercer a administração do patrimônio separado, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora;

IV - promover, na forma prevista no termo de securitização, a liquidação do patrimônio separado; e

V - executar os demais encargos que lhe forem atribuídos no termo de securitização.

§ 2º O agente fiduciário responderá pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou por administração temerária.

§ 3º Aplicam-se ao agente fiduciário os mesmos requisitos e incompatibilidades estabelecidos pelo disposto no art. 66 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

§ 4º Nas emissões públicas, o agente fiduciário observará a regulamentação editada pela CVM.

2.2.4 AUDITOR INDEPENDENTE E AGÊNCIA CLASSIFICADORA DE RISCO

A figura do auditor independente, por sua vez, presta-se a verificar e analisar as contas da companhia securitizadora, bem como inspecionar o trabalho do agente fiduciário⁷². Desta forma, através dos relatórios do auditor independente, o investidor pode verificar, em certa medida, a idoneidade da companhia securitizadora⁷³.

Inclusive, o art. 177, § 3º da Lei nº 6.404/76 regulamenta a atuação do auditor independente no âmbito das companhias abertas, a ver⁷⁴:

Art. 177. A escrituração da companhia será mantida em registros permanentes, com obediência aos preceitos da legislação comercial e desta Lei e aos princípios de contabilidade geralmente aceitos, devendo observar métodos ou critérios contábeis uniformes no tempo e registrar as mutações patrimoniais segundo o regime de competência.

§ 3º As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e serão obrigatoriamente submetidas a auditoria por auditores independentes nela registrados.

⁷² CHINEN, op. cit., p. 70.

⁷³ FROÉS COELHO, L. A. V. **Securitização**. Tese (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo/SP, p. 71. 2007.

⁷⁴ Ibid., p. 72.

Além da importância do auditor independente na operação, já que garante maior segurança ao capital aportado pelo investidor, depreende-se do normativo que a figura do auditor independente na operação é também obrigatória.

Por fim, as agências classificadoras de risco, conhecidas também por agências de *rating*, “[...] emitem um juízo de valor, classificando a operação por meio de uma nota, representativa da capacidade de pagamento dos juros e da obrigação principal.”⁷⁵. Tal juízo de valor, basicamente, é realizado através da análise de quatro elementos da operação de securitização: “a qualidade de crédito dos recebíveis, o cedente, o fluxo de caixa da operação e sua estrutura financeira, bem como sua estrutura jurídica.”⁷⁶.

⁷⁵ CHINEN, op. cit., p. 70.

⁷⁶ BLUM; DiANGELO, 1996 *apud* FROÉS COELHO, 2007, p. 76.

3 O FLUXO DA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO

Najjarian, com amparo em JR.,Penteado Junior, elucida um passo a passo do que chama de securitização clássica⁷⁷: em um primeiro momento, tem-se a cessão dos créditos à companhia securitizadora. Em seguida, a companhia securitizadora faz a oferta pública de ativos financeiros com lastro nos créditos cedidos. Por fim, a companhia securitizadora recebe os valores dos créditos recebíveis, repassando-os aos investidores, que terão o retorno conforme adquiriram os ativos financeiros. Ainda, Damasceno e Rocha Pontes explicam em outras palavras, mas com didática ímpar⁷⁸:

[...] o originador (cedente) cede, por meio de um contrato de cessão, os créditos imobiliários escriturados em contratos padrões ou em uma Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), à companhia securitizadora (cessionária) e este emite um (s) Certificado(s) de Recebível(eis) Imobiliário(s) lastreado nos créditos cedidos.

Há um ponto crucial, no entanto, que há de se acrescentar na lição dos autores supracitados: a empresa originadora não apenas cede os créditos à companhia securitizadora sem contrapartida. Na realidade, a companhia securitizadora adquire os direitos creditórios de tais recebíveis, os quais, como aqui já mencionado, estão pulverizados em, por exemplo, parcelas. Dessa forma, a companhia securitizadora, ao “comprar” tais créditos pulverizados, oferece à empresa originadora um valor líquido em face de recebíveis ainda ilíquidos. Nas palavras de Gaggini, a cessão dos créditos em uma operação de securitização é sempre onerosa, sendo tal fato um ponto essencial da operação⁷⁹.

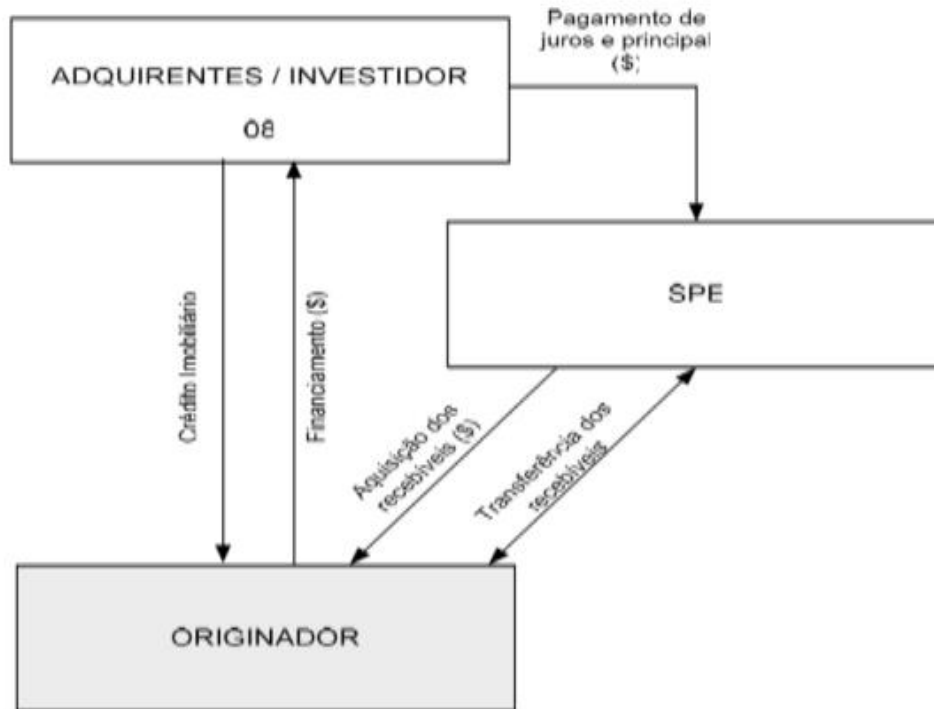
A fim de demonstrar o fluxo da securitização da forma mais simplificada conforme acima descrita, pode-se ilustrá-la da seguinte forma:

⁷⁷ NAJJARIAN, op. cit., p. 32

⁷⁸ DAMASCENO, L. X.; PONTES, T. L. R. Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil. **Revista Jurídica da Procuradoria-Geral do Distrito Federal**, Brasília/DF, v. 41, n. 2, p. 69-92, jul./dez. 2016, p. 78.

⁷⁹ GAGGINI, op. cit., p. 45.

Figura 1 – fluxograma da operação de securitização simplificada



Fonte: DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 77.

Feitas as considerações acima acerca do fluxo mais simplificado da securitização, cumpre seguir com uma explicação mais densa, que envolve os demais agentes que integram a operação. Para tanto, interessante utilizar a securitização de recebíveis imobiliários como exemplo.

Em um primeiro momento, suponhamos que uma incorporadora imobiliária (empresa originadora) decida lançar um condomínio edilício. Para tanto, elabora um projeto e submete-o aos órgãos regulamentadores competentes, que acabam por aprová-lo. Com a aprovação do projeto, a incorporadora começa a construção do empreendimento e abre um *stand* de vendas para que possa comercializar unidades do condomínio que ainda estão “na planta”, isto é, não estão prontas para serem entregues aos seus compradores. Em um determinado momento, a incorporadora consegue vender as unidades do condomínio edilício, porém todas as vendas foram feitas a prazo, sendo o valor de cada unidade vendida dividido em diversas parcelas. Dada essa situação, tem-se que os créditos a serem recebidos pela incorporadora estão pulverizados e sem liquidez, eis que seus respectivos adimplementos ainda estão pendentes. Nesse sentido, Damasceno e Rocha Pontes asseveram com bastante clareza⁸⁰:

⁸⁰ DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 80.

O originador de recebíveis imobiliário exerce, na maioria das vezes, a construção, incorporação, venda e/ou locação de bens imóveis, sendo uma dessas, ou todas, a sua atividade operacional. Ocorre que, para garantir o acesso dos consumidores aos produtos e serviços oferecidos, muitas vezes, o originador oferece financiamentos aos seus clientes, assumindo, com isso, risco de crédito e de liquidez, tendo em vista que só receberá integralmente pelo imóvel após o término do prazo do financiamento, o que, normalmente, só acontecerá após vários anos.

A incorporadora, que ainda não concluiu a construção do empreendimento, vê-se sem capital suficiente para fazê-lo e passa a buscar um aporte financeiro externo. Nessa situação, surge a figura da companhia securitizadora, que oferece a aquisição de todos (ou parte) dos créditos recebíveis por meio de um valor presente e líquido à incorporadora. Em face dessa proposta, a incorporadora cede os créditos à securitizadora e passa a ter em mãos não mais os direitos a créditos pulverizados e ilíquidos, mas um valor presente⁸¹ e líquido, o qual usará para concluir as obras do empreendimento.

Cumpra ainda mencionar que a cessão dos créditos independe de um acordo solene com os devedores dos recebíveis⁸². Basta, na realidade, o acordo entre cedente e cessionário. Contudo, a cessão dos recebíveis só surtirá efeitos perante os devedores quando forem devidamente notificados da cessão⁸³. Assim assevera o art. 290 do Código Civil de 2002: “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”⁸⁴.

Quanto a isto, as boas práticas de mercado estabelecem que o devedor será notificado por meio de algum aviso no carnê ou boleto para pagamento dos créditos contendo os dizeres: “este crédito será cedido para [nome da companhia securitizadora]”⁸⁵. Outra forma muito comum de notificar os devedores acerca da cessão dos créditos é por meio do próprio contrato firmado entre a empresa originadora e o devedor (no exemplo em tela, falamos em um Compromisso de Venda e Compra de unidade do condomínio edilício). Nesse sentido, é relativamente comum que, no contrato, haja alguma cláusula contendo declaração de ciência e

⁸¹ Ibid.

⁸² NAJJARIAN, op. cit., p. 35.

⁸³ Ibid.

⁸⁴ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002.

⁸⁵ NAJJARIAN, op. cit., p. 35.

concordância do vendedor quanto à eventual cessão dos créditos⁸⁶. Acerca desse ponto, Najjarian oferece uma explicação bastante interessante do ponto de vista comercial⁸⁷:

Com este procedimento eliminou-se a emissão de notificações para os devedores da originadora dos ativos, fato este que gerava um custo enorme, e, por gerar dúvidas e elucubrações aos clientes da originadora, esta última corria o risco até mesmo de perder clientela após o envio de tais notificações aos seus devedores/clientes.

Passadas as etapas acima descritas, a participação da incorporadora na operação está em tese encerrada – com ressalvas a eventuais condições comerciais que envolvam garantias reais ou fidejussórias; a securitizadora, então, passa a arcar com todos os riscos atinentes ao pagamento dos recebíveis que lhe foram transferidos, sendo tais riscos previamente analisados pela securitizadora segundo as particularidades da atividade originadora dos créditos, conforme ditam as boas práticas de *due dilligence*. Nesse diapasão, Damasceno e Rocha Pontes novamente lecionam⁸⁸:

A securitização é uma forma de captação direta de recursos e uma forma de alocação e dispersão dos riscos envolvidos na operação desenvolvida pelo originador. Por isso, é de suma importância verificar quais são os riscos existentes na atividade que origina recebíveis imobiliários, bem como de qual forma se dá essa alocação e dispersão desses mesmos riscos.

Em seguida, a companhia securitizadora emite os CRI de investimentos lastreados nos recebíveis imobiliários que lhe foram cedidos⁸⁹. Tais CRI emitidos são, então, postos em oferta pública por uma instituição que integre o sistema financeiro de distribuição de valores mobiliários⁹⁰, como bancos, corretoras ou Distribuidoras de Valores Mobiliários (DTVMS)⁹¹.

Conforme supramencionado, os CRI de investimento possuem lastro nos recebíveis imobiliários. Destarte, é natural que o próximo passo da operação de securitização seja o adimplemento destes créditos⁹². Segundo DAMASCENO e ROCHA PONTES, tais valores adimplidos submetem-se ao crivo de um gestor, que verifica o enquadramento dos recebíveis e os administra, bem como distribui aos detentores de cada tipo de CRI, se houver mais de um⁹³. Por fim, o último passo é a análise do agente fiduciário, que supervisiona o fluxo dos recebíveis

⁸⁶ Ibid., p. 36

⁸⁷ Ibid.

⁸⁸ DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 80

⁸⁹ Ibid., p. 79.

⁹⁰ PORTAL DO INVESTIDOR. Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária. **Investidor.gov.br**, [online], [20--].

⁹¹ DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 79.

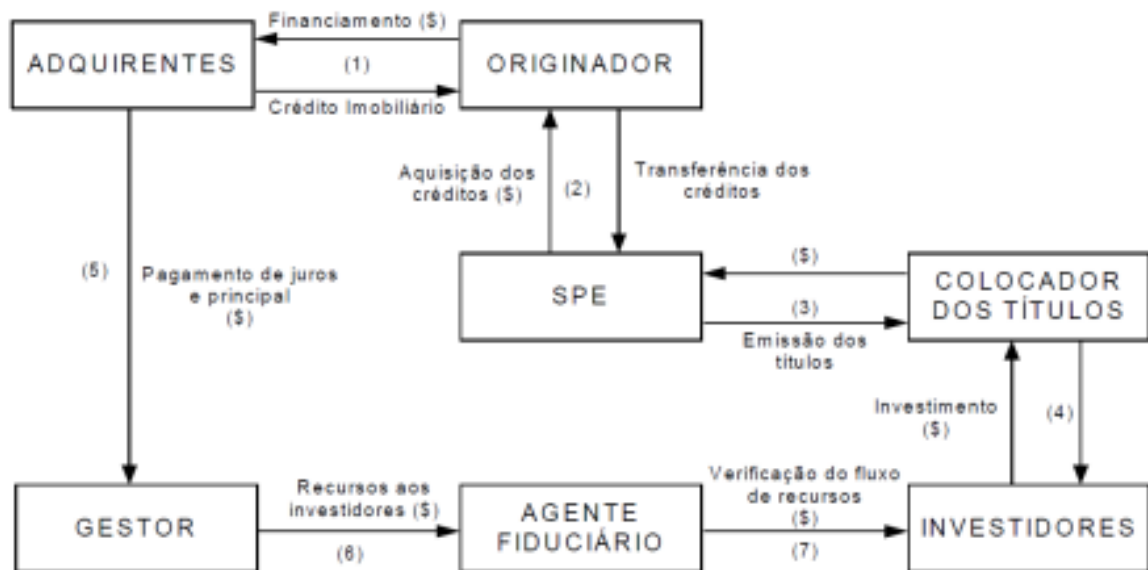
⁹² Ibid.

⁹³ Ibid., p.79-80.

e a performance dos títulos, excetuando-se algumas funções excepcionais conforme visto no item 1.4.3 deste capítulo, sempre com vistas a defender os direitos dos investidores.

Com vistas a repisar de forma mais ilustrativa o fluxo da securitização ora descrito, faz-se indelével representar a operação através do fluxograma abaixo acostado:

Figura 2 – fluxograma da operação de securitização com todos os agentes



Fonte: DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 79.

4 PATRIMÔNIO SEPARADO

Um dos grandes pontos diferenciais da securitização de recebíveis imobiliários é que a companhia securitizadora pode constituir regime fiduciário sobre os créditos que adquiriu da empresa originadora, com a instituição de um patrimônio separado sobre os CRI emitidos. Desta forma, a companhia securitizadora pode, grosso modo, “[...] realizar operações distintas utilizando a mesma estrutura societária.”⁹⁴ e separando cada operação em um patrimônio afetado e, portanto, incomunicável com outras operações ou com o patrimônio geral da companhia. Nas linhas que seguem, discorrer-se-á com mais detalhes sobre o patrimônio separado da companhia securitizadora e o referencial histórico e teórico que lhe sustenta.

4.1.1 A Origem do Patrimônio no Direito Romano

Antes de adentrar-se na definição do patrimônio separado propriamente dito, cumpre fazer um breve apanhado histórico-conceitual do patrimônio de uma forma geral. Em princípio, o conceito de patrimônio como conhecemos atualmente tem suas origens no direito romano, sendo este, em diversos aspectos, a grande influência de ordenamentos jurídicos pautados no direito codificado, influenciando sobremaneira, inclusive, o ordenamento jurídico brasileiro⁹⁵.

Nesse diapasão, é mister rememorar que, no direito romano, nem todas as pessoas naturais eram detentoras de personalidade jurídica: mulheres, menores de idade e estrangeiros, por exemplo, não podiam celebrar os próprios atos jurídicos⁹⁶. Outros, por outro lado, poderiam ter as suas personalidades jurídicas mitigadas, havendo uma verdadeira “[...] redução de sua respectiva capacidade de direito”⁹⁷, ou seja, sua personalidade jurídica poderia ser privada especificamente de direitos políticos, sobre heranças, de contratar ou até mesmo de propriedade⁹⁸.

Havia, no entanto, quem possuísse uma personalidade jurídica plena: era restrita aos que gozassem de liberdade, cidadania romana e chefia familiar, ou seja, o *pater familias*⁹⁹. Em outras palavras, era plenamente um sujeito de direitos o homem livre, cidadão romano e que

⁹⁴ JÚNIOR, op. cit., p. 78.

⁹⁵ COELHO, op. cit., p. 98.

⁹⁶ Ibid.

⁹⁷ Ibid.

⁹⁸ Ibid.

⁹⁹ Ibid., p. 99.

não tivesse sobre si um ascendente homem ainda vivo¹⁰⁰. Destarte, o *pater familias* possuía poder familiar, com caráter jurídico, sobre todas as pessoas de seu núcleo familiar e sobre os seus respectivos bens (situação denominada como *patria potestas*), ainda que esses possuíssem algum grau de personalidade jurídica mitigado¹⁰¹.

Ante o exposto acima, tem-se que o patrimônio, sob a égide do direito romano, era o agregado de bens e direitos de titularidade das pessoas incluídas sob o seio familiar tutelado por um *pater familias*, “[...] sendo este o efetivo sujeito de direitos de todo o patrimônio familiar”¹⁰². Inclusive, o próprio termo “patrimônio” origina-se, etimologicamente, do termo *pater familias*¹⁰³. Ainda nesse mesmo raciocínio, o *pater familias* era incumbido juridicamente pelos danos e atos ilícitos causados a terceiros pelas pessoas de seu seio familiar e por seus bens (como animais e escravos)¹⁰⁴. Nota-se, pois, que a noção de patrimônio no direito romano já contemplava não apenas o conjunto de bens e direitos do seio familiar encabeçado pelo *pater familias*, mas também os débitos¹⁰⁵.

4.1.2 A Teoria Clássica do Patrimônio

Em que pese a sua origem calcada no direito romano, não havia, até então, nenhuma teoria patrimonial formulada, apenas uma realidade jurídica que foi precursora das noções mais modernas de patrimônio¹⁰⁶. Entretanto, na França do século XIX é que vemos o desenvolvimento da primeira teoria patrimonial, conhecida, atualmente, como Teoria Clássica¹⁰⁷.

Importante notar que o direito privado francês à época estava amparado no novíssimo Código Napoleônico, que, curiosamente, não tratava expressamente do patrimônio, apenas de seus desdobramentos¹⁰⁸. Por exemplo: havia, no diploma legal, a ideia de “responsabilidade patrimonial”, isto é, cada titular de direitos responde às obrigações que contraiu com os seus próprios bens¹⁰⁹. Inclusive, pode-se inferir que essa disposição do Código Napoleônico acenava

¹⁰⁰ Ibid.

¹⁰¹ Ibid.

¹⁰² Ibid.

¹⁰³ Ibid., p. 100.

¹⁰⁴ Ibid.

¹⁰⁵ Ibid.

¹⁰⁶ Ibid., p. 104.

¹⁰⁷ Ibid.

¹⁰⁸ Ibid., p. 105.

¹⁰⁹ Ibid.

para um ideário de liberdade individual que ainda estava em fase de desenvolvimento à época, eis que cada titular de direitos detinha bens e tais bens eram subordinados à sua vontade¹¹⁰.

Nesse diapasão, Charles Aubry e Charles Rau, ambos juristas da escola exegeta, comprometeram-se a ir além das disposições do Código Napoleônico acerca de patrimônio. Em seus estudos, acabaram por definir patrimônio como “[...] conjunto de direitos civis de uma pessoa sobre os objetos que constituem bens”¹¹¹. A partir disso, tem-se que o patrimônio depende de uma personalidade jurídica, já que orbita um sujeito de direitos e que cada um é titular de apenas um patrimônio¹¹². Ademais, a partir da análise do Código Napoleônico feita por Aubry e Rau, Coelho entende que o conceito de patrimônio cunhado pelos juristas franceses também abarcava os direitos de personalidade do sujeito de direitos e seus bens futuros, bem como abarcava seus créditos e débitos¹¹³.

Em que pesem as características citadas acima, pode-se afirmar que a ideia mais importante do conceito de patrimônio cunhado por Aubry e Rau é a sua universalidade. Conforme sustentaram os juristas, o patrimônio seria uma universalidade de direitos e obrigações intrínsecas à personalidade jurídica do sujeito de direitos, não sendo algo que foi simplesmente adquirido, ou seja, todos os sujeitos de direitos possuem patrimônio, ainda que não possuam bens¹¹⁴. Em outras palavras, o patrimônio seria indissociável da personalidade jurídica e não poderia ser abdicado, eis que não possuiria existência jurídica autônoma¹¹⁵. Ante o que foi exposto nas linhas acima, tem-se que os principais efeitos da universalidade do patrimônio na Teoria Clássica são que todos têm um patrimônio único e indivisível e não podem dele desfazer-se no todo ou em parte¹¹⁶.

4.1.3 A Teoria Realista do Patrimônio

Alguns anos após a formulação da Teoria Clássica, surge a Teoria Realista pelas mãos de autores alemães, sobretudo Bernhard Windscheid, que eram adeptos da ideia de que existem direitos que não pertencem a um sujeito determinado¹¹⁷. Conforme visto na Teoria Clássica, o patrimônio é indissociável de uma personalidade jurídica. Dessa forma, inauguraram-se

¹¹⁰ LORENZETTI, 1998 *apud* COELHO, 2020, p. 106.

¹¹¹ COELHO, *op. cit.*, p. 106.

¹¹² *Ibid.*, p. 107.

¹¹³ *Ibid.*

¹¹⁴ *Ibid.*, p. 108.

¹¹⁵ *Ibid.*

¹¹⁶ *Ibid.*, p. 111.

¹¹⁷ *Ibid.*, p. 116.

discussões sobre a existência de patrimônios dissociados da personalidade jurídica de um sujeito de direitos¹¹⁸. A partir disto, a doutrina alemã passou a conceituar direitos e obrigações sem titular como patrimônios separados, que deveriam ser criados por lei, com o objetivo de atingir uma finalidade específica, sendo administrados por um terceiro, já que não detinham um titular propriamente dito¹¹⁹.

Valendo-se dessa corrente de pensamento, Alois Von Brinz, outro jurista alemão, passou a sustentar que apenas a pessoa natural possuía personalidade jurídica e que as pessoas jurídicas nada mais eram que “[...] formas jurídicas de destinação patrimonial por seus sócios para fins específicos [...]”¹²⁰. Dessa forma, inaugurava-se a ideia de um patrimônio criado para atendimento de alguma finalidade específica, que viria a ser chamada de patrimônio de afetação conforme os estudos de Ernst Immanuel Bekker¹²¹. Cotejando os estudos dos citados juristas, Coelho chega a uma definição geral de patrimônio de afetação¹²²:

Nesse sentido, o patrimônio de afetação seria instrumento jurídico que possibilita a separação de um universo patrimonial dentro do patrimônio geral do titular, atribuindo a este universo patrimonial autonomia funcional, e não plena. Desse modo, trata-se de uma massa patrimonial independente, constituída para determinada função socialmente relevante reconhecida nos termos da legislação. Portanto, diferentemente do que ocorre com o patrimônio geral de um sujeito de direito, o patrimônio de afetação não está disponível à conveniência e vontade de seu titular, mas ao cumprimento de determinado objetivo estabelecido por oportunidade de sua constituição.

Este fator diferencial entre a disponibilidade do patrimônio geral à vontade do seu titular e a função determinada ao patrimônio de afetação é relevante para discernir a suscetibilidade de cada uma dessas modalidades de patrimônios ao interesse dos credores. Por um lado, salvo determinados bens e direitos excluídos de excussão por impenhoráveis por força de lei ou de ato de vontade (por exemplo, bem de família, dentre outros), o patrimônio geral de uma pessoa responde por todas as suas obrigações e dívidas, na maioria dos casos contraídas por atos de vontade de seu titular. Por outro, os bens afetados a determinado fim, que, sob a tutela de disposição legal específica, destinam-se a finalidade socialmente relevante, só respondem pelas obrigações vinculadas ao patrimônio afetado.

Conforme a definição dada por Coelho, tem-se que, em linhas gerais, o patrimônio de afetação traz limitação de riscos do devedor em face de seus credores, vez que estes não podem buscar a satisfação de seus créditos no patrimônio de afetação do devedor, apenas em seu patrimônio geral¹²³. Isso porque o patrimônio de afetação é apartado do patrimônio geral e é

¹¹⁸ Ibid.

¹¹⁹ Ibid.

¹²⁰ Ibid., p. 117.

¹²¹ Ibid.

¹²² Ibid., p. 117-118.

¹²³ Ibid., p. 119.

vinculado exclusivamente à operação econômica ao qual se destina, respondendo apenas às obrigações contraídas no âmbito dessa operação econômica¹²⁴.

4.1.4 O Patrimônio Separado e a Securitização

No Código Civil de 1916, o legislador brasileiro optou por adotar a Teoria Clássica do patrimônio¹²⁵, ou seja, o diploma de 1916 considerava o patrimônio como uma universalidade única e incindível de direitos que coteja passivos e ativos atrelados diretamente a uma personalidade jurídica¹²⁶. Com o advento do Código Civil de 2002, manteve-se a opção pela Teoria Clássica, sem muitas alterações em comparação com o diploma antigo¹²⁷. Contudo, Coelho sustenta que a adoção da Teoria Clássica em nada impede que lei especial disponha sobre exceções ao tratamento jurídico do patrimônio, eis que a “[...] disposição especial não exclui a vigência das normas gerais, mas apenas trata distintamente o caso especificado”¹²⁸. Por outro lado, há de se notar que a separação patrimonial deve decorrer de autorização legal, já que a lei deve tutelar a sua finalidade e seus limites especificamente a fim de evitar abusos e fraudes¹²⁹.

Considerando o exposto acima, tem-se que é plenamente possível que uma lei especial institua um tratamento jurídico diferente ao patrimônio de uma companhia securitizadora. Tanto é possível que isso de fato ocorre com o Marco Civil da Securitização, o qual estabelece, em seu art. 26, incisos I e II, que¹³⁰:

Art. 26. O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora ao firmar termo de securitização, que, além de observar o disposto no art. 22 desta Lei, deverá submeter-se às seguintes condições:
I - constituição do regime fiduciário sobre os direitos creditórios e os demais bens e direitos que lastreiam a emissão;

¹²⁴ Ibid.

¹²⁵ Ibid., p.161.

¹²⁶ Ibid.

¹²⁷ Ibid., p. 162.

¹²⁸ Ibid., p. 163.

¹²⁹ Ibid.

¹³⁰ BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília/DF, p. 1, 4 ago. 2022.

II - constituição de patrimônio separado, composto pela totalidade dos direitos creditórios e dos demais bens e direitos referidos no inciso I deste **caput**.

Dessa forma, tem-se que, para cada emissão de CRI a companhia securitizadora constituirá um patrimônio separado contemplando a totalidade dos direitos creditórios e demais bens e direitos que lastreiam a emissão por meio de declaração unilateral no Termo de Securitização. Por consequência, a separação patrimonial da emissão é uma exceção à universalidade patrimonial inscrita no Código Civil de 2002¹³¹ e herdada da Teoria Clássica, já que, para cada emissão, segrega-se uma parte do patrimônio da companhia securitizadora e todos os direitos e obrigações atinentes a tal emissão em específico recairão somente sob o patrimônio separado.

Nesse mesmo raciocínio, conforme leciona Coelho, o patrimônio separado é alcançado somente pelos credores vinculados à afetação desse patrimônio, isto é, “[...] o patrimônio separado responde exclusivamente pelos passivos a ele vinculados, não respondendo por passivos estranhos ao escopo de sua afetação”¹³². Por consequência, o patrimônio separado garante a realização de uma emissão de valores mobiliários pela companhia securitizadora, furtando-se dos riscos ligados ao patrimônio geral da companhia¹³³. Ainda, Coelho complementa¹³⁴:

A afetação patrimonial, de modo geral, traz dois efeitos práticos: (i) segregação de parcela do patrimônio geral da pessoa, protegendo-o de riscos e passivos relacionados ao titular do patrimônio geral; e (ii) limitação de poderes do titular do patrimônio sobre referida parcela de seu patrimônio geral, que uma vez afetado deverá respeitar os fins estabelecidos para sua afetação.

O patrimônio separado possui ativo e passivo próprios, sendo formado tanto pelos bens, direitos e obrigações, como também pelos frutos e encargos advindos da administração desse patrimônio e também por eventuais encargos que venham a ser imputados a ele.

Cumprido reiterar, ademais, que a separação patrimonial deve atender à finalidade que lhe foi legalmente atribuída. Isso significa que o patrimônio não pode ser separado indistintamente conforme a vontade de seu titular para a finalidade que melhor lhe aprouver. Não apenas deve haver a previsão legal da afetação patrimonial, como o titular do patrimônio não pode desviar a sua finalidade pré-estabelecida, sob pena de satisfazer pretensão reparatória ante aos

¹³¹ COELHO, op. cit., p. 163.

¹³² Ibid., p. 173.

¹³³ Ibid.

¹³⁴ Ibid., p. 195.

prejudicados pela conduta. No caso da operação securitização, a pretensão reparatória seria devida aos investidores¹³⁵.

Outro ponto que merece menção é que o patrimônio separado está, inclusive, relativamente imune aos efeitos da falência e da recuperação judicial e extrajudicial até o advento de seu termo ou cumprimento de sua finalidade. Só então o administrador judicial levantará o saldo do patrimônio separado para inscrevê-lo na categoria respectiva de crédito ou arrecadá-lo a favor da massa falida¹³⁶. Nesse sentido, é a redação do art. 119, inciso IX, da Lei de Falências e Recuperação de Empresas¹³⁷:

Art. 119. Nas relações contratuais a seguir mencionadas prevalecerão as seguintes regras:

IX – os patrimônios de afetação, constituídos para cumprimento de destinação específica, obedecerão ao disposto na legislação respectiva, permanecendo seus bens, direitos e obrigações separados dos do falido até o advento do respectivo termo ou até o cumprimento de sua finalidade, ocasião em que o administrador judicial arrecadará o saldo a favor da massa falida ou inscreverá na classe própria o crédito que contra ela remanescer.

Por outro lado, pode-se pensar que a proteção aos patrimônios separados na seara das falências e recuperações de empresas é um salvo-conduto à companhia securitizadora, ou quiçá uma imunidade¹³⁸. Contudo, Coelho, com habitual clareza, leciona que o instituto legal do art. 119, inciso IX da Lei de Falências e Recuperação de Empresas não visa proteger o devedor, mas ao próprio investidor, que manteve os seus ativos aplicados no patrimônio separado da securitizadora¹³⁹. Tem-se, assim, que o patrimônio separado pode até mesmo contrariar os interesses maiores da companhia securitizadora em alguns casos, eis que a afetação patrimonial, reitera-se, não tem a finalidade de ser uma imunidade. Nesse diapasão, Coelho assevera¹⁴⁰:

O patrimônio afetado não se destina ao atendimento dos interesses de seu titular, ele se destina exclusivamente à finalidade que o afeta. No patrimônio afetado os interesses de seu titular são tutelados apenas se estiverem relacionados à finalidade perseguida pelo patrimônio afetado. A finalidade pretendida pela afetação patrimonial será protegida independentemente se contrária aos interesses de seu titular. Nas companhias securitizadora imobiliárias e do agronegócio, a separação patrimonial coincide com os interesses destas, que figuram como meros *Conduits* das estruturas de securitização, promovendo a administração do patrimônio separado

¹³⁵ Ibid., p. 200.

¹³⁶ Ibid., p. 196.

¹³⁷ BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Diário Oficial da União**: Seção 1 - Edição Extra, Brasília/DF, p. 1, 9 fev. 2005.

¹³⁸ COELHO, op. cit., p.197.

¹³⁹ Ibid.

¹⁴⁰ Ibid., pp. 197-198.

exclusivamente para a consecução do fim a que foram constituídos, ao pagamento dos investidores dos CRI ou dos CRA a que está vinculado tal patrimônio. Ainda que coincidentes, os interesses do patrimônio separado e da companhia securitizadora que lhe é titular, o patrimônio separado serve exclusivamente ao fim a que foi constituído, de forma que a proteção do patrimônio separado poderá ocorrer ainda que contrariamente aos interesses da companhia securitizadora, como são os casos de assunção da administração do patrimônio separado pelo agente fiduciário, ou os casos de substituição da companhia securitizadora [...].

Há de se mencionar, também, que a afetação patrimonial deve ocorrer em regime fiduciário, conforme já tratado em linhas anteriores. Porém, destaca-se que a companhia securitizadora pode ou não constituir regime fiduciário com afetação de patrimônio sobre os créditos que lastreiam a emissão, ou seja, é uma faculdade¹⁴¹. Caso a companhia securitizadora opte pela separação patrimonial, o Termo de Securitização deverá conter, conforme incisos III e IV e parágrafos do art. 26, do Marco Legal da Securitização¹⁴²:

I - constituição de patrimônio separado, composto pela totalidade dos direitos creditórios e dos demais bens e direitos referidos no inciso I deste **caput**;

III - nomeação de agente fiduciário, quando se tratar de emissões públicas, que seja instituição financeira ou entidade autorizada para esse fim pelo Banco Central do Brasil, para atuar em nome e no interesse dos titulares dos Certificados de Recebíveis, acompanhada da indicação de seus deveres, de suas responsabilidades e de sua remuneração, das hipóteses, das condições e da forma de sua destituição ou substituição e das demais condições de sua atuação, observada a regulamentação aplicável; e

IV - forma de liquidação do patrimônio separado, inclusive mediante dação em pagamento dos direitos creditórios e dos bens e direitos referidos no inciso I deste **caput**.

§ 1º O termo de securitização em que seja instituído o regime fiduciário deverá ser registrado em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM a exercer a atividade de registro ou depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários, nos termos da Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013.

§ 2º No que se refere à condição prevista no inciso II do **caput** deste artigo, os direitos creditórios, os bens e os direitos objeto do regime fiduciário permanecerão sob a titularidade da companhia securitizadora, embora estejam afetados exclusiva e integralmente ao pagamento da emissão de Certificados de Recebíveis de que sejam lastro.

¹⁴¹ Ibid., p.193.

¹⁴² BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília/DF, p. 1, 4 ago. 2022.

5 A SECURITIZAÇÃO EM COMPARAÇÃO COM OUTRAS FORMAS DE FINANCIAMENTO E FOMENTO DE EMPREENDIMENTOS

Um dos pontos mais patentes da securitização quando é comparada com formas mais tradicionais de financiamento, como por exemplo o próprio financiamento bancário, é que a securitização não gera, a princípio, nenhuma forma de endividamento para a empresa originadora¹⁴³. Isto porque, conforme abordado neste estudo, a securitizadora adquire os créditos recebíveis da empresa originadora, a qual recebe em contrapartida o valor que esperava receber na forma de antecipação de receita¹⁴⁴, geralmente à vista e com a aplicação de uma taxa de aquisição estimada conforme a taxa de remuneração dos CRI¹⁴⁵. Neste sentido, Damasceno e Rocha Pontes falam em transferência do risco de crédito, eis que, sendo o fluxo de caixa da originadora adiantado-lhe em face da cessão dos créditos em favor da securitizadora, aquela não corre o risco de inadimplir com alguma forma de financiamento¹⁴⁶. Sedimentando esta ideia, os autores muito didaticamente afirmam¹⁴⁷:

Do ponto de vista do originador, uma operação de securitização pode ser estruturada de uma forma a permitir que todo o risco do crédito seja transferido para o mercado, o que certamente representa um benefício, tendo em vista que haverá o adiantamento do fluxo de caixa sem que exista risco de não pagamento do financiamento. Saliente-se, todavia, que o risco de crédito continuará existindo, apenas não será mais de responsabilidade do originador.

Ademais, Damasceno e Rocha Pontes ainda falam em diminuição do risco de liquidez com a securitização¹⁴⁸. Em operações imobiliárias, por ocasião da contratação de um financiamento bancário, a empresa originadora irá aumentar o seu fluxo de caixa a fim de obter recursos para erguer o empreendimento¹⁴⁹, mas ainda assim a originadora só irá terminar de receber os seus créditos muito depois de adimplir com o financiamento, havendo um “[...] descasamento entre os recebíveis e os exigíveis no curto e médio prazo.”¹⁵⁰. Por outro lado, com a securitização promove-se o adiantamento das receitas em face da cessão dos recebíveis,

¹⁴³ GAGGINI, op. cit., p. 89.

¹⁴⁴ CHINEN, op. cit., p. 57.

¹⁴⁵ Ibid., p. 76.

¹⁴⁶ DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 82.

¹⁴⁷ Ibid.

¹⁴⁸ Ibid.

¹⁴⁹ Ibid.

¹⁵⁰ Ibid.

o que gera um aumento no nível de liquidez quando se compara com outras formas de financiamento¹⁵¹.

Ainda, Damasceno e Rocha Pontes mencionam a pulverização do risco de mercado como um dos benefícios da operação de securitização, eis que, falando em securitização imobiliária, ainda que o imóvel não seja o ativo cedido pela originadora, o seu valor atribuído pelo mercado influi no fluxo de recebíveis. No entanto, mesmo com a desvalorização, os CRI emitidos são responsáveis por pulverizar a desvalorização do mercado entre os investidores que os adquiriram. Neste sentido, Damasceno e Rocha Pontes lecionam¹⁵²:

A dispersão do risco de mercado por meio de operações de securitização é plenamente viável, tendo em vista que a pulverização dos títulos emitidos (CRI) ocasionaria em uma pulverização dos riscos e, se houver desvalorização no mercado, a perda será individualmente menor do que se não existisse securitização. Saliente-se, por fim, de que os investidores devem estar cientes de todos os riscos assumidos, inclusive o de mercado

Outro aspecto que distingue a securitização e a consolida como uma alternativa aos métodos tradicionais de financiamento é que a securitização, pode-se dizer, democratiza o acesso a recursos. Como se sabe, o financiamento tradicional analisa passivos e ativos do tomador dos recursos, porém isto não ocorre com a empresa originadora na securitização, pois o que é analisado é a “[...] qualidade dos ativos que servem de lastro para a operação [...]”¹⁵³. Por conseguinte, na securitização não se analisa, *a priori*, a saúde financeira da empresa originadora, o que facilita o acesso a recursos por empresas com restrições creditórias¹⁵⁴ – e mais: permite que mesmo empresas com restrições creditórias tenham a antecipação de uma receita, o que por si só serve como respiradouro para o seu balanço financeiro¹⁵⁵.

Neste mesmo sentido, os benefícios da securitização se estendem não apenas à empresa originadora, mas também aos investidores: imagine-se um caso em que a empresa originadora, ao invés de tomar recursos através da securitização, decida emitir diretamente os valores mobiliários no mercado de capitais. Segundo Chinen, nesta situação, sob a perspectiva do investidor, não se separaria os riscos da operação dos próprios riscos da empresa

¹⁵¹ Ibid.

¹⁵² Ibid., p. 83.

¹⁵³ CATÃO, op. cit., p. 53.

¹⁵⁴ GAGGINI, op. cit., p. 89.

¹⁵⁵ CHINEN, op. cit., p. 57.

originadora¹⁵⁶. Em contrapartida, na securitização, os investidores aplicam os seus recursos sem a necessidade de levar em conta os riscos da empresa originadora¹⁵⁷, sendo o investimento desvinculado, desta forma, das incertezas atinentes à atividade empresarial da originadora (ressalvado o risco de inadimplemento do crédito)¹⁵⁸. Neste diapasão, Chinen ainda afirma¹⁵⁹:

Ora, os investidores ao adquirirem títulos ou valores mobiliários emitidos pelas empresas estão, em maior ou menor grau, expostos ao risco decorrente da atividade empresarial da sociedade tomadora, quando do repagamento do título.

Em outras palavras, em operações com o envolvimento direto da empresa originadora os investidores devem levar em conta os riscos de sua atividade econômica, enquanto na securitização devem levar em conta somente e tão somente os riscos do adimplemento dos recebíveis¹⁶⁰. Ainda, para cristalizar este entendimento, GAGGINI afirma que a securitização¹⁶¹:

[...] é um instrumento intermediário que torna possível efetivar a segregação dos riscos dos recebíveis dos riscos da originadora, de modo que investidores e originadora não se relacionem entre si, mas apenas com a securitizadora.

Outro ponto que se pode mencionar como sendo uma vantagem da securitização é que, sob o ponto de vista da empresa originadora, o custo da operação como um todo é menor quando comparado com outras formas de financiamento, eis que não se tem mais a necessidade de uma instituição financeira intermediária, tendo a empresa originadora acesso direto aos recursos e diminuindo o valor das taxas pagas pelos investidores¹⁶².

Ainda, a empresa originadora vê-se em uma situação bastante vantajosa em uma operação de securitização, eis que, institucionalmente falando, seu nome será divulgado no

¹⁵⁶ Ibid., p. 56.

¹⁵⁷ GAGGINI, op. cit., p. 89.

¹⁵⁸ CHINEN, op. cit., p. 58.

¹⁵⁹ Ibid., p. 56.

¹⁶⁰ CHINEN, op. cit., p. 57.

¹⁶¹ GAGGINI, op. cit., pp. 89-90.

¹⁶² PINHEIRO, Fernando Antônio Perrone. SAVOIA, José Roberto Ferreira. Securitização de Recebíveis – Análise dos Riscos Inerentes. **Revista Brasileira de Finanças**. São Paulo/SP, v. 7, n. 3, p. 305-326, jul. 2009, p. 03.

mercado de capitais¹⁶³. Em que pese não parecer uma grande vantagem, pode-se considerar este aspecto como um “bônus” decorrente da securitização. Há de se pensar que em financiamentos bancários, por exemplo, não haverá qualquer tipo de divulgação da atividade originadora. Todavia, com uma securitização bem-sucedida, a empresa originadora angariará renome no mercado financeiro, abrindo portas para que se utilize novamente da securitização em atividades futuras.

Por fim, tem-se que uma grande vantagem da securitização é o fato de o investidor não arcar com ônus algum em caso de falência ou recuperação da companhia securitizadora¹⁶⁴. Conforme tratado no item 4.1.4, cada emissão de CRI constituirá um patrimônio separado, o qual estará alheio aos efeitos da falência e recuperação até o cumprimento de sua destinação específica. Desta forma, indelével mencionar que o interesse do investidor está resguardado de mais um risco além da própria questão da pulverização dos riscos de mercado e do afastamento do risco empresarial da empresa originadora.

¹⁶³ CHINEN, op. cit., p. 57.

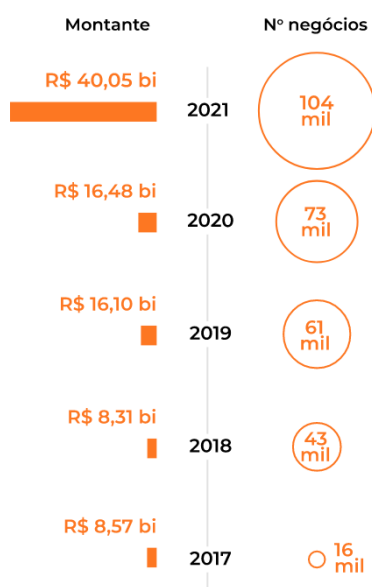
¹⁶⁴ Ibid., p. 58.

6 O ATUAL PANORAMA DA SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA NO BRASIL

Conforme dissertado no item 1.1.2, a Lei nº 9.514/1997 foi responsável por formalmente introduzir e regulamentar o instituto da securitização de recebíveis no ordenamento jurídico pátrio¹⁶⁵. No entanto, Damasceno e Rocha Pontes, em seus estudos, identificaram que a securitização não se popularizou entre as formas de financiamento imobiliário tão logo fora positivada no ordenamento jurídico¹⁶⁶ – na verdade, a securitização apenas percebeu um crescimento mais vultuoso em meados de 2007, atingindo o montante de pouco mais de R\$ 04 bilhões em CRIs emitidos¹⁶⁷.

No entanto, o grande salto deu-se nos anos de 2009, com emissão de aproximadamente R\$ 8 bilhões em CRI, e 2010, com emissão de aproximadamente R\$ 14 bilhões em CRI¹⁶⁸, sendo esta última a máxima histórica até o ano de 2019, quando emitiu-se o montante de aproximadamente R\$ 22 bilhões em CRI, sendo seguida por uma emissão menor de quase R\$ 17 bilhões em 2020, porém atingindo nova máxima histórica com a emissão em 2021, que ultrapassou os R\$ 40 bilhões emitidos¹⁶⁹, conforme gráfico abaixo:

Gráfico 1 – emissões de CRI entre 2017 e 2021



Fonte: Uqbar, 2022.

¹⁶⁵ DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 84.

¹⁶⁶ Ibid.

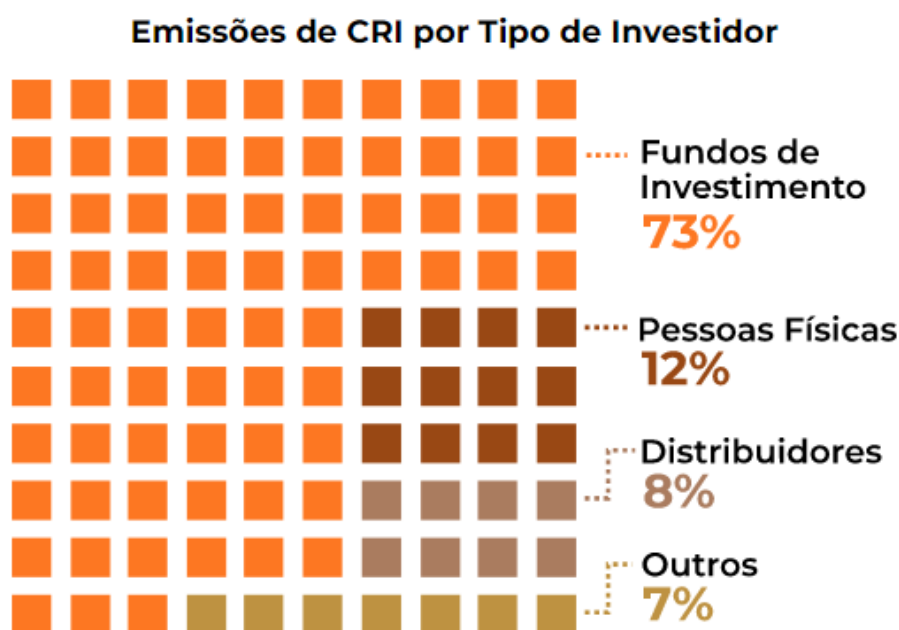
¹⁶⁷ Ibid.

¹⁶⁸ Ibid.

¹⁶⁹ UQBAR. Anuário Uqbar CRI 2022. lp.uqbar.com.br/, [online], [2022].

Não bastasse o grande aumento nas emissões de CRI, o mercado brasileiro vem percebendo um aumento no mercado secundário também¹⁷⁰, o que é extremamente favorável ao cenário da securitização, já que a liquidez dos títulos incentivar a realização de novas emissões de CRI¹⁷¹. Mesmo entre 2000 e 2012, o mercado secundário de CRI aumentava a cada ano, chegando a quase R\$ 14 bilhões comercializados em 2012¹⁷². Inclusive, Damasceno e Rocha Pontes fazem uma correlação direta entre o aumento do mercado secundário de CRI e a regulamentação dos Fundos de Investimentos Imobiliários entre 2008 e 2009, com a Instrução CVM nº 472/2008 e a Lei nº 12.024/2009¹⁷³ – sendo que, com efeito, em 2009 o mercado secundário de CRI deu um salto sem precedentes¹⁷⁴. A partir da regulamentação, os Fundos de Investimentos Imobiliários passaram a gozar de isenção tributária nos ganhos oriundos dos rendimentos dos títulos, aumentando sobremaneira o patrimônio líquido dos fundos e a própria quantidade de fundos existentes¹⁷⁵. Inclusive, atualmente os Fundos de Investimentos Imobiliários compõem 73% dos investidores em CRI, conforme gráfico:

Gráfico 2 – emissões de CRI por tipo de investidor



Fonte: Uqbar, 2022.

¹⁷⁰ UQBAR. Anuário Uqbar CRI 2022. ip.uqbar.com.br/, [online], [2022].

¹⁷¹ DAMASCENO; ROCHA PONTES, op. cit., p. 85.

¹⁷² Ibid.

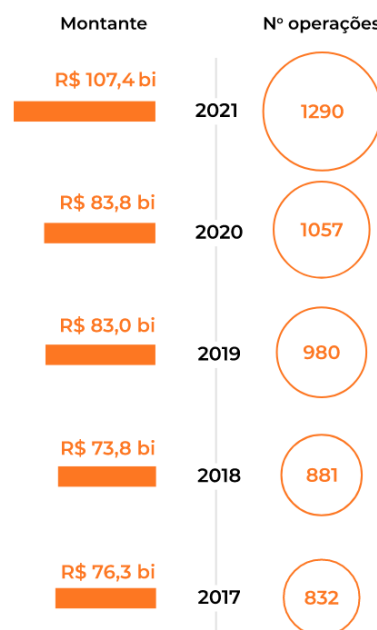
¹⁷³ Ibid.

¹⁷⁴ Ibid.

¹⁷⁵ Ibid., p. 85-86.

Além do que foi aqui exposto, é importante ressaltar que o número de securitizações viu um crescente desde 2017 até 2021, partindo de 832 operações em 2017 operações para 1.290 operações em 2021, sendo interessante também mencionar que, em 2021, o volume de emissões ultrapassou o volume de amortizações, ou seja, mais emitiu-se CRIs do que se pagou¹⁷⁶. Sobre o número de securitizações, o gráfico abaixo ilustra tal tendência de crescimento:

Gráfico 3 – número de operações de 2017 até 2021



Fonte: Uqbar, 2022.

Por fim, para sedimentar a ideia de que a securitização é um instituto em constante crescimento e que vem se consolidando no mercado brasileiro, cumpre mencionar que as três maiores companhias securitizadoras de 2021, que são Virgo Companhia de Securitização, True Securitizadora S.A. e Opea Securitizadora S.A., emitiram R\$ 9.58 bilhões, R\$ 9.55 bilhões e R\$ 8.78 bilhões, respectivamente¹⁷⁷. Conforme o histórico de crescimento abordado neste capítulo, nota-se que só em 2021 cada uma destas três principais companhias emitiram o equivalente a todas as companhias securitizadoras juntas em anos nem tão passados assim¹⁷⁸ – em 2018, por exemplo, o montante de CRIs emitidos foi de R\$ 8.57 bilhões. Desta forma, tem-

¹⁷⁶ UQBAR. Anuário Uqbar CRI 2022. lp.uqbar.com.br/, [online], [2022].

¹⁷⁷ Ibid.

¹⁷⁸ Ibid.

se, por muito óbvio, que a securitização imobiliária é ferramenta que cresce ano após ano, atingindo com frequências máximas históricas, sendo 2021 em específico um ano que viu o instituto tornar-se bastante consolidado e difundido no mercado de capitais brasileiro¹⁷⁹.

¹⁷⁹ Ibid.

7 CONCLUSÃO

Com base no presente estudo, pode-se conceituar a securitização de recebíveis imobiliários como sendo, em suma, uma forma inovadora de financiamento em que uma empresa originadora – geralmente na figura da incorporadora imobiliária – cede os seus créditos recebíveis à companhia securitizadora pulverizados na forma de diversas parcelas cujo adimplemento dar-se-á de forma protraída no tempo. Em contrapartida, a companhia securitizadora oferece à incorporadora o valor total dos recebíveis, em geral com algum desconto na forma de taxa de aquisição. Ato contínuo, a securitizadora emite ao mercado de capitais uma série de títulos de securitização negociáveis com lastro nos próprios recebíveis adquiridos, que na maioria das operações são valores mobiliários denominados CRI. Tais títulos, então, são subscritos pelos investidores, que auferirão rendimentos conforme o adimplemento dos recebíveis.

Além da própria definição do instituto, pôde-se aferir na presente monografia que a securitização de recebíveis imobiliários é um instituto cujo caráter inovador surgiu no direito estadunidense através da necessidade decorrente da crise no sistema de financiamento bancário tradicional no país. Após maior difusão do instituto nos Estados Unidos, a securitização passou a ser inserida no ordenamento jurídico brasileiro em meados dos anos 1990, ainda de forma tímida e com regulamentações esparsas, sem o supedâneo de uma norma legislativa.

Foi apenas em 1997 que o legislador se preocupou em regulamentar o instituto em um diploma legal, porém a adesão à securitização não foi instantânea. Foi apenas no final da década de 2010 que se notou um aumento expressivo na utilização da securitização, tendo alguns autores atribuído este fenômeno à regulamentação dos Fundos de Investimentos Imobiliários, que em 2021 compuseram, inclusive, 73% dos subscritores de CRI. Ainda nesta linha do tempo, em 2022 teve-se a edição do Marco Legal da Securitização, que consolidou uma série de disposições acerca do instituto em um único diploma legal.

As vantagens da securitização são diversas e se estendem, sobretudo, à empresa originadora dos créditos e aos investidores. Um dos principais aspectos da securitização é que a saúde financeira da empresa originadora pouco importa, eis que esta cederá à securitizadora ativos ilíquidos, enquanto a securitizadora adiantar-lhe-á o valor dos recebíveis. Em outras palavras, o único risco do negócio é o adimplemento ou não dos recebíveis pelos devedores, não envolvendo de nenhuma forma quaisquer outros aspectos atinentes à atividade econômica da empresa originadora. Os investidores, por outro lado, também encontram vantagens na

securitização, já que o único risco da operação, que é o risco do adimplemento dos recebíveis é pulverizado entre cada subscritor.

Outro ponto relevante extraído da presente análise é a importância instituto do patrimônio separado da companhia securitizadora para cada uma de suas emissões de CRI, constituindo assim uma grande vantagem da securitização em face de outras formas de financiamento, já que garante não apenas que os passivos do patrimônio geral da companhia securitizadora não interfiram nas suas emissões de CRI, mas também que os investidores não sejam afetados por eventual falência ou recuperação da companhia securitizadora.

Por meio desta apresentação da securitização de recebíveis, tem-se, por fim, que é um instituto que existe desde a década de 1990 no ordenamento jurídico brasileiro e que, em que pese a demora de alguns anos para conquistar seu espaço, vem tendo um crescimento considerável nos últimos tempos, conforme atestam os números. O seu constante avanço por si só comprova que é, sim, uma alternativa viável ao financiamento imobiliário, trazendo vantagens sem precedentes tanto para a empresa que origina os créditos quanto para os investidores que irão adquirir os CRI.

REFERÊNCIAS DE PESQUISA

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, ano 139, n. 8, p. 1-74, 11 jan. 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406compilada.htm. Acesso em: 4 nov. 2022.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. **Diário Oficial da União**: Seção 1 - Edição Extra, Brasília/DF, p. 1, 9 fev. 2005. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/111101.htm. Acesso em: 4 nov. 2022

BRASIL. Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020. **Diário Oficial da União**: Seção 1, Brasília/DF, p. 1, 4 ago. 2022. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/L14430.htm. Acesso em: 4 nov. 2022.

BRASIL. Lei nº 3.071, de 1 de janeiro de 1916. Código Civil dos Estados Unidos do Brasil. **Diário Oficial da União**: Seção I, Rio de Janeiro/RJ, p. 133, 5 jan. 1916. Disponível em:

http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/13071.htm#:~:text=LEI%20N%C2%BA%203.071%2C%20DE%201%C2%BA%20DE%20JANEIRO%20DE%201916.&text=C%C3%B3digo%20Civil%20dos%20Estados%20Unidos%20do%20Brasil.&text=Art.,os%20princ%C3%ADpios%20e%20conven%C3%A7%C3%B5es%20internacionais. Acesso em: 4 nov. 2022

BRASIL. Lei nº 9514, 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**: Seção 1, Brasília/DF, p. 27182, 21 nov. 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19514.htm. Acesso em: 4 nov. 2022.

BRASIL. **Resolução CMN nº 1.834, de 20 de junho de 1991**. Faculta a captação de recursos no exterior, com estabelecimento de vínculo a exportações. [S. l.], 20 jun. 1991. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=RESOLU%C3%87%C3%83O&numero=1834>. Acesso em: 4 nov. 2022.

CATÃO, G. C. **Securitização de Recebíveis no Setor Bancário Brasileiro**: Um Estudo Multi-Caso. Tese (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade de Brasília, Universidade Federal da Paraíba, Universidade Federal de Pernambuco e Universidade Federal do Rio Grande do Norte, João Pessoa/PB, 2006. Disponível em: <https://repositorio.unb.br/handle/10482/6466>. Acesso em: 4 nov. 2022

CHINEN, E. N. **Securitização**: Nova Tecnologia Financeira de Recebíveis. São Paulo/SP: ABR Editora, 2012.

COELHO, D. G. **Securitização de Recebíveis Imobiliários e do Agronegócio**: o Patrimônio Separado da Companhia Securitizadora. São Paulo/SP: Editora Quarter Latin do Brasil, 2020.

DAMASCENO, L. X.; PONTES, T. L. R. Securitização de Recebíveis Imobiliários no Brasil. **Revista Jurídica Da Procuradoria-Geral do Distrito Federal**, Brasília/DF, v. 41, n. 2, p. 69-92, jul./dez. 2016. Disponível em: <https://zonacultural.com.br/wp-content/uploads/2021/06/Revista-41-v2-1-a-208-18-04.pdf>. Acesso em: 10 out. 2022.

FROÉS COELHO, L. A. V. **Securitização**. Tese (Mestrado em Direito Comercial) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. São Paulo/SP, p. 71. 2007. Disponível em: <https://tede2.pucsp.br/bitstream/handle/7669/1/Livia%20Alves%20Visnevski%20Froes%20Coelho.pdf>. Acesso em: 04 nov. 2022.

GAGGINI, F. S. **Securitização de Recebíveis**. São Paulo/SP: Livraria e Editora Universitária de Direito Ltda, 2003.

JOTA. Senado aprova MP que cria marco legal da securitização. **www.jota.info**, [online], [2022]. Disponível em: <https://www.jota.info/legislativo/senado-aprova-mp-que-cria-marco-legal-da-securitizacao-06072022>. Acesso em: 04 nov. 2022.

JÚNIOR, José Alves Ribeiro. **Securitização de Recebíveis: Elementos Constitutivos no Direito Brasileiro**. São Paulo/SP: Thomson Reuters Brasil, 2020

NAJJARIAN, I. P. de N. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo/SP: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010.

PINHEIRO, Fernando Antônio Perrone. SAVOIA, José Roberto Ferreira. Securitização de Recebíveis – Análise dos Riscos Inerentes. **Revista Brasileira de Finanças**. São Paulo/SP, v. 7, n. 3, pp. 305-326, jul. 2009. Disponível em: <https://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/issue/view/188>. Acesso em 31 out. 2022

PORTAL DO INVESTIDOR. Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária. **Investidor.gov.br**, [online], [20--]. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/ofertas/ofertas_publicas.html. Acesso em: 14 out. 2022.

UQBAR. Anuário Uqbar CRI 2022. **lp.uqbar.com.br/**, [online], [2022]. Disponível em: <https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/cri.php>. Acesso em: 04 nov. 2022.

GLOSSÁRIO

Conduits: termo em inglês abreviado de *Real Estate Mortgage Investment Conduits*, sendo empresas especializadas em adquirir empréstimos e outros ativos financeiros para securitizá-los, de forma semelhante à companhia securitizadora no ordenamento jurídico brasileiro;

Due dilligence: termo em inglês que equivale à auditoria prévia acerca de determinada pessoa jurídica ou pessoa natural;

Fannie Mae: Federal National Mortgage Association ou, em tradução livre, Associação Federal de Hipotecas, sendo uma das três agências federais estadunidenses atuantes no mercado de hipotecas;

Freddie Mac: Federal Home Loan Mortgage Corporation ou, em tradução livre, Companhia Federal de Hipoteca de Empréstimo Habitacional, sendo uma das três agências federais estadunidenses atuantes no mercado de hipotecas;

Ginnie Mae: Government National Mortgage Association ou, em tradução livre, Associação Nacional e Governamental de Hipotecas, sendo uma das três agências federais estadunidenses atuantes no mercado de hipotecas;

Pass-through securities: termo em inglês que equivale a valores mobiliários com lastro em carteira de títulos hipotecários;

Prime mortgages: termo em inglês que equivale a operações de financiamento imobiliários cujos devedores eram considerados potencialmente adimplentes;

Security: termo em inglês que equivale a valor mobiliário

Subprime mortgages: termo em inglês que equivale a operações de financiamento imobiliários cujos devedores eram considerados potencialmente inadimplentes;

Thrift system: termo em inglês que equivale ao financiamento habitacional bancário em que se utiliza o dinheiro dos correntistas;

Trustee: termo em inglês que equivale a empresas empresa cujo objetivo é administrar a carteira de recebíveis em favor dos investidores, bem como intermediar a relação entre os investidores e a *Conduit* e analisar os créditos que dão lastro à operação;

Trusts: termo em inglês que, para fins deste estudo, equivale a um mecanismo utilizado pela *Freddie Mac* captar recursos de investidores, sendo às *trusts* cedidos, posteriormente, os créditos imobiliários adquiridos.



TERMO DE AUTENTICIDADE DO TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

Eu, Ymad Mohamad Jarrah

discente regularmente matriculado(a) na disciplina TCC II, da 10ª etapa do curso de Direito, matrícula nº **31850723**, período matutino, turma **10D**, tendo realizado o TCC com o título: **Securitização de Recebíveis: Apresentando Uma Forma Alternativa ao Financiamento Imobiliário** sob a orientação do(a) Professor(a) **Dr. Armando Luiz Rovai** 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 11 de novembro de 2022.

Ymad Jarrah
Assinatura do discente