

FACULDADE DE DIREITO MILTON CAMPOS
DÉBORA CATIZANE DE OLIVEIRA

**CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS E SEUS REFLEXOS NO
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO**

Nova Lima
2014

DÉBORA CATIZANE DE OLIVEIRA

**CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS E SEUS REFLEXOS NO
DESENVOLVIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação *Stricto Sensu* da Faculdade de Direito Milton Campos, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Direito.

Área de Concentração: Direito Empresarial

Orientador: Prof. Dr. Jean Carlos Fernandes.

Nova Lima

2014



Dissertação intitulada “*CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS E SEUS REFLEXOS NO DESENVOLVIMENTO DO MERCADO IMOBILIÁRIO*” de autoria da mestrandia **Débora Catizane de Oliveira**, para exame da banca constituída pelos seguintes professores:

Prof. Doutor Jean Carlos Fernandes
Orientador

Prof. Doutor Jason Soares de Albergaria Neto

Prof. Doutor Osvaldo Rocha Torres

Prof. Doutor Felipe Fernandes Ribeiro Maia

Nova Lima, 29 de agosto de 2014.

AGRADECIMENTOS

Aos meus amados pais, Mírian Imaculada Catizane de Oliveira e Sérgio Luiz de Oliveira, que sempre me deram o necessário suporte para o aprimoramento dos meus estudos.

À minha querida irmã, Carolina Catizane de Oliveira Almeida, que me acompanha em minhas lutas diárias.

À minha doce irmã, Amanda Catizane de Oliveira, que contagia a todos com a sua alegria.

Ao meu eterno companheiro, Marcelo Ottoni de Salvo Coimbra, cujo apoio foi essencial para a realização do presente estudo.

Ao meu fantástico orientador, Doutor Jean Carlos Fernandes, pelos preciosos ensinamentos.

Finalmente, a todos os colaboradores do Registro de Imóveis, Títulos e Documentos, e Civil Pessoas Jurídicas da Comarca de Taquaritinga, pelo auxílio.

RESUMO

Os títulos de crédito não vêm sendo mais utilizados apenas para as finalidades de mobilização e circulação de crédito, mas também com a função de captação de recursos no mercado financeiro e no de capitais. Nesse contexto, surgem os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), a saber, títulos de crédito oriundos de uma operação de financiamento de bens de raiz, com a constituição de crédito em benefício de agente financiador, para fins de negociação futura e consequente canalização recursos para o setor de imóveis. A securitização de crédito, por sua vez, representa mecanismo pelo qual determinada dívida ou empréstimo é transformada em títulos negociáveis, sendo considerada como uma das mais relevantes inovações no atual cenário do mercado financeiro e no de capitais. Em particular no que tange setor imobiliário, cumpre importante função social ao possibilitar a implantação de projetos de interesse eminentemente público. Assim, nasce a necessidade de aprofundamento do tema, especialmente no que concerne à emissão de CRIs.

Palavras-chave: Securitização. Créditos imobiliários. Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Captação de recursos monetários. Políticas de crédito. Função social.

ABSTRACT

The securities no longer are being used only for the purposes of mobilization and circulation of credit, but also for the function of raising funds in the financial and capital markets. In this context, there are the certificate of real estate receivables, namely, securities arising from a financing operation of real estate, with the creation of credit in favor of financing agent, for the purpose of future negotiations and consequent channeling resources to the real estate business. The credit securitization, mechanism by which certain debt or loan is converted into marketable securities, is one of the most important innovations in today's financial and capital markets. In particular regarding to the real estate sector plays an important social role in enabling the implementation of projects of interest eminently public. Thus arises the need to deepen the topic, especially in relation to the Mortgage-Backed Security (MBS) issuance.

Keywords: Securitization. Real estate credits. Certificates of real estate receivables (Mortgage-Backed Security - MBS). Fundraising money. Credit policies. Social role.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABECIP	–	Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança;
BACEN	–	Banco Central do Brasil;
CCCA	–	Certificado de Cédulas de Crédito Bancário;
CCI	–	Cédula de Crédito Imobiliário (CCI);
CDA	–	Conhecimento de Depósito Agropecuário;
CDCA	–	Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio;
CETIP	–	Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados;
CIBRASEC	–	Companhia Brasileira de Securitização;
CMN	–	Conselho Monetário Nacional;
CPR	–	Cédula de Produto Rural;
CRA	–	Certificado de Recebíveis do Agronegócio;
CRI	–	Certificado de Recebíveis Imobiliários;
CSCF	–	Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros;
CSCI	–	Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários;
CVM	–	Comissão de Valores Mobiliários;
FIDC	–	Fundo de Investimentos de Direitos Creditórios;
GER	–	Gerência de Registros;
IN	–	Instrução Normativa;
IR	–	Imposto de Renda;
LAM	–	Letra de Arrendamento Mercantil;
LCA	–	Letra de Crédito do Agronegócio;

LCI	–	Letra de Crédito Imobiliário;
LCIV	–	Letra de Crédito Imobiliário Vinculado;
LH	–	Letra Hipotecária;
LF	–	Letra Financeira;
PFE	–	Procuradoria Federal Especializada;
PJU	-	Procuradoria Jurídica;
SELIC	–	Sistema Especial de Liquidação e Custódia;
SFI	–	Sistema Financeiro Imobiliário;
SPE	–	Sociedade de Propósito Específico;
SRE	–	Superintendência de Registro de Valores Mobiliários;
WA	–	<i>Warrant</i> Agropecuário.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	10
2	NOÇÕES PROPEDÊUTICAS SOBRE OS TÍTULOS DE CRÉDITO	15
2.1	Evolução dos títulos de crédito	19
2.2	Função de captação de recursos	23
2.3	Títulos de crédito escriturais	26
2.4	Títulos de crédito imobiliários	28
3	SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS	29
3.1	Securitização de créditos imobiliários	32
4	CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	38
4.1	Conceito e natureza jurídica	38
4.2	Emissão e circulação	39
4.3	Sistemática de surgimento e utilização	39
4.4	A emissão do CRI no modelo <i>built-to-suit</i>	41
4.5	Regime fiduciário e segregação do risco do emissor	42
4.6	Desafios e perspectivas	44
5	SOCIEDADES EMPRESÁRIAS ATUANTES NA EMISSÃO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	48
5.1	Instituições financeiras bancárias ou monetárias	50
5.2	Companhias securitizadoras	53
6	O REGISTRO DE IMÓVEIS E O CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS	56
6.1	Noções sobre as serventias extrajudiciais	56
6.2	Publicidade registral e o Certificado de Recebíveis Imobiliários	59
6.3	O estudo de casos práticos	60
6.3.1	<i>Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2001/0064</i>	60
6.3.2	<i>Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2002/3032</i>	65
6.3.3	<i>Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2003/5639</i>	69
6.3.4	<i>Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2006/6905 e Decisão da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número 2007/0457</i>	74
6.3.5	<i>Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2008/10219</i>	82

6.3.6 <i>Sentença no Procedimento Administrativo de Dívida Registral número 583.00.2005.122267-8</i>	88
7 CONSIDERAÇÕES FINAIS	93
REFERÊNCIAS	100
ANEXOS	109

1 INTRODUÇÃO

A polêmica ligada ao financiamento de imóveis com finalidade habitacional é uma questão bastante complexa que demanda uma investigação pormenorizada, sobretudo em tempos hodiernos nos quais o Estado se esforça no intuito de atrair maiores investimentos do setor privado para o da construção civil.

Sérgio Iglesias Nunes de Souza¹ alega que o problema relacionado à moradia tem sido objeto de questionamentos tanto no campo jurídico-econômico quanto no sociopolítico. Declara ainda que *“a análise temática se dá em diversos ramos da ciência, pelo fato de a moradia ser uma necessidade do homem tão essencial como a vida, sendo condição sine qua non para uma existência humana digna”*.

Em verdade, o direito à moradia, há muito classificado por parte esmagadora da doutrina como direito humano devido à sua previsão no artigo XXV da Declaração Universal dos Direitos do Homem², foi reconhecido, verdadeiramente, como direito fundamental social pela Constituição da República³, em seu artigo 6º, *caput*, com a redação dada pela Emenda Constitucional nº 26/2000⁴.

Em uma conotação jusnaturalista, poder-se-ia dizer que os direitos humanos seriam inatos. Porém, ainda que superada essa visão, algumas características são inarredáveis, como por exemplo a imprescritibilidade e a inviolabilidade, sob pena de configuração de ato lesivo, passível de proteção jurídica e de indenização.

É preciso aclarar que os direitos sociais consistem em regras cogentes, ou seja, de ordem pública, com características de imperatividade e inviolabilidade, estando diretamente relacionados ao conceito de dignidade da pessoa natural e à sua própria personalidade, como a vida, a honra, a liberdade e a igualdade. São

¹ SOUZA, Sérgio Iglesias Nunes de. **Direito à Moradia e de Habitação**: Análise comparativa e suas implicações teóricas e práticas com os direitos da personalidade. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008. p. 27.

² ONU. Declaração Universal dos Direitos do Homem, de 10 de dezembro de 1948. Paris: Assembleia Geral das Nações Unidas, 1948. *“Artigo XXV 1. Toda pessoa tem direito a um padrão de vida capaz de assegurar a si e a sua família saúde e bem estar, inclusive alimentação, vestuário, habitação, cuidados médicos e os serviços sociais indispensáveis, e direito à segurança em caso de desemprego, doença, invalidez, viuvez, velhice ou outros casos de perda dos meios de subsistência fora de seu controle. 2. A maternidade e a infância têm direito a cuidados e assistência especiais. Todas as crianças nascidas dentro ou fora do matrimônio, gozarão da mesma proteção social”*.

³ BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil, de 5 de outubro de 1988**. Brasília: Senado Federal, 1988. *“Art. 6º São direitos sociais a educação, a saúde, a alimentação, o trabalho, a moradia, o lazer, a segurança, a previdência social, a proteção à maternidade e à infância, a assistência aos desamparados, na forma desta Constituição”*.

⁴ BRASÍLIA. Emenda Constitucional nº 26, de 14 de fevereiro de 2000. Altera a redação do artigo 6º da Constituição Federal. **Diário Oficial da União**. Brasília: Câmara dos Deputados e Senado Federal, 2000.

pressupostos para o pleno gozo dos direitos individuais, ao passo que fazem surgir condições materiais mais propícias à realização da igualdade real.

Além disso, estão marcados por sua dimensão positiva, razão pela qual incumbe ao Estado efetivá-los, nas três esferas federativas, valendo-se de políticas públicas e regulamentação específica. Tudo isso a fim de se assegurar a moradia em nível de vida consentâneo à condição humana e de molde a cumprir princípios fundamentais da cidadania, dos valores sociais do trabalho e da livre iniciativa. Esse é inclusive o entendimento de Alexandre de Moraes. Leia-se:

Direitos sociais são direitos fundamentais do homem, caracterizando-se como **verdadeiras liberdades positivas, de observância obrigatória de um Estado Social de Direito, tendo como finalidade a melhoria de condições de vida aos hipossuficientes, visando à concretização da igualdade social**, e são assegurados como fundamentos do Estado Democrático, pelo art. 1º, IV, da Constituição Federal.
(...) A Constituição de 1988, portanto, consagrou diversas **regras garantidoras da sociabilidade e corresponsabilidade**, entre as pessoas, os diversos grupos e camadas socioeconômicas. (Grifo nosso)⁵

A propósito, essa foi a linha de princípio adotada pelo artigo 23, inciso IX, da mesma Constituição ao determinar que os Entes Federativos promovam “*programas de construção de moradias e a melhoria das condições habitacionais e de saneamento básico*”.

Não existe, contudo, unanimidade na doutrina sobre o enquadramento dos direitos sociais como cláusulas pétreas, pois, no artigo 60, § 4º, o constituinte referiu-se apenas a “*direitos e garantias individuais*”. Marcelo Alexandrino e Vicente Paulo explicam que o Plenário do Supremo Tribunal Federal (STF) ainda não enfrentou esse tema:

De todo modo, nos parece que, pelo menos os direitos e garantias que, embora denominados sociais pela Constituição, sejam direitos ou garantias de índole individual, que possam ser referidos a indivíduos determinados e por eles invocados, como o são muitos dos arrolados nos incisos do art. 7º da Carta Política, deveriam ser considerados cláusulas pétreas, sem maiores controvérsias. A polêmica maior, a ser futuramente decidida pelo STF, a nosso ver, deveria restringir-se àqueles direitos que não são referíveis a indivíduos determinados, ou que não possam ser traduzidos em prestações específicas passíveis de serem exigidas por uma dada pessoa, como o direito ao lazer, o direito ao trabalho, o direito de greve etc.⁶

⁵ MORAES, Alexandre de. **Direito constitucional**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2003. p. 202.

⁶ ALEXANDRINO, Marcelo; PAULO, Vicente. **Direito constitucional descomplicado**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013. p. 245-246.

Como é sabido, o déficit habitacional brasileiro é assustador. As atuais políticas públicas não conseguem atender ao crescimento demográfico. E a ausência de moradia digna vem prejudicando a convivência familiar, a educação, o saneamento básico e a saúde, de maneira a favorecer somente a criminalidade.

Apenas os créditos imobiliários e os subsídios advindos do Governo serão capazes de resolver o problema.

Nesse contexto, tem-se que o crédito habitacional e os títulos a este relacionados servem como instrumentos de acesso à moradia. A respeito, José Afonso da Silva elucida que:

[...] O direito à moradia não é necessariamente direito à casa própria. Quer-se que se garanta a todos um teto onde se abrigue com a família de modo permanente, segundo a própria etimologia do verbo *morar*, do latim “morari”, que significa *demorar, ficar*.

(...) Esse é daqueles direitos que têm duas faces: uma *negativa* e uma *positiva*. (...) A segunda, que é a nota principal do direito à moradia, como dos demais direitos sociais, consiste no direito de obter moradia digna e adequada, **revelando-se como um direito positivo de caráter prestacional, porque legitima a pretensão do seu titular à realização do direito por via de ação positiva do Estado. É nessa ação positiva que se encontra a condição de eficácia do direito à moradia**⁷. (Grifo nosso)

Dessa maneira, tomando-se como ponto de partida a necessidade de implementação desse direito constitucional, pretende-se desvendar e definir os motivos e as medidas políticas que levaram à criação do título de crédito denominado Certificado de Recebíveis Imobiliários, bem como as consequências decorrentes de sua negociação.

E é nesse cenário que, em 1997, ainda no governo do Presidente Fernando Henrique Cardoso, de modo bem oportuno, foi introduzido no Brasil um novo regime de financiamento de imóveis por intermédio da Lei nº 9.514⁸, a qual criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Esse regime veio para aprimorar o antigo Sistema Financeiro da Habitação (SFH), regulado pela Lei nº 4.830/1964⁹.

⁷ SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2009. p. 314-315.

⁸ BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, 24 nov. 1997.

⁹ BRASIL. Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, 11 set. 1964.

Em termos gerais, o SFI criou o procedimento de securitização de créditos imobiliários e instituiu o regime fiduciário sobre tais créditos, de molde a estabelecer garantias nas operações de financiamento, com o escopo de privilegiar, de forma precípua, o desenvolvimento do mercado dos chamados bens de raiz, facilitando, assim, a aquisição da casa própria pelos brasileiros. Essa nova modalidade de financiamento difere-se daquela comum, adotada pelo SFH, em virtude, basicamente, de duas inovações, a saber, possibilidade de se constituir alienação fiduciária quanto aos créditos decorrentes do financiamento, e de se transferir ou ceder esses créditos às companhias de capitalização.

Sobre os aspectos institucionais e as características primordiais do SFI, a melhor doutrina indica tratar-se da iniciativa mais ambiciosa no sentido de buscar mecanismos para dinamizar a participação do setor privado no financiamento de imóveis, notadamente habitacionais. Por isso, mostra-se necessário o estudo a respeito do funcionamento desse regime e a atuação de sociedades empresárias em seu âmbito, em particular o exame da securitização de créditos decorrentes de operações que envolvam imóveis, com a consequente emissão de títulos de créditos, denominados Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Por um lado, a ideia do CRI é fomentar a atividade imobiliária, gerar e alocar recursos suficientes para o crescimento desse setor. Entretanto, por outro ângulo, quando se desenvolve uma cadeia de interessados na circulação de um determinado título, há o risco de perda do lastro que o garante. Assim, é provável que existam agentes interessados apenas na circulação do título, sem atribuir a devida atenção à garantia de pagamento. Nessa ótica, a alta geração e alocação de recursos viabilizariam uma alavancagem do ramo imobiliário, porém eventual ausência de lastro dos devedores poderia causar riscos elevados de inadimplência em períodos de crise econômica. Em outras palavras, é preciso buscar meios para se garantir o aquecimento do mercado imobiliário sem que com isso haja prejuízo à segurança jurídica e à capacidade de pagamento.

Logo, como o Sistema Financeiro da Habitação, o Sistema Financeiro Imobiliário deve ser apreciado por meio de uma interpretação sistemática e teleológica com a ordem constitucional econômica e financeira, a partir da esfera dos direitos fundamentais, notadamente à luz do direito à moradia, além da dignidade da pessoa humana, defesa do consumidor, autonomia privada e função social dos contratos.

Ultrapassadas noções inaugurais, passa a destrinchar o que será abordado em cada Capítulo.

O primeiro Capítulo versará sobre conceitos introdutórios acerca do Direito Cambiário, notadamente quanto ao instituto do título de crédito, com apresentação de suas características marcantes. Será abordada a evolução da teoria clássica dos títulos de crédito, com a transposição da definição rígida de cartularidade e surgimento dos títulos de créditos escriturais. Em seguida, será apreciada a função de captação de recursos, muito presente nos títulos classificados como causais. Serão estudados, ainda, os já mencionados títulos escriturais, enfatizando-se os de caráter imobiliário.

O segundo Capítulo será dedicado ao instituto da securitização de créditos, como moderna opção de financiamento, expondo-se o seu conceito, vantagens e reflexos no cenário econômico.

Já o terceiro Capítulo será destinado ao objeto central do presente trabalho, a saber, o CRI, de modo a apontar caracteres predominantes, natureza jurídica e finalidade, na tentativa de desmitificar o episódio da crise americana do *subprime*.

O quarto Capítulo, por sua vez, cuidará dos sujeitos envolvidos na securitização de créditos imobiliários, ou seja, sociedades empresárias participantes da emissão de CRIs, enumerando cada uma delas e a sua respectiva área de atuação.

Finalmente, o sexto Capítulo trará uma visão prática dos CRIs, de maneira a explicitar a sua interação com o Serviço Registral Imobiliário. Serão traçadas linhas gerais sobre essa Serventia Extrajudicial, com a indicação dos princípios norteadores da atividade, bem como de sua relevância para a sociedade. A publicidade registrária receberá destaque. Arrematar-se-á o tema com a apresentação de estudo de casos concretos julgados no âmbito do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Superintendência de Registro de Valores Mobiliários e Corregedoria Permanente dos Registros de Imóveis da Capital de São Paulo.

2 NOÇÕES PROPEDEÚTICAS SOBRE OS TÍTULOS DE CRÉDITO

É comum que o ser humano, ao conviver em sociedade, celebre convenções ou contratos com outras pessoas, nos quais serão contraídas obrigações, instituídos direitos e estabelecidos certos padrões de conduta que deverão ser observados por todos os envolvidos. Uma vez criada certa obrigação que seja plenamente exigível, nasce a pretensão de se exigir o seu devido cumprimento. Em se tratando da esfera patrimonial, isto é, aquela economicamente mensurável, as obrigações ou os direitos dela advindos constituem o crédito.

Dentro do Direito Privado, em particular no campo obrigacional, o crédito é tudo o que não comporta discussão, sendo precisamente delimitado em acordo prévio. Em termos etimológicos, a palavra “crédito” advém do verbo latino *credere*, de forma a significar a ação de “crer” ou “acreditar”. Partindo-se daí, percebe-se que o *creditum* constitui o produto originário daquilo que se crê ou acredita, com a mais absoluta confiança.

Jean Carlos Fernandes¹⁰ relata que:

Em dado momento, as operações mercantis se tornaram mais rápidas, dinâmicas e amplas. Para isso, o crédito, do latim *creditus*, *creditum*, significando crença ou confiança, ocupou ponto de destaque, pois possibilitou que uma pessoa pudesse gozar de imediato da mercadoria ou serviços oferecidos no momento da transação, relegando o respectivo pagamento para o futuro.

Sabe-se que a criação dos títulos de crédito teve como causa a aparição do próprio crédito. Depois da fase remota de instituição do próprio crédito, veio a extrema necessidade de instrumentalizá-lo, por meios de documentos com requisitos bem delineados. Isso porque a intensificação das relações comerciais, a expansão dos negócios e o aumento da circulação de riquezas demandaram a documentação dos direitos e obrigações, a fim de atribuir segurança às transações. A organização da economia impôs novos padrões e regramentos.

No que tange à questão histórica, Alexandre Bueno Cateb esclarece que os títulos de crédito:

¹⁰ FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito**: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 5.

Nasceram como meio de instrumentalizar riqueza e permitir sua circulação segura. Noticiam os doutrinadores que a origem dos títulos remonta à necessidade de se encontrar um mecanismo para substituição dos hábitos de troca e escambo. Surgiram os primeiros padrões monetários, criaram-se as primeiras moedas. (...)

Contudo, a utilização de dinheiro para efetuar pagamentos se mostrou, com o tempo, pouco prática e insegura. Ladrões e pessoas desonestas poderiam se valer da possível insegurança que portadores teriam em carregar consigo grandes fortunas. Assim, a tecnologia comercial desenvolveu um mecanismo que foi posteriormente regulado por leis ao redor do mundo. Surgiram os títulos de crédito, instrumentos hábeis a instrumentalizar recursos e permitir sua circulação sem o risco que o dinheiro, título ao portador por excelência, oferecia para os detentores do capital¹¹.

O Código Civil¹², em seu artigo 887, adotou a seguinte definição para o instituto jurídico em questão: “*O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei*”.

Em verdade, o crédito existe por si só, mas o seu recebimento é razoavelmente facilitado quando o credor possui em seu favor título que o exteriorize.

O documento traz maiores garantias na imposição do pagamento, por ser diametralmente exequível, de forma a sempre privilegiar a adimplência da obrigação a ele correlata. Por expressar um direito literal, autônomo e certo, afasta eventuais discussões sobre a idoneidade da dívida, além de consistir em um modo de se mobilizar o mesmo crédito, ou transformá-lo em circulável por simples ato cambial de endosso.

Acrescente-se a tudo isso a possibilidade de se vincular a um só documento consideráveis quantias de dinheiro, com fácil deslocamento de um lado para o outro, de modo a dinamizar as relações creditícias e comerciais, com enorme eficiência no mercado.

Nesse sentido, Wille Duarte Costa¹³, ao tratar da origem remota dos títulos de crédito, aponta a letra de câmbio como o mais antigo título, seguida pela nota promissória. E, de maneira resumida, seu surgimento teria ocorrido em virtude das

¹¹ CATEB, Alexandre Bueno. Declarações cambiais em títulos de crédito eletrônicos. In: FERNANDES, Jean Carlos (Coord.). **Títulos de crédito** – Homenagem ao Professor Wille Duarte Costa. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

¹² BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, 11 jan. 2002.

¹³ COSTA, Wille Duarte. **Títulos de crédito**. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2007. p. 3.

feiras da Idade Média, da existência, à época, de diversas moedas, e da dificuldade de se transportar enormes quantias em dinheiro vivo. Confira-se:

Embora os dias de hoje sejam outros, não era possível, também naquela época, o transporte de grandes quantidades de dinheiro vivo para efetuar compras em outras cidades ou feiras. O risco era grande, principalmente porque, é de fácil compreensão, naquela época não existiam estradas ou meios de transporte como conhecemos hoje. Então admissível era o transporte no lombo de animais: do burro, do jumento ou do cavalo. Esse transporte só podia ocorrer por caminhos tortuosos e não por estradas, essas inexistentes, o que proporcionava ao assaltante a chamada tocaia e o assalto, com roubo do dinheiro e dos animais.¹⁴

Dessa feita, afigura-se notório que tais títulos de crédito sempre desempenharam relevante função no âmbito dos negócios jurídicos em geral. Com o seu surgimento, o mundo hodierno pôde movimentar riquezas, ultrapassando as fronteiras de tempo e espaço, sem deixar de lado, contudo, a certeza e a segurança necessárias. Eles trouxeram novos contornos às práticas mercantis, de forma a valorizar sobremaneira o instituto do crédito. E vêm permitindo ainda o fomento da atividade comercial, atualmente denominada empresária, devido à adoção da teoria da empresa pelo já mencionado Código.

Tem-se que esses títulos ou papéis não influem apenas no setor empresarial, mas também nos atos da vida civil de modo genérico, visto que podem ser utilizados como meio de pagamento e até mesmo forma de investimento financeiro. Assim, passa-se à análise do caminho percorrido pelo Direito Cambiário até alcançar a finalidade moderna de viabilizar a captação de recursos.

De acordo com, Márcia Carla Pereira Ribeiro¹⁵, o crédito decorre da confiança que o credor coloca no devedor e nas ferramentas jurídicas que lhe dão confiança. Acrescenta que, sob o prisma econômico, é a troca de um bem presente por outro futuro que possibilita, por sua função, o incremento da atividade empresária em seus vários segmentos.

¹⁴ COSTA, Wille Duarte. **Títulos de crédito**. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2007. p. 7.

¹⁵ RIBEIRO, Márcia Carla Pereira Ribeiro. **Direito comercial**. 2. ed. Curitiba: IESDE Brasil S. A., 2009. p. 47.

E em razão de suas características únicas, bem como às vantagens percebidas desde a sua origem histórica, Jean Carlos Fernandes¹⁶ chega a falar em “autonomização” dos títulos de crédito.

No mesmo sentido, para Arnaldo Rizzardo¹⁷, o título de crédito representado por determinado documento, legalmente previsto, reveste-se de traços essenciais, a saber, credibilidade, confiança, certeza, exatidão e confiabilidade, de maneira a diminuir, ao máximo possível, a insegurança a respeito de seu cumprimento, propiciando a maior facilidade na sua circulação. Deve noticiar justamente o nascimento de certo crédito em favor de outrem, ou seja, a criação de uma relação creditícia em benefício de alguém, devidamente identificado. O referido autor afirma também que:

O crédito, pois, é resultado de dois elementos: o subjetivo e o objetivo. O primeiro está na confiança. Na segurança que a pessoa sente em face de uma prestação a ser cumprida – confia em receber o bem ou o valor. O segundo é o próprio bem da vida ou a riqueza que está inserida na obrigação. Tais os elementos que elevam a probabilidade de cumprimento. O crédito revela confiança e certeza na probabilidade de solvência da pessoa que o reconheceu¹⁸.

Portanto, algumas de suas características seriam formalidade e abstração. Já algumas vantagens consistiriam na funcionalidade como mecanismo perfeito e eficaz de mobilização de riqueza e da circulação de crédito, na inoponibilidade de exceções pessoais, na redução dos custos da operação e na possibilidade de servir como garantia.

Logo, sustenta-se aqui que eles são disciplinados pelo Direito Cambiário que é considerado como sub-ramo autônomo do Direito Comercial, como já esclarecido, hoje denominado Empresarial em virtude da adoção da teoria da empresa pelo Código Civil de 2002¹⁹, com peculiaridades, regras e princípios próprios. O mesmo raciocínio deve ser feito para outros sub-ramos como Direito Societário, Direito da

¹⁶ FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito**: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 8-10.

¹⁷ RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 4-5.

¹⁸ RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 4-5.

¹⁹ BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, 11 jan. 2002.

Concorrência, Direito da Propriedade Industrial, Direito Bancário, Direito dos Seguros, dentre outros.

Nessa esteira e de acordo com Jean Carlos Fernandes²⁰, esses títulos constituem grande contribuição ao Direito Comercial, uma vez que a economia moderna é fundamentalmente creditícia. Repita-se que eles são aptos a dotar de segurança jurídica e facilidade a transmissão dos direitos neles contidos, sendo evidente seu êxito no universo dos negócios, especialmente em se tratando de atividade bancária e financeira.

Título de crédito passou a ser, então, visto pelos juristas como bem móvel de muita valia, e não mais como simples elemento de prova da obrigação a ele correspondente, de maneira a constituir forma eficaz, econômica e transparente para fazer valer o direito do credor.

E para que o atual mercado de crédito continue a funcionar de maneira eficiente e segura, é preciso que o legislador pátrio e os juristas viabilizem a cada dia novos mecanismos que promovam a célere e segura execução de garantias, notadamente aquelas constituídas por bens móveis, ou seja, por títulos de créditos e próprios direitos creditícios que expressam.

Desse molde, o instituto objeto de estudo continua passando por graves transformações, sempre com vistas ao seu aperfeiçoamento, de forma a sofrer influências inclusive do desenvolvimento da comunicação humana e da disseminação da informática, conforme será explicitado adiante.

2.1 Evolução dos títulos de crédito

Com a ampla evolução dos meios tecnológicos, o Direito Cambiário necessitou modificar alguns princípios básicos que lhe serviam de alicerce, a fim de acolher a demanda dos novos tempos.

É cediço que a teoria clássica dos títulos de crédito consagra os princípios da cartularidade, literalidade, abstração e autonomia. Dentre tais princípios, é preciso elucidar que o da cartularidade.

²⁰ FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito**: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 10.

Refere-se à sua materialização, que se dá numa cédula, e se manifesta num pequeno escrito ou num documento escrito de tamanho médio. O título de crédito necessariamente deve estar representado por um documento, um papel, no qual deverão estar inseridos todos os requisitos para que resulte válido. Tal documento (cédula) é o instrumento indispensável para o exercício do direito de crédito nele contido²¹.

Todavia, com o passar do tempo, restou nítido que os títulos cartulares, isto é, aqueles emitidos em suporte físico, não têm mais a aptidão de atender às negociações feitas por meio eletrônico.

Nessa esteira, Alexandre Bueno Cateb coloca no lugar da cartularidade o princípio da incorporação, compreendendo-o como a materialização do direito de crédito por meio do próprio título. Ou seja, uma vez materializado no título, somente será possível exercer tido direito mediante a apresentação ou exibição do instrumento que o representa. Ele assevera ainda que:

De propósito, ao tratar da incorporação, deixamos de nos referir à característica da *cartularidade*, que significa que o título de crédito é representado por um documento, uma cédula. Faltando esse, poder-se-ia concluir que o documento não é título de crédito e, portanto, não é regulado por esse complexo normativo tão simplificado e, ao mesmo tempo, completo e seguro que é a teoria dos títulos de crédito²².

Sílvia Nöthen de Azevedo²³ narra, ainda, que o atual período histórico é o das assinaturas criptografadas, ou seja, a era da assinatura digital. Desse comércio eletrônico emergem novidades que serão decisivas para os novos rumos dos títulos de crédito.

Wille Duarte Costa²⁴ também reconheceu a importância da evolução e das drásticas mudanças trazidas pelos novos tempos, chegando a falar no nascimento do *Direito Comercial Virtual*, isto é, aquele que deriva dos elementos da *cibernética*, composta pela programação das máquinas de computação eletrônica, pelos sistemas automáticos de controle, pela teoria da informação e pelo processamento de dados.

²¹ RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 15.

²² CATEB, Alexandre Bueno. Declarações cambiais em títulos de crédito eletrônicos. In: FERNANDES, Jean Carlos (Coord.). **Títulos de crédito** – Homenagem ao Professor Wille Duarte Costa. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

²³ AZEVEDO, Sílvia Nöthen. **O protesto de títulos e outros documentos de dívida**: passo a passo, no dia-a-dia, em conformidade com o Novo Código Civil Brasileiro e a Nova Consolidação Notarial e Registral do RS -2007. 2. ed. Porto Alegre: EDIPUCRS, 2008. p. 65.

²⁴ COSTA, Wille Duarte. **Títulos de crédito**. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2007. p. 91.

Assim, ao se perceber que a circulação creditícia exclusivamente pela forma cartular não mais teria o condão de socorrer os negócios em massa, o legislador passou a vislumbrar a necessidade de se buscar uma alternativa à obrigatoriedade de a declaração obrigacional constituidora do título de crédito ser feita em documento escrito e corpóreo. Nesse contexto, surge a ideia de título de crédito escritural, eletrônico ou magnético.

Sobre a questão, Carlos Alberto Rohrmann²⁵ descreve que:

Um outro ponto que tem sido objeto de discussão é o da implementação das assinaturas digitais para os títulos de crédito. Temos estudos sobre as utilização das chamadas notas promissórias eletrônicas em certos estados norte-americanos, implementados por meio das assinaturas digitais, sem a possibilidade do endosso em branco, o que, todavia, foge ao escopo deste trabalho. O mesmo não se dá no Brasil.

O advento do Código Civil de 2002 trouxe à baila alguma discussão sobre os títulos de crédito, especialmente em face do disposto no § 3º do art. 889.

À vista de todo o exposto, foi preciso superar a ultrapassada concepção de que a dita cartularidade seria a necessidade física do documento que representa o crédito. Passou-se ao moderno entendimento de que os títulos de crédito podem existir e circular pela rede de informática ou sistema de *internet*, desde que sejam verdadeiramente emitidos como documentos eletrônicos, o que foi viabilizado com a implantação da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira (ICP-Brasil) pelo artigos 1º e 2º da Medida Provisória nº 2.200-2/2001²⁶.

Sobre a ICP-Brasil, Alexandre Bueno Cateb apresenta alguns conceitos bastante elucidativos. Leia-se:

A *Infra-Estrutura* de Chaves Públicas Brasileira - ICP-Brasil é uma cadeia hierárquica e de confiança, mantida pelo Instituto Nacional de Tecnologia da Informação – ITI, uma autarquia federal vinculada à Casa Civil da Presidência da República e que é a primeira autoridade da cadeia de certificação – AC Raiz. Tem por objetivo viabilizar a emissão de certificados

²⁵ ROHRMANN, Carlos Alberto. **Curso de direito virtual**. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2005. p. 92.

²⁶ BRASIL. **Medida Provisória nº 2.200-2/2001, de 24 de agosto de 2001**. Institui a Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira (ICP-Brasil), transforma o Instituto Nacional de Tecnologia da Informação em autarquia, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 27 ago. 2001. “Art. 1º Fica instituída a Infra-Estrutura de Chaves Públicas Brasileira - ICP-Brasil, para garantir a autenticidade, a integridade e a validade jurídica de documentos em forma eletrônica, das aplicações de suporte e das aplicações habilitadas que utilizem certificados digitais, bem como a realização de transações eletrônicas seguras. Art. 2º A ICP-Brasil, cuja organização será definida em regulamento, será composta por uma autoridade gestora de políticas e pela cadeia de autoridades certificadoras composta pela Autoridade Certificadora Raiz - AC Raiz, pelas Autoridades Certificadoras - AC e pelas Autoridades de Registro - AR”.

digitais para identificação de pessoas, quando negociam no meio virtual, como a Internet.

Como o modelo adotado pelo Brasil foi o de certificação com raiz única, e como o ITI, além de desempenhar o papel de Autoridade Certificadora Raiz - AC Raiz, também, tem o papel de credenciar e descredenciar os demais participantes da cadeia, supervisionar e fazer auditoria dos processos, institucionalizaram-se os documentos eletrônicos, revestindo-os de legalidade e juridicidade²⁷.

Por via de consequência, a regulamentação da matéria permitiu a instituição da ICP-Brasil, possibilitando a qualquer pessoa a aposição de sua assinatura em documento eletrônico, por intermédio de certificado digital que confere a tal documento a qualidade de legítimo. Tudo com a necessária segurança jurídica.

A partir daí é indiscutível concluir que todo documento eletrônico, devidamente assinado por um certificado digital válido, o qual respeite a legislação brasileira em vigor, tem o condão de substituir o instrumento físico, de maneira a equivaler à materialização do título de crédito em ambiente virtual.

A esse processo evolutivo do Direito Cambiário deu-se o nome de *desmaterialização dos títulos de crédito*, ou seja, avanço doutrinário e legislativo no sentido de se permitir a emissão de títulos a partir de caracteres criados por computador ou meio magnético equivalem, constantes da escrituração do emitente. Tudo em consonância à autorização trazida pelo artigo 889, § 3º, do Código Civil²⁸ que dispensou a incorporação do documento em meio físico.

Essa revolução tecnológica na legislação cambiária vem causando impactos, por óbvio, em outras esferas, como no âmbito processual e na esfera extrajudicial dos Tabelionatos de Protesto. Veja-se:

A desmaterialização dos títulos de crédito, enfim, por permitir a criação de títulos não cartularizados, ou seja, não documentados em papel, cria situações em que, por exemplo, o credor pode executar um determinado título de crédito sem a necessidade de apresentá-lo em juízo. É o que ocorre com as chamadas **duplicatas virtuais**, muito comuns na praxe mercantil, as quais podem ser executadas mediante a apresentação,

²⁷ CATEB, Alexandre Bueno. Declarações cambiais em títulos de crédito eletrônicos. In: FERNANDES, Jean Carlos (Coord.). **Títulos de crédito** – Homenagem ao Professor Wille Duarte Costa. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

²⁸ BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. **Diário Oficial da União**. Brasília, 11 jan. 2002. “Art. 889. Deve o título de crédito conter a data da emissão, a indicação precisa dos direitos que confere, e a assinatura do emitente. § 1º É à vista o título de crédito que não contenha indicação de vencimento. § 2º Considera-se lugar de emissão e de pagamento, quando não indicado no título, o domicílio do emitente. § 3º O título poderá ser emitido a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e que constem da escrituração do emitente, observados os requisitos mínimos previstos neste artigo”.

apenas do instrumento de protesto, por indicações e do comprovante de entrega das mercadorias (art. 15, § 2.º, da Lei 5.474/1968).

(...)

Enfim, o processo de desmaterialização dos títulos de crédito é uma consequência natural do desenvolvimento do comércio eletrônico, que exige que repensemos o conceito de documento, o qual não pode mais ser visto apenas como algo materializado em papel. O documento eletrônico é uma realidade consolidada nos dias atuais, e o mercado, obviamente, foi que mais rápido se adaptou a ela, criando a assinatura digital, por meio do sistema de criptografia²⁹.

Em síntese, dada a relevância do Direito Cambial e com o gigante avanço cibernético, buscaram-se alternativas aptas a garantir a agilidade, a rapidez e a segurança necessárias à circulação dos títulos de crédito em ambiente informatizado.

2.2 Função de captação de recursos

Com o já noticiado surgimento da forma escritural de emissão, percebeu-se que esses títulos não mais são utilizados apenas para as finalidades de mobilização e circulação de crédito, mas também para a função de captação de recursos no mercado financeiro e no de capitais.

Em conformidade com o entendimento de Arnaldo Rizzardo³⁰, dentro da perspectiva da classificação dos títulos de crédito quanto à finalidade, é possível identificar três categorias distintas.

Na primeira classe, existe apenas o escopo de negociação em que o emitente institui o título para efetuar um pagamento ou receber determinados valores por sua transferência, como no caso do saque de letra de câmbio, ou emissão de nota promissória ou cheque.

Já na segunda, os títulos são constituídos para representar um direito real sobre certa mercadoria, como na hipótese de conhecimento de transporte, conhecimento de depósito (por exemplo, Certificado de Depósito Agropecuário) e Cédula de Produto Rural (CPR).

Por derradeiro, na terceira espécie, o fim visado é a absorção de recursos monetários, com a negociação com o público em geral, havendo ainda uma

²⁹ RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial esquematizado**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2013. p. 436-437.

³⁰ RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 27-28.

subdivisão, na qual o crédito pode ser classificado como produtivo ou para consumo. O produtivo é aquele destinado à criação de novos bens agrícolas, mobiliário e imobiliário, consistindo em investimento para formação de sociedade desses ramos, bem como para fornecimento de capital e trabalho. O para consumo, por sua vez, serve para gastos imediatos de subsistência na satisfação de necessidade particular de cada indivíduo.

Como exemplo da terceira categoria, as sociedades limitadas sempre usaram a emissão de títulos de crédito para fins de capitalização. Na visão de Márcia Carla Pereira Ribeiro³¹:

Finalmente, é facultado aos administradores optar pela emissão de títulos de crédito, por exemplo, letras de câmbio, com prazos de vencimento projetados para o futuro, representativas de empréstimos tomados em face de investidores, interessados na remuneração potencialmente prevista para o momento da liquidação da dívida.

Os mecanismos societários de capitalização tendem a ser mais competitivos como meio de capitalização da empresa (...).

No entanto, essa modalidade de capitalização de sociedades limitadas mediante emissão de títulos, como letra de câmbio, atende apenas ao pequeno mercado.

As hipóteses de vultosos investimentos e companhias gigantescas pedem instrumentos mais complexos, como os já enunciados títulos escriturais, transferidos de forma eletrônica, por meio de anotações nos já aludidos sistemas de registro e liquidação, CETIP e SELIC. E a captação de recursos no mercado de valores mobiliários poderá ser a curto e médio, ou a longo prazo, a depender da espécie de títulos escritural.

Nesse diapasão, Jean Carlos Fernandes expõe que:

A mobilização e circulação de riquezas são funções que os títulos de crédito continuam atendendo, porém, desprovidos, em grande parte, de cartularidade e mais voltados para a captação de recursos, tanto no mercado financeiro, sob a fiscalização do Banco Central do Brasil, quanto no mercado de capitais regulado pela Comissão de Valores Mobiliários.

O surgimento de novos títulos de crédito mostra bem esse ciclo evolutivo que caminha para a desincorporação ou desmaterialização total dos direitos então cartulares, na substituição do título papel por anotações informatizadas em registros de entidades encarregadas de sua custódia e negociação eletrônica, como, por exemplo, a Cetip S. A. – Mercados

³¹ RIBEIRO, Márcia Carla Pereira Ribeiro. **Direito comercial**. 2. ed. Curitiba: IESDE Brasil S. A., 2009. p. 47.

Organizados, sociedade anônima de capital aberto, integradora do mercado financeiro, que oferece serviços de registro, central depositária, negociação e liquidação de ativos e títulos de crédito, entre eles, o Certificado de Recebíveis Imobiliários, o Conhecimento de Depósito Agropecuário, o Warrant Agropecuário, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio, a Letra de Crédito do Agronegócio, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio, a Letra de Arrendamento Mercantil e a Letra Financeira³².

Assim, é preciso aclarar que todos os títulos de crédito escriturais acima mencionados estarão sempre ligados a uma determinada política creditícia, sendo, por isso, eminentemente causais. Ainda para fins de esclarecimento, por título causal entende-se aquele que advém de uma razão ou negócio específico, permitindo-se a investigação de sua origem ou mesmo do contrato que gerou a sua emissão³³.

Conforme Flauzilino Araújo dos Santos³⁴, os investimentos realizados por intermédio do mercado financeiro exigem essencialmente a participação de uma instituição financeira, a qual deve intermediar os interesses dos eventuais investidores e tomadores, de forma a transformar em indireta a relação existente entre eles.

Sempre haverá, portanto, a intermediação bancária tradicional para obtenção e aplicação de recursos, a qual produz benefícios para todas as partes envolvidas, na medida em que torna possível a realização da operação pelo tomador, sem a necessária e imediata identificação do investidor. Já o investidor tem segurança quanto ao regresso do capital então aplicado, independentemente da capacidade de pagamento do tomador. Dessa forma, está presente o exercício de uma atividade de gerenciamento de riscos, investimentos e aplicações.

Por fim, em se tratado de mercado de capitais, há a ausência de dessa intermediação, pois a entidade financeira não participa diretamente da negociação, atuando apenas como interveniente obrigatória.

³² FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito**: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 52.

³³ RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 33.

³⁴ SANTOS, Flauzilino Araújo dos. **Condomínios e incorporações no registro de imóveis**: Teoria e prática. 1. ed. São Paulo: Mirante, 2012. p. 322.

2.3 Títulos de crédito escriturais

Dentre os novos títulos de crédito, criados por lei e chamados de escriturais, é possível destacar a Letra Financeira (LF), a Letra de Arrendamento Mercantil (LAM), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), o Certificado de Cédulas de Crédito Bancário (CCCA), o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Cédula de Produto Rural (CPR), o Conhecimento de Depósito Agropecuário (CDA), o *Warrant* Agropecuário (WA), a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Esses títulos são normalmente nominativos, podendo ser transferidos mediante anotações em sistemas de registro e liquidação, como, por exemplo, o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), e a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP). A respeito, José Wladimir Freitas da Fonseca³⁵ explica que:

Dada a complexidade, as negociações com esses títulos são rigorosamente controladas e custodiadas por dois grandes sistemas denominados Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) e Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos Privados (Cetip).

Na verdade esses dois sistemas são grandes computadores que têm por objetivo final promover a boa liquidação das operações do mercado monetário, propiciando maior segurança e autenticidade e segurança aos negócios realizados. No entanto o Selic assim como o Cetip guardam suas diferenças.

Cumprido aclarar que o SELIC foi criado em 1979 pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e pela Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto (ANDIMA), com o escopo de trabalhar com títulos públicos de emissão pelo BACEN e pelo Tesouro Nacional.

Consoante Newton Ferreira da Silva Marques³⁶, esse sistema registra eletronicamente todas as transações que envolvam compra e venda de títulos públicos federais, feitas entre instituições financeiras, bem como mantém a custódia física e a escritural dos mesmos papeis. Os negócios são acertados diretamente

³⁵ FONSECA, José Wladimir Freitas da. **Mercado de capitais**. 1. ed. Curitiba: IESDE Brasil S. A., 2009. p. 94.

³⁶ MARQUES, Newton Ferreira da Silva. **Estrutura e funções do sistema financeiro no Brasil: análises especiais sobre política monetária e dívida pública, autonomia do Banco Central e política cambial**. 1. ed. Brasília: Thesaurus, 2003. p. 139.

entre os operadores das instituições credenciadas a atuar no mercado monetário, os quais repassam as principais informações, por meio de terminal de computador, ao SELIC.

Já a CETIP surgiu mais tarde, especificamente em 1986, com características similares ao SELIC, porém com a diferença de que nessa central só são operacionalizados títulos privados. É certo que, em circunstâncias específicas e com a condição de que estejam em poder do ramo privado, será possível negociar títulos públicos.

Retornando à questão particular da evolução do Direito Cambiário que culminou com a criação dos denominados títulos escriturais, Jean Carlos Fernandes aduz que:

Os avanços da informática e a crescente desmaterialização das atividades bancárias, principalmente, trouxeram a circulação do crédito na forma escritural, não mais corporificado em um cártula.

(...)

A teoria clássica dos títulos, aparelhada e desenvolvida a partir da cártula, não mais atende a totalidade dos reclamos das novas atividades empresariais fomentadas por políticas de crédito instrumentalizadas pelos títulos escriturais, dotados, por força de lei, de natureza cambiária³⁷.

Dessa forma, o aludido autor propõe uma releitura e readequação dos princípios cambiários, em particular o da cartularidade, com o escopo de aplicá-los indiscriminadamente aos títulos de crédito cartulares e não cartulares, denominados escriturais. Ele sugere a adoção do princípio da documentabilidade que melhor se aperfeiçoa aos títulos de créditos escriturais e em nada prejudica os cartulares. E arremata alegando que:

Tratando-se, assim, de título de crédito cartular (letra de câmbio, nota promissória, cheque, cédula de crédito bancário, entre outros), a apresentação física do título é indispensável para o exercício do direito nele materializado (*documentabilidade-cartular*).

Por outro lado, sendo um título de crédito escritural e nominativo os registros eletrônicos (*documentabilidade-escritural*) ou a apresentação de certidão expedida pela instituição registradora (CETIP, por exemplo) alicerçam o exercício do direito cambiário. Principalmente em sede de processo de execução (...) ³⁸.

³⁷ FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito**: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 7-8.

³⁸ FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito**: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 40.

É certo que o princípio da cartularidade não foi extinto, pois permanece sendo aplicável aos títulos cartulares clássicos, passando somente a ser readaptado como princípio da documentabilidade, cartular ou eletrônica, com a finalidade de englobar também os títulos escriturais.

Na realidade, a tendência atual é o desuso dos títulos cartulares, os quais gradativamente vêm sendo relegados a negócios de baixo valor, com menor repercussão econômica.

2.4 Títulos de crédito imobiliários

Há diversas espécies de títulos denominados causais, a saber, aqueles que apenas serão emitidos nas restritas hipóteses autorizadas em lei. Tais títulos, via de regra, estão intimamente ligados a políticas de incentivo em determinado segmento da economia. Pode-se citar, por exemplo, os títulos de crédito comercial, industrial, à exportação, rural, bancário e, finalmente, o imobiliário.

No que concerne em especial ao crédito imobiliário, é possível enumerar a letra imobiliária, a letra hipotecária, a cédula hipotecária e o certificado de recebíveis imobiliários.

Todos têm em comum o fato de serem causais, representativos de promessa de pagamento, emitidos no afã de captar recursos destinados à execução de projeto que envolva bem de raiz³⁹. Em outras palavras, o lastro do documento repousará em garantia ou crédito imobiliário, de maneira a estimular o setor da construção civil.

³⁹ RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial esquematizado**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2013. p. 502.

3 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

A evolução do pensamento humano fez com que a sociedade alcançasse patamares de desenvolvimentos nunca antes imaginados. Na esfera do mercado financeiro, particularmente em se tratando de mercados de capitais, a experiência conquistada em meio a inúmeras crises permitiu que fossem criados mecanismos jurídicos de captação de recursos que vieram a alterar o papel tradicionalmente exercido pelas instituições financeiras no passado.

É nessa realidade que surge o instituto da securitização de créditos, tido como estrutura de crédito formada pelo lançamento de títulos com certa garantia de pagamento. É a emissão de títulos mobiliários vinculada a um dado ativo, por meio da qual é possível se distribuir o risco, em regra, concentrado no originador do crédito, de maneira a permitir a captação de recursos a custos mais baixos. Leia-se:

A company that wants to obtain financing through securitization begins by identifying assets that can be used to raise funds. These assets typically represent rights to payments at future dates and are usually called the “originator”. The risk that these payments may not be made on time is an important fact in valuing the receivables. As long as the originator can reasonably predict the aggregate rate of default, however, it can securitize even those receivables that present some risk of uncollectibility. Therefore, a statistically large pool of receivables due from many obligors, for which payment is reasonably predictable, is generally preferable to pool a smaller number of receivables due from a few obligors⁴⁰.

Sabe-se que esse fenômeno iniciou-se com o financiamento habitacional, espalhando-se, com o passar do tempo, para os demais setores econômicos, de forma a não antecipar apenas créditos imobiliários, mas também créditos relacionados à exportação, ao consumidor e ao agronegócio, dentre outros.

Segundo Natália Cristina Chaves, a contextualização histórica das primeiras securitizações se dá, em fevereiro de 1970, nos Estados Unidos da América, quando a *Advance Corporation Mortgage* realizou a primeira emissão valores mobiliários lastreados por créditos hipotecários, garantidos pela *Ginnie Mae*, seguradora da operação.

De acordo com o site oficial da Ginnie Mae, tal emissão representou a primeira operação de securitização implementada nos Estados Unidos, posto que implicou a transformação de créditos em valores mobiliários. A

⁴⁰ SCHWARCZ, Steven L. **The Alchemy of Asset Securitization**. Asset Securitization, 1994. p. 135.

liquidação da operação ocorreu em outubro de 1999, época em que os créditos hipotecários ligados à emissão estavam sob a administração do Citi Mortgage.

Por estarem vinculados a crédito decorrentes de empréstimos hipotecários, esses valores mobiliários foram chamados de *mortgage-backed securities*.

Outro nome utilizado é *mortgage pass-through securities*, vez que são transferidos aos investidores os juros e o valor principal dos créditos hipotecários que lastreiam a emissão. Isso significa que, nessa espécie de títulos, o pagamento aos investidores depende “em parte” da quitação dos empréstimos hipotecários pelos mutuários⁴¹.

E, para os americanos, em especial Jonathan C. Lipson, tal fenômeno pode ser definido como:

a purchase of primary payment rights by a special purpose entity that (1) legally isolates such payment rights from a bankruptcy (or similar insolvency) estate of the originator, and (2) results, directly or indirectly, in the issuance of securities whose value is determined by the payment rights so purchase⁴².

Aprimorando a noção trazida pelo professor acima referido, Steven L. Schwarcz⁴³ afirmar ser uma operação financeira na qual certa Sociedade de Propósito Específico (SPE) emite títulos aos investidores e, direta ou indiretamente, utiliza os recursos para comprar os direitos ou expectativas de pagamento, que formarão a principal fonte de reembolso ou resgate dos mesmos títulos.

Nessa mesma esteira e de acordo com Natália Cristina Chaves, trata-se de

[...] operação de desintermediação financeira que proporciona a antecipação de recebimento de recursos a quem desejar, mediante a cessão de créditos a uma entidade adquirente, que emitirá títulos ou valores mobiliários, vinculando o pagamentos destes ao recebimento dos créditos cedidos⁴⁴.

Outro conceito possível e mais descontraído é o apresentado por Brian Clarkson. Confira-se:

⁴¹ CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial**: securitização de crédito. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 24-25.

⁴² LIPSON, Jonathan C. Re: **Defining Securitization**, 85 S. CAL. L. REV., 2012, 1229 *apud* SCHWARCZ, Steven L. **What is Securitization? And for whar Purpose?** *Southern California Law Review*, vol. 85, p. 1.284.

⁴³ SCHWARCZ, Steven L. **What is Securitization? And for whar Purpose?** *Southern California Law Review*, vol. 85, p. 1.288. “A financial transaction in which (1) a special purpose entity issues securities to investors and, directly or indirectly, uses the proceeds to purchase rights to, or expectations of, payment, and (2) collections on the rights or expectations so purchased constitute the primary source of repayment of those securities”.

⁴⁴ CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial**: securitização de crédito. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 2.

Securitização é um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros e não financeiros (vamos chamá-los de “ativos-base”) são “empacotados” na forma de *Títulos* (títulos financeiros negociáveis) e então vendidos a investidores. Os fluxos de caixa gerados pelos ativos-base são usados para pagar o principal e os encargos das *securities* além das despesas da operação. As *securities*, por seu lado, são lastreadas pelos ativos e são conhecidas como *Asset Backed Securities* (“**ABS**”, expressão em Inglês que significa Securities Lastreadas por Ativos)⁴⁵.

Em síntese, a securitização consiste na emissão de títulos, tendo como fonte de pagamento o fluxo gerado pelo crédito.

A respeito do objetivo e das vantagens desse procedimento, Alessandro Olzon Vedrossi acrescenta que:

A partir da securitização é criada uma estrutura de captação de recursos inequivocamente associada à qualidade dos ativos, ou melhor, à qualidade das receitas vinculadas a esses ativos e não à qualidade do tomador dos recursos. A qualidade do tomador de recursos pode ser agregada à operação, mas não de forma obrigatória ou necessária. Assim, o objetivo das operações de securitização é a criação de títulos representativos de um determinado ativo que possam ser absorvidos pelo mercado de capitais pela sua atratividade junto a esse mercado⁴⁶.

No que pertine às características do instituto, Kothari⁴⁷ enumera atributos que desenvolvem relevante função no procedimento. O primeiro seria a facilidade de comercialização na medida em que a operação visa a transmutar ativo ilíquido ou de pouca liquidez em títulos com grande liquidez. É essencial que os títulos daí decorrentes sejam facilmente negociados, a depender, fundamentalmente, da “*possibilidade legal e regulatória da existência do instrumento de securitização*”, e da “*existência de um mercado investidor para este instrumento*”.

O segundo consistiria no elevado grau de atratividade dos ativos para o mercado, ou seja, no alto nível de aceitação junto aos investidores. Para tanto, mostra-se necessária a transparência de informação quanto à qualidade do investimento.

⁴⁵ CLARKSON, Brian. **Desmistificando securitização para investidores sem proteção de garantias**. Moody’s Investors Service, Global Credit Research, 2003, Nova York: *Moody’s Investors Service*.

⁴⁶ VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A securitização de recebíveis imobiliários**: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. São Paulo, 2002. p. 22.

⁴⁷ KOTHARI, V. **Securitisaton**: the financial instrument of the new millenium. Calcutta: *Academy of Financial Services*, 1999. p. 498 *apud* VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A securitização de recebíveis imobiliários**: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. São Paulo, 2002. p. 24-30.

Já o terceiro se basearia na adequação do valor de face ou valor nominal dos títulos à capacidade de cada investidor. Cuida-se do valor de investimento necessário para aquisição de tais títulos, de acordo com o seu respectivo certificado.

O quarto diria respeito à existência de um ambiente regulatório e legal propício à circulação dos títulos. A questão crucial é separação do patrimônio que assegura os ativos, de modo a isolar o risco do originador do crédito.

O quinto e último fator estaria relacionado ao ambiente macroeconômico, representando as condições de mercado que permitam aos investidores uma remuneração positiva, real e compatível com seu nível de risco.

Em suma, Steven L. Schwarcz pondera que:

In many cases, securitization not only reduces an originator's direct financing costs but also provides significant indirect benefits. Securitization entails real costs, however, and therefore should only be used after comparison with alternative sources of funding. Because securitization has only been applied to a portion of its potential market opportunities, it promises to be a financing technique that will continue to grow. Securitization, in short, brings to financial technology what the sought-after philosopher's stone promised to bring to base metals – the ability to turn them into gold!⁴⁸.

A respeito do ambiente em que se opera a securitização, Uinie Caminha explica que:

As operações de securitização se dão, assim, dentro do sistema financeiro, e não paralelamente a ele, sendo, na verdade, uma evolução em sua estrutura, que visa torná-lo mais eficiente na captação de recursos e dispersão de risco. A securitização inova, assim, em um dos elementos caracterizadores da atividade financeira, pois enquanto a coleta e a aplicação de recursos restam inalteradas, a intermediação financeira ganha um novo sentido no mercado securitizado⁴⁹.

3.1 Securitização de créditos imobiliários

Os investimentos em imóveis já não se baseiam somente em negócios jurídicos regulares de compra e venda. A evolução econômica levou à criação de novas espécies de investimentos em bens de raiz, com feições mais atrativas, aptas a angariar recursos decorrentes de capital nacional e estrangeiro, aquecendo-se

⁴⁸ SCHWARCZ, Steven L. **The Alchemy of Asset Securitization**. Asset Securitization, 1994. p. 154.

⁴⁹ CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. In: GORGAB, Érica; KRUEGE, Juliana (Coord.). **Estudos avançados de direito empresarial** – contratos, direito societário e bancário. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus Jurídico, 2012. p. 204.

assim o setor em questão. Essa é, inclusive, a linha de raciocínio de Flauzilino Araújo dos Santos:

A dinâmica e a modernização da economia fizeram aparecer, no mercado nacional, outras modalidades de investimentos imobiliários que se propõem a atrair e captar recursos dentro e fora do País, em substituição aos métodos tradicionais de circulação *inter vivos* dessa riqueza via transferência da propriedade imóvel.

(...)

A ampliação do portfólio de investimentos imobiliários passou a ganhar força a partir da década de 90, com um objetivo comum, adotado em todos os instrumentos que veremos a seguir: acesso ao mercado de capitais⁵⁰. (Grifo do autor)

Nesse contexto, é possível afirmar que a securitização de créditos imobiliários é uma relevante opção de financiamento para o ramo em questão, em todos os seus segmentos, quais sejam, produção, residencial, comercial e industrial.

Ela representa-se, primeiramente, como uma ferramenta usada no mercado financeiro e no de capitais, com a finalidade de transmutar ativos sem liquidez em títulos mobiliários líquidos.

É uma prática financeira na qual são reunidas diversas modalidades de ativos, em particular títulos de crédito, transformando-os em papéis negociáveis no mercado de capitais. Nada mais é, portanto, do que a conversão de dívidas em investimentos.

Apenas a título de elucidação e de acordo com Uinie Caminha⁵¹, tem-se que a diferença crucial entre mercado financeiro e o de capitais repousa, fundamentalmente, no modo pelo qual os recursos financeiros transitam entre aqueles investidores que procuram outras alternativas para aplicação de sua renda não consumida e aqueles que buscam financiamento para projetos e negócios. Na primeira hipótese, com o emprego da intermediação bancária tradicional para a obtenção e aplicação de tais recursos, e, no segundo caso, sem esse uso.

Como visto anteriormente, o SFI limitou mecanismos para concessão de financiamentos imobiliários. Contudo, por outro lado, criou novas formas de mobilização de recursos.

⁵⁰ SANTOS, Flauzilino Araújo dos. **Condomínios e incorporações no registro de imóveis: Teoria e prática**. 1. ed. São Paulo: Mirante, 2012. p. 322.

⁵¹ CAMINHA, Uinie *apud* BURANELLO, Renato; LEANDRO, Ana Flávia. In: BURANELLO, Renato; PERIN JUNIOR, Ecio; SOUZA, André Ricardo Passo de. **Direito do agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011. p. 530.

As inovações foram a criação do CRI, novo título de crédito, com lastro em créditos imobiliários, a previsão quanto ao funcionamento das companhias securitizadoras, a disciplina do instituto da alienação fiduciária para bens de raiz, a nova regulação da cessão fiduciária de direitos creditórios advindos da comercialização de imóveis e o regime fiduciário dos créditos relacionados a títulos objeto de securitização.

Logo, no âmbito desse novo regime implantado pelo SFI, a securitização funciona por meio de um mecanismo próprio. Leia-se:

Normalmente, uma instituição bancária financia a aquisição ou construção de um imóvel. Por conseguinte, fica com o crédito, que é o valor do financiamento, o qual deve ser pago pelo devedor que financiou a construção ou a aquisição. O banco vende esse crédito para uma companhia de capitalização. Esta subdivide o crédito em títulos, colocando-os no mercado. Possíveis interessados adquirem os títulos, podendo negociá-los. Permite-se que os títulos vendidos tenham lastro ou garantia no próprio imóvel⁵².

Em outros termos, a instituição financeira não está obrigada a aguardar o recebimento do direito creditório, mediante o pagamento das prestações por quem contraiu o financiamento, podendo fragmentá-lo em valores mobiliários, CRIs, a fim de inseri-los nos mercados financeiro e de capitais. Os prováveis investidores, que vierem a adquirir esses títulos, também terão a possibilidade de negociá-los novamente ou mesmo executar o imóvel que deu azo à sua emissão.

Nessa mesma esteira, José Maria Aragão⁵³ relata que a securitização de créditos hipotecários é vista como o principal meio de dinamização do mercado imobiliário brasileiro, desde a entrada em operação plena do novo sistema. Acrescenta que, mantidas as condições econômicas atuais, pode haver ainda um maior favorecimento, na proporção em que as taxas de juros se aproximem dos padrões internacionais, consolidando-se, destarte, a retomada do crescimento da economia pátria. E alega ainda que:

Uma das grandes vantagens da securitização imobiliária é agilizar o giro dos ativos das instituições credoras, permitindo-lhes alavancar suas operações de financiamento, tanto a produtores como a adquirentes de

⁵² RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 316.

⁵³ ARAGÃO, José Maria. **Sistema financeiro da habitação**: Uma análise sócio-jurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema. 2. ed. Curitiba: Juruá Editora, 2001. p. 516.

imóveis, gerando, dessa forma, um impacto positivo sobre a oferta de imóveis e de empregos.

Por outro lado, para aqueles credores que não sejam bancos, como incorporadoras, também há benefícios. Isso porque a operação em comento serve como alternativa de mobilização de a mais vantajosa, quando comparada a empréstimos bancários, além de acarretar uma diminuição do risco de suas carteiras creditícias.

Nessa linha de raciocínio, Natália narra que:

Não há dúvidas, portanto, de que a securitização representa uma alternativa interessante àqueles que desejam captar recursos, já que, ao cumular a cessão e emissão de títulos, proporciona uma mobilização do crédito, segura e eficiente. E, ao atuar como instrumento de mobilização do crédito desempenha relevante função social, que vai além dos interesses individuais, consistente na socialização do acesso às riquezas produzidas⁵⁴.

Logo, seja para fins de mobilização de crédito, seja para o escopo de captação de recursos, a operação de securitização, ao conjugar cessão e emissão de títulos ou valores mobiliários, antecipa o recebimento de créditos, imprimindo facilidade de atração de tais recursos e segurança jurídica aos investidores.

Além disso, ela não é uma opção apenas para o setor privado, mas também para o público. Com efeito, a securitização pode ser utilizada para o financiamento de projetos de interesse eminentemente público. E, em se tratando em particular do CRI, viabiliza a promoção de construção de núcleos habitacionais direcionados aos segmentos populacionais das mais diversas rendas familiares, bem como o desenvolvimento e ampliação de infraestrutura na área de saneamento básico, energia elétrica, gás, telecomunicações, rodovias, sistemas de irrigação e drenagem, portos e serviços de transporte em geral⁵⁵.

A principal questão favorável ao CRI é sua alta taxa de rentabilidade. Por exemplo, no ano de 2010, alguns CRIs renderam 7% (sete por cento) ao ano, além do reajuste oriundo do Índice Geral de Preços (IGP-M), de forma a representar 17% (dezessete por cento) ao ano, em consonância ao relatório Focus do Banco Central (BACEN).

⁵⁴ CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial**: securitização de crédito. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 11-12.

⁵⁵ CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial**: securitização de crédito. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 17.

Conforme dito acima, a securitização é a operação financeira pela qual certo empréstimo ou dívida, juntamente com outros ativos, é convertido em títulos negociáveis, chamado em inglês de *securities*.

Nesse sentido, Renato Buranello e Ana Flávia Leandro criticam que:

[...] a securitização, instituída essencialmente como uma “ferramenta financeira”, cuja terminologia é oriunda da palavra *security*, inaugurada nos Estados Unidos no ano de 1977 e, por sua vez, adotada pelo mercado para designar a securitização em suas diversas acepções, no Brasil, a nosso ver de forma inapropriada, acabou por utilizá-la em detrimento do termo “titularização”, proveniente do francês *titrisation* e adotada pela maioria dos autores portugueses, a exemplo de Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavendra Pinto (...)⁵⁶.

Para Paulo Cesar Fulgencio, esse mecanismo trata-se de:

Operação que, na prática, significa trocar uma dívida por outra. Muito usada em países com dívidas externas, consiste na emissão de títulos em valor correspondente ao da dívida que está para vencer. Chamamos de securitização o ato de, por exemplo, pegar um empréstimo, dividir em partes, transformar em títulos negociáveis e vender estes títulos a investidores. Esses papéis são lançados no mercado e quem os compra terá a garantia de receber em longo ou médio prazo seu dinheiro de volta corrigido com uma taxa de juros vantajosa. O dinheiro obtido com esta operação é usado para quitar a dívida que bate à porta⁵⁷.

Essa operação pode ser empregada, inclusive, com vistas à captação de recursos no mercado externo, mediante a vinculação de mercadorias destinadas à exportação, como forma de empréstimo externo ou importação financiada.

Especificamente no que tange à securitização de recebíveis, tem-se consistir na transformação de título mobiliário, denominado recebível, cujo valor deve ser pago no futuro em títulos negociáveis no mercado financeiro e no de capitais. Uma de suas finalidades é a redução do risco da carteira de investimentos somada, ao mesmo tempo, à possibilidade de rentabilidade para o investidor.

Assim, com o financiamento imobiliário, surge o crédito que poderá ser negociado, com o escopo de canalizar novas aplicações, por meio do seu fracionamento e da sua alienação em parcelas ou na sua globalidade às sociedades securitizadoras.

⁵⁶ BURANELLO, Renato; LEANDRO, Ana Flávia. In: BURANELLO, Renato; PERIN JUNIOR, Ecio; SOUZA, André Ricardo Passo de. **Direito do agronegócio**: mercado, regulação, tributação e meio ambiente. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011. p. 534.

⁵⁷ FULGENCIO, Paulo Cesar. **Glossário Vade Mecum**: administração pública, ciências contábeis, direito, economia e meio ambiente. 1. ed. Rio de Janeiro: MAUAD, 2007. p. 588.

É cediço que tal crédito poderá ser assegurado pela constituição de alienação fiduciária em garantia ou mesmo por outra modalidade de direito real. Ao adquiri-lo, a companhia de securitização poderá transferir seus direitos a terceiros investidores, mediante emissão de títulos de crédito, os quais serão novamente vendidos, com remuneração e resgate conforme prazos anteriormente pactuados.

Como mencionado na introdução do presente trabalho, esses títulos são chamados de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e serão estudados de modo mais profundo no próximo capítulo.

4 CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

4.1 Conceito e natureza jurídica

Ultrapassadas questões propedêuticas sobre a securitização, mostra-se necessário apresentar, em primeiro lugar, a legislação e a regulamentação pertinente ao CRI, a saber, Lei nº 10.406/2002 (Código Civil)⁵⁸, Lei nº 6.385/1976⁵⁹, Lei nº 9.514/1997⁶⁰, Lei nº 10.931/2004⁶¹, Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 400/2003⁶², Instrução Normativa da CVM nº 414/2004⁶³, Instrução Normativa da CVM nº 476/2009⁶⁴ e Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 2.686/2000⁶⁵.

Tem-se que, no que concerne ao conceito e à natureza jurídica do CRI, a própria Lei nº 9.514, em seu artigo 6º, encarregou-se de esclarecê-los. Confira-se:

Art. 6º O Certificado de Recebíveis Imobiliários - CRI é título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.
Parágrafo único. O CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras⁶⁶.

⁵⁸ BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, 11 jan. 2002.

⁵⁹ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União. Brasília, 9 dez. 1976.

⁶⁰ BRASIL. **Lei nº 14, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997.

⁶¹ BRASIL. **Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004**. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 3 ago. 2004.

⁶² BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

⁶³ BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 414, de 30 de dezembro de 2004**. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

⁶⁴ BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

⁶⁵ BRASIL. **Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000**. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

⁶⁶ BRASIL. **Lei nº 14, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997.

4.2 Emissão e circulação

O Certificado de Recebíveis Imobiliários é um título de crédito emitido sob a forma escritural e circulada mediante termo de cessão ou de transferência, observando as tendências mundiais de desmaterialização do Direito Cambiário. As transmissões são anotadas em termos de sistema de registro que são fundamentais à própria transferência. A respeito do assunto, Gustavo Tavares Borba enuncia que:

Paralelamente aos títulos nominativos surgiram os títulos escriturais, que na realidade são aqueles moldados para as necessidades do mundo moderno. Os títulos escriturais se ajustaram perfeitamente à velocidade da economia de massa em que vivemos. A transferência desses títulos, que não possuem um documento que os represente, é feita por simples ordem ao sistema de registro⁶⁷.

Como a própria nomenclatura demonstra, recebível é algo que se pode auferir ou embolsar. No âmbito financeiro, é considerado recebível tudo aquilo que gera fluxo de dinheiro, abrangendo, obviamente, os títulos de crédito. No segmento imobiliário, os recebíveis podem consistir em parcelas de imóvel vendido com alienação fiduciária na esfera do SFI, ou mesmo em prestações mensais de um contrato de locação de imóvel, seja ele residencial, comercial ou industrial, no chamado *built-to-suit*.

4.3 Sistemática de surgimento e utilização

Como destacado anteriormente, o Certificado de Recebíveis Imobiliários surgirá em meio a uma operação de securitização de créditos imobiliários. Ou seja, o CRI será emitido em certo financiamento de bens imóveis, com a constituição de crédito em benefício do agente financiador, na proporção de direitos creditícios adquiridos.

Arnaldo Rizzardo⁶⁸ narra que com tal financiamento e com a formalização do CRI por meio de Termo de Securitização de Créditos, o crédito restará constituído. E, com a sua negociação no mercado, por meio do fracionamento e venda em

⁶⁷ BORBA, Gustavo Tavares. A desmaterialização dos títulos de crédito. **Revista Forense** Out./Dez./2000. Rio de Janeiro: Forense, v. 96, n. 352, p.77-88.

⁶⁸ RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006. p. 317.

parcelas ou em sua totalidade para sociedades securitizadoras, será possível captar novas aplicações monetárias. Os recebíveis do agente financiador, assegurados pela alienação fiduciária ou outro direito real de garantia sobre coisa alheia, poderão ser cedidos a uma companhia de securitização de crédito imobiliário, a qual, por sua feita, terá a faculdade de transferi-los a terceiros investidores, mediante a emissão de CRIs, que serão alienados, com remuneração, e regatados segundo prazos previamente convencionados.

A respeito, Jean Carlos Fernandes faz os seguintes esclarecimentos:

Não obstante assuma a *forma escritural*, o CRI é vinculado ao Termo de Securitização de Crédito (papelizado), lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão: I- a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido; III- a identificação dos títulos emitidos; e III- a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso⁶⁹.

É cediço, por outro lado, que vários veículos podem ser empregados para securitizar o crédito advindo de operações de financiamento de imóveis residenciais ou mesmo comerciais. Contudo, a utilização do CRI tem se mostrado extremamente atraente a investidores do setor:

Dispor de recursos para correr os riscos do próprio negócio, e não de um investimento imobiliário. Se esse for o objetivo e sua empresa, a securitização é um caminho. Por meio de um título denominado Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI), regulamentado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), dá para transformar dinheiro aquele imóvel que pesa no seu ativo sem precisar deixar de utilizá-lo. É possível também ter um imóvel novo, do jeito que a sua empresa precisa, sem comprometer um volume de recursos para comprar um. Como? Contratando os serviços de uma securitizadora, o agente autorizado pela CVM a emitir o CRI⁷⁰.

⁶⁹ FERNANDES, Jean Carlos. **Teoria contemporânea dos títulos de crédito**: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. 1. ed. Belo Horizonte: Arraes Editores, 2012. p. 53.

⁷⁰ KÊNIA, Miriam. Menos imobilizado, mais caixa. **Revista Capital Aberto**, ano 5, São Paulo: Capital Aberto, p. 30-34. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1892>. Acesso em: 09 jul. 2014.

4.4 A emissão do CRI no modelo *built-to-suit*

O CRI pode ainda ser emitido no modelo *built-to-suit*, quando a sociedade pretender adquirir uma nova sede, mas não estiver disposta a imobilizar capital. Será possível celebrar um contrato com a companhia securitizadora no qual o imóvel almejado será construído sob medida, a fim de atender às suas necessidades, com a contrapartida de pagamento de um aluguel, em virtude do uso do bem durante período previamente determinado. Assim, à sociedade de securitização estará permitida o lançamento de CRIs no mercado, com o escopo de captação dos recursos necessários para erguer o bem de raiz, baseando-se na expectativa do fluxo futuro de receitas com a locação⁷¹.

Nesse diapasão, Mirian Kênia completa que:

Tem-se, assim, um modelo em que o investidor faz uma aplicação imobiliária protegida por um risco corporativo, e a companhia troca um investimento imobiliário por recursos que serão utilizados no próprio negócio. Resta saber se a remuneração do investimento de um e o custo da captação do outro são atrativos. Se forem, negócio fechado⁷².

Percebe-se, então, que nas hipóteses de adoção do contrato *built-to-suit*, a operação envolverá imóveis novos. E o interessado, no caso pessoa jurídica na forma de sociedade empresária, que vise a um plano de expansão de sua sede, não precisará imobilizar seu patrimônio, tampouco endividar-se para construir a nova unidade, tendo que desembolsar apenas o valor do aluguel mensal.

O ato de “desimobilização” é considerado como decisão estratégica, a depender do ramo de atuação da sociedade. Isso porque, antigamente, o investimento em imóveis tinha o escopo de blindar o patrimônio social contra as oscilações decorrentes do fenômeno da inflação. Hoje, com a estabilidade econômica, essa medida não se mostra mais necessária e conveniente. Nos dias

⁷¹ KÊNIA, Miriam. Menos imobilizado, mais caixa. **Revista Capital Aberto**, ano 5, São Paulo: Capital Aberto, p. 30-34. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1892>. Acesso em: 09 jul. 2014. 30-34.

⁷² KÊNIA, Miriam. Menos imobilizado, mais caixa. **Revista Capital Aberto**, ano 5, São Paulo: Capital Aberto, p. 30-34. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1892>. Acesso em: 09 jul. 2014.

atuais, é possível “desimobilizar” balanços, a fim de aplicá-los em outras operações⁷³.

Outro ponto positivo no modelo *built-to-suit* consiste na vantagem fiscal. O pagamento do aluguel poderá ser decotado do imposto de renda (IR). O artigo 3º, inciso II, da Lei nº 11.033/2004⁷⁴ determina expressamente que fica isenta do IR, na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por letras hipotecárias, CRIs e letras de crédito imobiliário (LCI).

4.5 Regime fiduciário e segregação do risco do emissor

Uma das maiores inovações trazidas pela criação do SFI foi a possibilidade de instituição de regime fiduciário, de forma a constituir um patrimônio separado daquele pertencente à sociedade securitizadora, até que seja feito resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados.

A matéria está disciplinada, especificamente, entre os artigos 9º a 16 da Lei nº 9.514/1997, merecendo nota o que segue:

Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime⁷⁵.

Assim, o patrimônio segregado destina-se, de modo exclusivo, à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento das respectivas taxas de administração e obrigações fiscais correlatas, estando imune a quaisquer ações ou execuções ajuizadas em desfavor dos credores da securitizadora, por mais

⁷³ KÊNIA, Miriam. Menos imobilizado, mais caixa. **Revista Capital Aberto**, ano 5, São Paulo: Capital Aberto, p. 30-34. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1892>. Acesso em: 09 jul. 2014.

⁷⁴ BRASIL. **Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004**. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nos 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 22 dez. 2004.

⁷⁵ BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997.

privilegiados que sejam. Tudo em conformidade ao artigo 11, incisos I a VI, da mesma Lei.

Importante transcrever, ainda, que:

Art. 14. A insuficiência dos bens do patrimônio separado não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo, nessa hipótese, ao agente fiduciário convocar *assembléia* geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado.

§ 1º Na hipótese de que trata este artigo, a *assembléia* geral estará legitimada a adotar qualquer medida pertinente à administração ou liquidação do patrimônio separado, inclusive a transferência dos bens e direitos dele integrantes para outra entidade que opere no SFI, a forma de liquidação do patrimônio e a nomeação do liquidante.

§ 2º A *assembléia* geral, convocada mediante edital publicado por três vezes, com antecedência de vinte dias, em jornal de grande circulação na praça em que tiver sido feita a emissão dos títulos, instalar-se-á, em primeira convocação, com a presença de beneficiários que representem, pelo menos, dois terços do valor global dos títulos e, em segunda convocação, com qualquer número, sendo válidas as deliberações tomadas pela maioria absoluta desse capital.

Art. 15. No caso de insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário assumirá imediatamente a custódia e administração dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado e convocará a *assembléia* geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração, observados os requisitos estabelecidos no § 2º do art. 14.

Parágrafo único. A insolvência da companhia securitizadora não afetará os patrimônios separados que tenha constituído⁷⁶.

Nesse contexto, afirma-se que um dos principais objetivos da securitização é a separação do risco do crédito objeto da estrutura do risco de inadimplência em relação ao emissor. É uma característica marcante do instituto, consistindo, ao mesmo tempo, na sua maior vantagem. Veja-se:

Essa característica apresenta-se como vantagem tanto para os originadores quanto para os investidores. Para os primeiros, por permitir-lhes uma operação que não será registrada em suas demonstrações financeiras e que, por não incorporar os riscos de uma empresa operacional, poderá ter melhor classificação de risco, em comparação com o próprio originador, e, por conseguinte, menor exigência de taxas por parte dos investidores e prazo mais longo para financiamento da dívida. Para os investidores, o menor risco significa maior segurança em investimentos, que, em tese, serão mais rentáveis que aqueles tradicionalmente apresentados no mercado⁷⁷.

⁷⁶ BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997.

⁷⁷ CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. In: GORGAB, Érica; KRUEGE, Juliana (Coord.). **Estudos avançados de direito empresarial** – contratos, direito societário e bancário. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus Jurídico, 2012. p. 212.

Portanto, é indispensável para o sucesso das operações que exista uma efetiva segregação entre o risco inerentes aos ativos e o risco relacionado à sociedade originadora do crédito. Ou seja, é salutar que a solvência dos ativos securitizados não dependa do risco de crédito atinente à sociedade. Para tanto, recomenda-se que:

- (a) a transferência dos direitos creditórios da empresa originadora para a SPE seja absoluta, sem que a empresa originadora retenha titularidade legal sobre tais créditos transferidos à SPE;
- (b) a SPE, assim como seus objetivos e relacionamento societário com a empresa originadora, deve ser estruturada de forma a evitar que ela seja tratada como parte dos ativos da empresa originadora, no caso de falência desta última. Este ponto é de crucial importância para as operações locais de securitização, pois o conceito de *trust* não encontra amparo no sistema legal brasileiro. Assim, a efetiva independência entre a empresa originadora e a SPE é, muitas vezes, extremamente difícil, levando com isto à constituição de *trusts* fora do Brasil (em jurisdição que contemple a existência desse tipo de entidade) para o controle da SPE⁷⁸.

Logo, tomadas as devidas cautelas, será possível resguardar o investidor de eventuais riscos, bem como beneficiar o originador do crédito, de maneira a fortalecer o instituto e estimular o processo de securitização no Brasil.

4.6 Desafios e perspectivas

Compreende-se, portanto, que as principais vantagens do CRI são o alto índice de rentabilidade e a isenção de IR, além de ser uma opção interessante de captação de recursos, na medida em que proporciona uma mobilização do crédito, segura e eficiente. Ademais, tem-se que, por ser uma ferramenta de mobilização do crédito, desenvolve relevante função social, que vai além dos interesses individuais, consistente na socialização do acesso às riquezas produz.

Dessa maneira, infere-se que a emissão de CRIs vem sendo muito estimulada e utilizada para coletar recursos monetários de longo prazo com custo competitivo, diversificação de fontes de financiamento e eficiência fiscal. E a tendência é que a sua negociação aumente mais ainda nos próximos anos, permitindo, desse modo, crescentes investimentos no mercado de imóveis, e a

⁷⁸ BENTIVEGNA, Enrico Jucá; MEIRELLES, José Carlos Junqueira Sampaio. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Uqbar, Pinheiro Neto Advogados, p. 6.

consequente amenização ou mesmo resolução do problema relacionado à falta de moradias no Brasil.

Em contrapartida, o que os especialistas mais temem é a possibilidade de a securitização do crédito imobiliário, mediante emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), gerar, no Brasil, crise financeira similar à ocorrida em 2006, nos Estados Unidos da América. Apenas a título de contextualização, tem-se que tal crise foi batizada como crise do *subprime* e foi desencadeada pela falência de instituições de crédito americanas que concediam empréstimos hipotecários de alto risco.

Para Mailson da Nóbrega⁷⁹, em 2003, o presidente americano George Walker Bush reformulou as políticas de crédito habitacional, tendo inclusive sancionado o *American Dream Downpayment Act*, o qual conferia benefícios aos adquirentes de imóveis residenciais, facilitando o pagamento da entrada nas operações de crédito e a absorção dos custos para finalizar as transações. Essas medidas colaboraram para a queda da qualidade do crédito adquirido pelos bancos. Confira-se:

As famílias recebiam ofertas de empréstimos exóticos, com baixa exigência de documentação, amortizações negativas nos primeiros anos e outras opções de pagamento que disfarçavam seus riscos.

(...)

A expansão das hipotecas subprime e do crédito habitacional como um todo estimulou também o mercado prime. O aumento da demanda por imóveis formou uma bolha, enquanto as taxas de juros baixas estimulavam a realização de mais de uma hipoteca sobre o mesmo imóvel. A valorização do imóvel fornecia a garantia para novos empréstimos, o que alimentava a bolha.

O boom de imóveis se distinguiu de movimentos anteriores, em face da associação de baixas taxas de juros com a capacidade das instituições financeiras de “empacotar” milhares de hipotecas em instrumentos securitizáveis em mercados globais. Esses instrumentos incorporavam três atrativos: (1) sua classificação como triple A pelas agências de rating; (2) a remuneração superior a outras alternativas de investimento em renda fixa; e (3) a aparente segurança que propiciavam. Desde a Depressão, não havia acontecido uma queda nacional dos preços dos imóveis. Crises eram limitadas a um ou outro estado americano⁸⁰.

Ainda conforme o mesmo autor, a securitização foi uma das grandes inovações trazidas para o mundo financeiro, nos anos 80. Contudo, com o passar do

⁷⁹ NÓBREGA, Mailson da. In: GÁRCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). **Risco e regulação [recurso eletrônico]**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ele afetou a economia mundial. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 13-14.

⁸⁰ NÓBREGA, Mailson da. In: GÁRCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). **Risco e regulação [recurso eletrônico]**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ele afetou a economia mundial. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 13-14.

tempo, teria se transformado em um incentivo correto, notadamente no mercado norte-americano. Confira-se:

Nos Estados Unidos e outros mercados desenvolvidos, é possível transferir integralmente a propriedade e o risco de um ativo financeiro. Assim, as instituições que concediam crédito, em especial nas hipotecas *subprime*, não precisam a rigor preocupar-se com a qualidade da operação. Havia incentivos para passar adiante o crédito imobiliário concedido a tomadores de maior risco. Imagina-se que esse processo resultava na redução de risco para os bancos, na medida em que podiam transferir o risco a tomadores finais. Adicionalmente, isso permitiria utilizar a estrutura de concessão de crédito sem a necessidade de elevar a base de capital. A dura realidade foi outra⁸¹.

A respeito, Steven L. Schwarcz⁸² assegura que, quando corretamente utilizada, a securitização é uma ferramenta financeira extremamente eficiente, com futuro promissor, mesmo com o sensacionalismo realizado muitas vezes por políticos ou investidores menos informados, em especial no que tange ao episódio isolado da crise americana do *subprime*. Episódio esse que, de certa maneira, abalou a crença anteriormente depositada na securitização. Segundo ele, o medo e o desconhecimento de não especialistas no assuntos fizeram surgir um mito que não pode prosperar.

Conclui-se que a crise de crédito, instaurada no mercado imobiliário americano e que se alastrou por todo mundo, não se trata de um problema oriundo da securitização em si, mas sim de análise e concessão de crédito⁸³.

Portanto, é preciso mensurar, previamente, se a estrutura não ficará sensível aos preços dos ativos subjacentes, a fim de que não fiquem suscetíveis ao surgimento de bolhas. É provável que as operações tenham de reorientar as estruturas básicas, bem como os tipos de ativos, com a finalidade de atrair investidores mais incrédulos.

Em particular, espera-se uma grande ênfase na securitização de fluxos de caixa, de menor complexidade. Em termos de médio prazo, a securitização deve ser

⁸¹ NÓBREGA, Mailson da. In: GÁRCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). **Risco e regulação [recurso eletrônico]**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ele afetou a economia mundial. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011. p. 14.

⁸² SCHWARCZ, Steven L. **The Future of Securitization**. Connecticut Law Review, vol. 41, maio 2009, número 4, p. 1.323-1.324.

⁸³ CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. In: GORGAB, Érica; KRUEGE, Juliana (Coord.). **Estudos avançados de direito empresarial – contratos, direito societário e bancário**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus Jurídico, 2012. p. 203.

influenciada pelo grau de avaliação dos valores intrínsecos dos títulos com lastro em hipotecas, a depende também do mercado. Ele argumenta ainda que:

[...] como resultado do pânico irracional, os preços dos títulos lastreados em hipotecas do mercado entraram em colapso, substancialmente abaixo do valor intrínseco dos empréstimos hipotecários subjacentes às operações. Um grande diferencial que indicou ser o problema mais pânico dos investidores do que a própria falta intrínseca de valor.

Se a securitização permanecerá vibrante e criativa, a longo prazo, no entanto, dependerá da nossa capacidade de compreender melhor os problemas de complexidade, o que era a raiz de muitas das falhas que deram origem à crise do *subprime*.

Dessa forma, é necessário que o Governo brasileiro adote políticas habitacionais adequadas, com a finalidade de evitar garantias imobiliárias inconsistentes, como ocorrido nos Estados Unidos. É preciso atentar-se para a qualidade da operação, sob pena de tornar a securitização de créditos uma ferramenta inócua e arriscada.

Já em se tratando do modelo *built-to-suit*, a principal desvantagem é o longo prazo de duração do contrato, variando entre dez e quinze anos. Por isso, o projeto de expansão deverá ser muito bem estruturado.

Outro detalhe diz respeito aos eventuais riscos judiciais, sendo o contrato:

Peça-chave da operação. Para originar créditos que serão lastro de uma emissão de CRI, é preciso estudar bem as questões legais das diversas formas de contrato de locação do imóvel. (...) Nessa etapa, é preciso levantar qualquer pendência judicial, como causas trabalhistas e outras, que possa aumentar o risco da emissão e comprometer diretamente o sucesso do CRI no mercado⁸⁴.

Por derradeiro, tem-se que as desvantagens mais visíveis são a ameaça de formação de bolha imobiliária caso não haja intensa fiscalização governamental, o perfil de longo prazo das operações, a baixa liquidez e a restrição para investidores qualificados, demandando assunção de riscos maiores e grande porte financeiro.

⁸⁴ KÊNIA, Miriam. Menos imobilizado, mais caixa. **Revista Capital Aberto**, ano 5, São Paulo: Capital Aberto, p. 30-34. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1892>. Acesso em: 09 jul. 2014.

5 SOCIEDADES EMPRESÁRIAS ATUANTES NA EMISSÃO DOS CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

Flauzilino Araújo dos Santos⁸⁵ esclarece que o investimento imobiliário feito por intermédio do mercado financeiro exige essencialmente a participação de uma instituição financeira, a qual deve intermediar os interesses dos eventuais investidores e tomadores, de forma a transformar em indireta a relação existente entre eles. Ele descreve que:

A intermediação financeira propicia vantagens tanto para investidores quanto para tomadores, sendo ao tomador possível a obtenção de recursos independentemente da imediata identificação do investidor, tendo em vista que a instituição financeira poderá empregar temporariamente outros recursos por ela administrados. E para o investidor propicia a certeza de retorno do investimento, independentemente da capacidade de pagamento do tomador, encerrando uma atividade de gerenciamento de riscos, investimentos e aplicações⁸⁶.

Notadamente no que concerne aos sujeitos envolvidos na operação de securitização, com conseqüente emissão de CRIs, e de modo bastante didático, Enrico Jucá Bentivegna e José Carlos Junqueira Sampaio Meirelles⁸⁷ classificam as sociedades operadoras do sistema em Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários (“CSCIs”) e Companhias Securitizadoras de Créditos Financeiros (“CSCFs”), todas sob a forma de sociedade anônima. Para eles, a opção pelo modelo de CSCI ou CSCF dependerá da natureza do direito creditório objeto da estrutura.

Logo, a primeira modalidade envolve instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedades anônimas, registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), com escopo de adquirir e securitizar créditos imobiliários no âmbito do mercado financeiro, emitindo e colocando em circulação CRIs, de subscrição exclusiva dessas sociedades, que também podem emitir outras espécies de títulos de crédito.

⁸⁵ SANTOS, Flauzilino Araújo dos. **Condomínios e incorporações no registro de imóveis: Teoria e prática**. 1. ed. São Paulo: Mirante, 2012. p. 322.

⁸⁶ SANTOS, Flauzilino Araújo dos. **Condomínios e incorporações no registro de imóveis: Teoria e prática**. 1. ed. São Paulo: Mirante, 2012. p. 322.

⁸⁷ BENTIVEGNA, Enrico Jucá; MEIRELLES, José Carlos Junqueira Sampaio. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Uqbar, Pinheiro Neto Advogados, p. 2-4.

A maior vantagem e característica preponderante seria a possibilidade de instituição de regime fiduciário sobre tais créditos, que irão lastrear os CRIs, em prol dos futuros adquirentes. Acrescentam que:

Os créditos objeto desse regime fiduciário:

- (a) constituem patrimônio separado, não se confundindo com o das CSCIs;
- (b) manter-se-ão apartados do patrimônio das CSCIs até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados;
- (c) destinam-se, exclusivamente, à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento das respectivas taxas de administração e obrigações fiscais correspondentes;
- (d) estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores das CSCIs, por mais privilegiados que sejam; e
- (e) responderão pelas obrigações inerentes aos títulos afetados⁸⁸.

Caberá à CSCI administrar o patrimônio segregado, com a manutenção de registros contábeis autônomos, a elaboração e a publicação das respectivas demonstrações financeiras.

Em contrapartida, todo o seu patrimônio responderá por prejuízos gerados pela inobservância de imposição legal ou regulamentar, por negligência, por administração temerária, ou até mesmo por desvio de finalidade do patrimônio apartado.

Por outro lado, em se tratando de CSCFs, tem-se que as instituições financeiras podem estar constituídas sob a forma de caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias e demais entidades que, a critério do Conselho Monetário Nacional (CMN), venham ser, eventualmente, admitidas a atuar no âmbito do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Dessa feita, estão excluídas as cooperativas habitacionais e companhias de habitação popular (COHABs).

⁸⁸ BENTIVEGNA, Enrico Jucá; MEIRELLES, José Carlos Junqueira Sampaio. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Uqbar, Pinheiro Neto Advogados, p. 3.

5.1 Instituições financeiras bancárias ou monetárias

Claudio Filgueiras Pacheco Moreira⁸⁹ alerta que as instituições financeiras bancárias ou monetárias são aquelas autorizadas a aliciar recursos junto ao público, sob a forma de depósitos à vista, estando capacitadas, desse modo, a criar moeda escritural. São, essencialmente, bancos comerciais, caixas econômicas, cooperativas de crédito, bancos cooperativos e bancos múltiplos com carteira comercial.

Em contrapartida, Carlos José Caetano Bacha⁹⁰ traz outra classificação em que considera como instituições de intermediação financeira os bancos comerciais, os bancos de investimento, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança, as caixas econômicas, o Banco do Brasil, as distribuidoras e as corretoras.

Assim, passa-se ao estudo das instituições que possam interessar à securitização de créditos oriundos de financiamento de imóveis e à consequente emissão de CRIs.

Segundo Wilson Cano⁹¹, os tradicionais bancos comerciais possuem como finalidade principal receber depósitos à vista e a prazo do público em geral, conceder empréstimos e financiamentos a curto e médio prazo, bem como executar outras operações convencionais de câmbio e cobrança.

De outra maneira, prestam serviços auxiliares, como cobranças mediante comissão e transferências de fundos de uma para outra praça. Fornecem crédito para capital de giro e para desconto de duplicatas, mediante recursos angariados pelos já mencionados depósitos à vista. Recebem ainda impostos e taxas por bens e serviços prestados por órgãos públicos ou concessionárias.

São classificados também como instituições monetárias, especialmente por terem o poder de criação de moeda escritural. Suas atividades e seu funcionamento são disciplinados e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil (BACEN) e, por meio deste órgão, as autoridades monetárias conseguem controlar a liquidez do sistema

⁸⁹ MOREIRA, Claudio Filgueiras Pacheco. **Manual de contabilidade bancária**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 26.

⁹⁰ BACHA, Carlos José Caetano. **Macroeconomia aplicada à análise da economia brasileira**. 1. ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2004. p. 124.

⁹¹ CANO, Wilson. **Introdução à economia**: uma abordagem crítica. 1. ed. São Paulo: Fundação Editora da UNESP, 1998. p. 177.

bancário, valendo-se, em síntese, de operações de mercado aberto, redesconto e recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e a prazo⁹².

No princípio, as caixas econômicas, federal e estaduais, tinham o objetivo de deter recursos, por intermédio de cadernetas de poupança, a fim de financiar a construção de habitações e obras de infraestrutura social, como sistema de captação e tratamento de água, sistema de escoamento e tratamento de esgoto, construção de escolas etc. Atualmente, são vistas como instituições públicas que exercem funções similares às dos bancos comerciais, de modo a receber depósitos à vista e tributos, tendo ainda operações mais vinculadas ao financiamento de longo prazo, sobretudo aqueles relativos à área habitacional, além de trabalhar com depósitos em poupança e crédito hipotecário.

A cooperativa de crédito constitui espécie de sociedade simples, formada e gerida pela associação de usuários que se reúnem em igualdade de direitos, com objetivo de desenvolver uma atividade econômica ou prestar serviços comuns, eliminando os intermediários.

De acordo com a natureza de seu corpo de cooperados, pode ser de produção, consumo ou crédito. A de crédito, em particular, pode ser identificada por dois tipos, a saber, a de economia e de crédito mútuo, e a de crédito rural. Contudo, por não possuírem caráter empresarial, não merecem análise pormenorizada.

Os bancos cooperativos são constituídos como sociedades anônimas de capital fechado, com participação exclusiva de cooperativas de crédito singulares, centrais ou confederações. Sobre eles, Claudio Filgueiras Pacheco Moreira disserta que:

Tais bancos estão autorizados a se instalar nas unidades da Federação em que estejam situadas as sedes das pessoas jurídicas controladoras; não podem participar no capital social de IF's e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN; não podem, igualmente, realizar operações de *swap* por conta de terceiros.

(...)

Logo, os Bancos Cooperativos são bancos comerciais ou múltiplos com carteira comercial, controlados por cooperativas centrais de crédito que devem deter, no mínimo, 51% (*cinquenta e um por cento*) das ações com direito a voto. Devem fazer constar, obrigatoriamente, de sua denominação a expressão "Banco Cooperativo"⁹³.

⁹² CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando (Coord.). **Mercado de capitais**: o que é, como funciona. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 42.

⁹³ MOREIRA, Claudio Filgueiras Pacheco. **Manual de contabilidade bancária**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 35.

Os bancos múltiplos estão autorizados a realizar operações facultadas a bancos comerciais, de investimento e de desenvolvimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, e sociedade de crédito imobiliários, sendo-lhes permitido reunir de duas até quatro das espécies citadas. Nas palavras de Francisco Cavalcante, Jorge Yoshio Misumi e Luiz Fernando Rudge:

São bancos que podem operar simultaneamente, com autorização do Banco Central, carteiras de banco comercial, de investimento, de crédito imobiliário, de crédito, financiamento e investimento, de arrendamento mercantil (*leasing*) e de desenvolvimento, constituindo-se em uma só Instituição Financeira de Carteiras Múltiplas, com personalidade jurídica própria, e que pode selecionar com o que deseja operar dentre as modalidades referidas.

Os bancos múltiplos de grande porte apresentam, normalmente, um leque bem diversificado de carteiras, o qual se desdobra em amplo conjunto de serviços oferecidos a seus clientes. Os bancos de menor porte podem especializar-se em determinada atuação, mas têm liberdade de operar – especialmente na ponta de captação – como banco, facilitando sobremaneira suas operações ativas⁹⁴.

Os bancos de investimento fornecem às sociedades empresárias crédito de médio e longo prazo para capital de giro e investimento. Elas canalizam recursos mediante a criação de Certificados de Depósito Bancário (CDB), os quais podem ser corrigidos por índices pré ou pós-fixados. É possível que sejam públicos ou privados. Se forem públicos, deverão ser instituídos pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e pelos bancos de desenvolvimento estaduais, de forma que repassem os recursos necessários ao financiamento de obras de infraestrutura econômica e de investimento privado de longo período de maturação⁹⁵.

Os bancos com carteira de crédito imobiliário visam ao financiamento de moradias singulares, sendo chamados de “bancos de varejo”, ou mesmo ao de grandes empreendimentos, na hipótese de bancos especializados.

As sociedades de crédito imobiliário (SCI) apreendem recursos mediante cadernetas de poupança e letras imobiliárias, financiando a aquisição ou construção de residências.

As associações de poupança e empréstimo (APE) são sociedades, antigamente denominadas civis, restritas a certas regiões e voltadas para o

⁹⁴ CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando (Coord.). **Mercado de capitais**: o que é, como funciona. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, p. 42.

⁹⁵ BACHA, Carlos José Caetano. **Macroeconomia aplicada à análise da economia brasileira**. 1. ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2004. p. 124.

financiamento imobiliário. Também conseguem obter recursos por meio de cadernetas de poupança. Os depositantes são os seus próprios sócios e os seus depósitos são remunerados com dividendos, e não com juros. Percebe-se, então, que possuem operações semelhantes às das SCIs.

Finalmente, as companhias hipotecárias consistem em instituições financeiras, sob a forma de sociedade anônima, que têm como objeto social a concessão de financiamentos dirigidos à produção, reforma ou comercialização de imóveis residenciais ou comerciais, e de lotes urbanos⁹⁶.

5.2 Companhias securitizadoras

Como visto, as companhias securitizadoras de créditos imobiliários deverão ser constituídas sob a forma de sociedade anônima não financeira e registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Suas atividades terão de ser revestidas de duas modalidades básicas, quais sejam, a aquisição e securitização de tais créditos, ou a emissão e colocação de CRIs no mercado financeiro e, por meio deste, no de capitais.

Também conforme já demonstrado, os créditos, que vierem a ser adquiridos e empregados como lastro aos títulos por elas eventualmente emitidos, poderão ser colocados sob o regime fiduciário, com características próprias dos negócios fiduciários em geral. A respeito, explica que:

Pode ser instituído, pelas companhias securitizadoras, regime fiduciário sobre créditos que venham a lastrear a emissão de CRI, sendo fiduciante a companhia securitizadora, agente fiduciária uma instituição financeira e beneficiários os adquirentes dos títulos representativos dos créditos objeto da fidúcia (art. 9º da LAF), constituindo, os créditos objeto da fidúcia, patrimônio separado (...)⁹⁷.

Segundo Paulo França⁹⁸, é importante ilustrar que a Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC) opera como intermediária, adquirindo créditos imobiliários de instituições financeiras e sociedades atuantes do setor de imóveis, de

⁹⁶ NOGAMI, Otto. **Economia**. 1. ed. Curitiba: IESDE Brasil, 2012. p. 178.

⁹⁷ AMORIM, José Roberto Neves; ELIAS FILHO, Rubens Carmo (Coord.). **Direito imobiliário: questões contemporâneas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008. p. 183.

⁹⁸ FRANÇA, Paulo. **Captação de recursos para projetos e empreendimentos**. 1. ed. Brasília: SENAC-DF, 2005. p. 75.

forma a estruturar o seu financiamento por meio da expedição de CRIs. Em outros termos, o mesmo autor assevera que:

[...] a atuação da Cibrasec busca aumentar os recursos disponíveis para o financiamento imobiliário, criando condições para o aumento da produção imobiliária do País, o que permite a redução do hiato (*gap*) existente entre a demanda reprimida e a oferta de imóveis, tanto habitacionais, como comerciais, já existentes ou a serem produzidos. No Brasil, estima-se que há necessidade de seis milhões de moradias.

É evidente a importância das companhias de securitização de recebíveis imobiliários no Sistema Financeiro Imobiliário. Experiências em outros países mostram que o crescimento do financiamento habitacional está intimamente ligado, entre outros fatores, à existência de garantias efetivas de que os recursos são aplicados efetivamente na construção civil e o funcionamento de um mercado de crédito imobiliário capaz de captar recursos de longo prazo, especialmente com grandes investidores⁹⁹.

É de se perceber, dessa feita, que o legislador infraconstitucional se esforçou bastante no sentido de propiciar a segurança jurídica e a efetividade do novo sistema.

Frisa-se que o SFI não depende de fundos públicos de mobilização de recursos para o crédito imobiliário, baseando-se em recursos da poupança voluntária granjeada por meio das instituições acima enumeradas. A remuneração destas instituições se dá mediante pagamento de taxas mercadológicas, sendo adotados instrumentos que ofereçam aos poupadores e investidores alternativas de aplicação financeira em condições de competitividade às já existentes.

Enfim, manifesta-se evidente o cumprimento das funções social e econômica por parte dos agentes financeiros ao viabilizarem a emissão e a circulação desses títulos de crédito que, por sua vez, permitem a canalização de capitais privados de longo prazo, arrestando novos investimentos, com os quais se incrementará a indústria da construção civil.

Nesse contexto, Uinie Caminha disserta que:

Com a securitização, o agente econômico que origina créditos pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis, mesmo que ela seja futura, e adiantar receitas a ela referentes ou financiar projetos pela emissão títulos lastrados nessa carteira. Assim, a função econômica da securitização pode ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e *desintermediar* o processo de financiamento.

Sob a *óptica* jurídica, a securitização pode ser definida como a estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico

⁹⁹ FRANÇA, Paulo. **Captação de recursos para projetos e empreendimentos**. 1. ed. Brasília: SENAC-DF, 2005. p. 75.

indireto, que envolve a cessão e segregação de ativos em uma sociedade ou um fundo de investimento emissor títulos garantidos pelos ativos segregados. Esses títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos¹⁰⁰.

¹⁰⁰ CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. In: GORGAB, Érica; KRUEGE, Juliana (Coord.). **Estudos avançados de direito empresarial** – contratos, direito societário e bancário. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus Jurídico, 2012. p. 203.

6 O REGISTRO DE IMÓVEIS E O CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS

6.1 Noções sobre as serventias extrajudiciais

As Serventias Extrajudiciais, criadas a partir da descentralização administrativa por imposição constitucional, imprimem celeridade, autenticidade e segurança jurídica aos atos nelas praticados, com a finalidade de auxiliar o Poder Judiciário.

O princípio da celeridade, conhecido também por princípio da brevidade processual, está previsto no artigo 5º, inciso LXXVIII, da Constituição Federal¹⁰¹. Tal princípio consiste na rápida prestação jurisdicional e administrativa, com o fim último de se alcançar o mais breve possível a solução dos conflitos intersubjetivos qualificados por uma pretensão resistida. Cabe elucidar que o referido princípio deve estar sempre aliado aos princípios da efetividade e da segurança jurídica¹⁰².

A autenticidade, por sua vez, concerne à autoria do ato, sendo a sua aferição realizada por meio das declarações de vontade. A sua importância se deve, principalmente, à força probante dos documentos autenticamente reconhecidos, à possibilidade de aferição da capacidade civil dos declarantes, às obrigações contraídas e aos consequentes vínculos jurídicos formados pelas informações advindas das manifestações de vontade, registradas em tais documentos¹⁰³. Logo, mostra-se, extremamente, relevante a exata apuração da autenticidade das declarações, notadamente, no que diz respeito à prevenção contra a falsidade e a falsificação de documentos.

Finalmente, entende-se que o princípio da segurança jurídica representa o conjunto de condições que possibilitam às pessoas o conhecimento antecipado e reflexivo das consequências diretas de seus atos, devido à autonomia da vontade

¹⁰¹ BRASIL. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 1988.

¹⁰² VILAS-BÔAS, Renata Malta. A Forma de Efetivação do Princípio da Celeridade mediante a Coibição do Abuso Processual. **Revista Jus Vigilantibus (JV)**, 30 jul. 2009. Disponível em: <<http://jusvi.com/artigos/41205>>. Acesso em: 09 jul. 2014.

¹⁰³ MAHLMEISTER, Ricardo Luis. **Direito digital**: entenda alguns termos dessa novidade. Cosso Advogados, São Paulo. Disponível em: <http://www.cosso.adv.br/artigos.php?cod_artigo=22>. Acesso em: 09 jul. 2014.

constitucionalmente reconhecida¹⁰⁴. Pondera-se ainda que a segurança jurídica está diretamente relacionada aos direitos e garantias fundamentais dos cidadãos, razão pela qual foi contemplada pelo ordenamento jurídico brasileiro, com o intuito de se alcançar a estabilidade dos direitos subjetivos, isto é, interesses juridicamente protegidos, nos moldes do artigo 5º, inciso XXXVI, da Constituição da República conjugado com artigo 6º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro¹⁰⁵.

O artigo 1º, *caput*, da Lei nº 8.935/1994¹⁰⁶ determina expressamente que os “serviços notariais e de registro são os de organização técnica e administrativa destinados a garantir a publicidade, autenticidade, segurança e eficácia dos atos jurídicos”.

É certo que o crescente aumento demográfico e o grau de complexidade dos negócios celebrados na sociedade exigiram a criação de diversas modalidades de Registros Públicos, com o escopo de evitar eventuais problemas e assegurar direitos.

Embora tais Registro Públicos sejam de grande importância, sendo considerado essenciais à prática das relações sociais, muitas das vezes, são objeto de desconhecimento por parte cidadãos, especialmente em se tratando das atribuições relacionadas ao Ofício de Registro de Imóveis.

Em verdade, a sua relevância reside, justamente, na publicidade aos atos e negócios jurídicos, por meio do controle da sua legalidade, além da função de conservá-los por período indeterminado de tempo. Desse modo é possível assegurar a sua eficácia, resguardando-se direitos e garantias das partes envolvidas.

Ultrapassadas essas questões propedêuticas acerca dos Registro Públicos, adentra-se, especificamente, ao âmbito de atuação do Ofício de Registro de Imóveis.

¹⁰⁴ CASALI, Guilherme Machado. **Sobre o conceito de segurança jurídica**. Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito (CONPEDI), Florianópolis. Disponível em: <http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/bh/guilhermed_machado_casali.pdf>. Acesso em: 09 jul. 2014.

¹⁰⁵ BRASIL. Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942. *Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB)*. **Diário Oficial da União**. Rio de Janeiro, 9 set. 1942.

¹⁰⁶ BRASIL. **Lei nº 8.935, de 18 de novembro de 1994**. Regulamenta o artigo 236 da Constituição Federal, dispondo sobre serviços notariais e de registro. **Diário Oficial da União**. Brasília, 21 nov. 1994.

O Registro de Imóveis tem funções próprias. A primeira delas é informar a situação (estado) jurídica dos bens de raiz, de maneira a gerar publicidade, isto é, informação segura aos negócios jurídicos. Nas palavras de Angel Cristóbal Montes:

Efetivamente, a publicidade dos assentos do registro procura no terceiro adquirente a eliminação dos perigos a que dá lugar a clandestinidade no que diz respeito à verdadeira situação jurídica das propriedades territoriais, com o qual evitam-se, com relação a terceiros, as nefastas consequências do estelionato (ocultação maliciosa de gravames) e da venda dupla de uma mesma coisa¹⁰⁷.

Já a sua segunda finalidade, diretamente relacionada com a primeira, é imprimir segurança jurídica e física de todo o acervo do Serviço de Registro de Imóveis, o que faz com que o Registrador se baseie no Princípio da Legalidade no momento da qualificação dos títulos apresentados pelas partes interessadas. Logo, ele se pauta pela lei na prática dos atos de seu ofício, avaliando a possibilidade ou não de registro dos títulos e documentos apresentados¹⁰⁸.

A terceira consiste no fomento do crédito imobiliário, tendo em vista que, se o Registro de Imóveis for forte e presente, o investidor não será inibido. O Registro de Imóveis acaba com a incerteza e apresenta os riscos normais de todo negócio, de forma a permitir que os bancos e demais instituições financeiras possam conceder crédito para a realização de empreendimentos imobiliários.

A quarta função, por sua vez, é a de colaborar com a Administração Pública, direta ou indireta, por meio do repositório único de informações, de modo a permitir a adoção de políticas públicas e a fiscalização. É muito comum que a Serventia tenha que informar à Administração todos os negócios relacionados a imóveis, como, por exemplo, a averbação da construção, em que é necessário que a Municipalidade ateste a observância das regras do Direito Urbanístico.

Em quinto lugar, tem-se a finalidade de regularização fundiária de proprietários ou possuidores informais, com direitos *publicianos*, ou seja, não *publicizados*. A ação publiciana é a usucapião, a qual visa a dar publicidade aos requisitos legais para a prescrição aquisitiva. Assim, a função da Serventia é fazer que o proprietário informal passe a constar do registro.

¹⁰⁷ MONTES, Angel Cristóbal. **Direito imobiliário registral**. 1. ed. Porto Alegre: Antonio Fabris, 2005. p. 179.

¹⁰⁸ KONNO, Alyne Yumi. **Registro de imóveis: teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Memória Jurídica, 2010. p. 47.

Há a possibilidade, em determinados casos, de o detentor de direitos sobre bem público obter, inclusive, a concessão especial de uso para fins de moradia, uma vez que, em se tratando de bem público, não é cabível a usucapião.

Por fim, a sexta finalidade é a aplicação, em concreto, das normas gerais de Direito Ambiental e Urbanístico, fazendo com que tais normas sejam especializadas a cada proprietário, como, a título de exemplo, no caso dos percentuais relativos à reserva legal.

No que concerne à securitização lastreada por créditos imobiliários, compreende-se que a primeira, a segunda e a terceira funções serão essenciais para gerar a segurança necessária da operação financeira.

6.2 Publicidade registral e o Certificado de Recebíveis Imobiliários

No que tange a suas atribuições, nota-se que no Registro de Imóveis serão praticados os atos de registro nas hipóteses em que houver constituição, transmissão ou declaração de direitos reais sobre bem de raiz, *inter vivos* ou *mortis causa*, nos moldes do artigo 167, inciso I, da Lei de Registros Públicos¹⁰⁹. Em contrapartida, serão realizados atos de averbação nos casos em que houver mutação ou extinção de tais direitos reais¹¹⁰, na forma do inciso II do mesmo artigo.

A Lei nº 9.514/1997¹¹¹, em seu artigo 10, parágrafo único, é expressa ao determinar que, uma vez instituído o regime fiduciário, deverá ser o Termo de Securitização de Créditos, originador da emissão de CRIs, objeto de averbação no Ofício de Registro de Imóveis onde estiverem matriculados os imóveis dados em garantia. Isso porque trata-se de alteração no direito real de propriedade, a qual deve ser dada a devida publicidade registral.

De igual forma, satisfeitos os créditos dos beneficiários e extinto o regime fiduciário, também será objeto de averbação o Termo de Quitação fornecido pelo Agente Fiduciário, no prazo de três dias úteis, à companhia securitizadora. Tal

¹⁰⁹ BRASIL. **Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973**. Dispõe sobre os registros públicos, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 31 dez. 1973.

¹¹⁰ LOUREIRO FILHO, Lair da Silva; LOUREIRO, Claudia Regina Magalhães. **Notas e registros públicos**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 215.

¹¹¹ BRASIL. **Lei nº 14, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997.

averbação terá o caráter extintivo, de modo a gerar a baixa da primeira averbação que instituiu o regime fiduciário.

6.3 O estudo de casos práticos

Muito embora o CRI seja considerado como novo título de crédito, recentemente incorporado ao Direito Cambiário, já causou repercussão no mercado e na esfera jurídica.

Desse modo, será feita a análise de seis casos concretos. O primeiro a quarto julgados pelo Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários. O quinto apreciado por Superintendente de Registro de Valores Mobiliários. Já o sexto decidido pela Corregedoria Permanente dos Registros de Imóveis da Capital de São Paulo, no campo da atividade administrativa correicional referente à fiscalização do Serviço Extrajudicial dos Registros Públicos.

6.3.1 *Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2001/0064*

Em relação ao Processo número RJ 2001/0064¹¹², o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários versou sobre proposta apresentada pela Brazilian Securities Companhia Brasileira de Securitização ("Brazilian Securities") sobre a emissão de CRIs, com base na Lei nº 9.514/1997 e regulamentação da lavra da CVM, em especial Instrução Normativa da CVM nº 284/1998¹¹³, atualmente revogada pela Instrução Normativa da CVM nº 414/2004. Em tal proposta, a sociedade securitizadora pretendeu valer-se de duas espécies distintas de CRI, uma chamadas de *Senior*, na qual existiria o direito à percepção do principal e dos juros imediatamente depois da subscrição, de maneira mensal, e outra denominada de *Junior*, em que haveria a carência de dois anos, contados da data da emissão para o início da percepção do principal e dos juros.

¹¹² RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2001/0064, Registro no Colegiado número 3097/01**. Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos. 06 mar. 2001.

¹¹³ BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 284, de 24 de julho de 1998**. Dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI.

A destinação dos pagamentos percebidos pelos adquirentes dos bens imóveis, constituidores dos recebíveis no lapso temporal de carência, é a formação de um fundo de reserva, de forma a arcar com gastos em comissões e securitização referentes à operação, bem como com eventual inadimplência ou ausência de pagamento do principal e dos juros dos CRIs *Seniors*. A ordem de liquidação dos encargos apresentada na proposta seria:

Os CRIs serão pagos pela Securitizadora de acordo com a ordem estabelecida abaixo: □1º) Pagamento das despesas e comissões relativas à Securitização. Entende-se por despesas e comissões para fins desta cláusula exclusivamente: (i) tributos conforme legislação vigente, podendo-se destacar, CPMF, PIS, COFINS, IR, além de outros tributos que venham a ser imputados por lei ao Patrimônio Separado; (ii) despesas com a contratação de Empresa Administradora, advogados e empresas especializadas em cobranças, empresas de avaliação de imóveis e de engenharia, empresas envolvidas na gestão da operação, tais como CVM, CETIP, SOMA e Agente Fiduciário, e Empresa de *Rating*. □2º) Pagamento dos juros referentes ao CRI *Senior*; □3º) Pagamento dos juros referentes ao CRI *Junior*, iniciando após o decurso dos 2 (dois) primeiros anos da emissão; □4º) Pagamento do principal do CRI *Senior*; □5º) Pagamento do principal do CRI *Junior*, iniciando após o decurso dos 2 (dois) primeiros anos da emissão; □6º) Despesas administrativas da Securitizadora; □7º) Pagamento do CRI Residual; □**Pagamento Seqüencial das Obrigações Relativas ao Patrimônio Separado** □Na hipótese de ficar configurado Atraso no Pagamento ou Inadimplência, o pagamento das obrigações relativas ao Patrimônio Separado deixará de ser efetuado na forma acima prevista, passando automaticamente a ser efetuado na forma *seqüencial* abaixo: □1º) Pagamento das despesas e comissões relativas à Securitização, conforme estabelecidas acima; □2º) Pagamento dos juros referentes ao CRI *Senior*; □3º) Pagamento do principal do CRI *Senior*; □4º) Pagamento dos juros referentes ao CRI *Junior*; □5º) Pagamento do principal do CRI *Junior*; □6º) Despesas administrativas da Securitizadora; □7º) Pagamento do CRI Residual; *Os pagamentos previstos acima deverão ocorrer exatamente na ordem ora estabelecida, ficando certo que o pagamento das obrigações relativas a uma determinada espécie de CRI ficará sujeito ao pagamento integral das obrigações relativas à espécie com preferência no pagamento.*

Os CRIs seriam emitidos com lastro na constituição de regime fiduciário, nos moldes dos artigos 9º a 12 da Lei nº 9.514/1997. As duas classes de CRI não teriam garantia adicional, exceto os *Seniors* no que tange ao direito de reaver parcela dos recursos oriundos do pagamento dos *Juniors*, referentes ao prazo de dois anos de carência.

A securitizadora embasou a estrutura, por meio de analogia ao regime da Lei de Sociedades Anônimas¹¹⁴, correlato à emissão de debêntures, em particular no que concerne à permissão legal para emitir várias séries na mesma operação, com preferência diversificada dentre elas, seja garantia flutuante ou subordinada.

Logo, mostrou-se necessário averiguar no presente julgado a possibilidade ou não de se expedir duas séries distintas de CRIs, nas quais persiste ordem de prioridade da primeira, denominada *Senior*, frente à segunda, *Junior*.

Além disso, afigurou-se preciso apurar a plausibilidade da utilização de parte dos recursos provenientes da segunda série no para o eventual pagamento de insuficiência de fundos na primeira. Por fim, foi imperativo apreciar a possibilidade de estabelecimento de preferência de liquidação do patrimônio afetado aos CRIs em comento.

A manifestação da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (SRE) e a da Procuradoria Jurídica (PJU) foram no sentido de levar o caso a julgamento pelo Colegiado da CVM.

Uma vez contextualizada a situação fático-jurídica dos autos, o Relator aduziu ser a análise adstrita à questão em tese, não adentrando ao exame das cláusulas e demais pormenores relacionados à operação, o que incumbirá à área técnica, caso necessário, no momento da investigação de suas condições, antes da realização do registro.

Em verdade, entendeu-se pela viabilidade jurídica da estrutura operacional, contudo, devido a motivos outros que não aqueles expostos pela Brazilian Securities, afastando, especialmente, a alegação de suposta possibilidade de analogia quanto a debêntures, e o pretense direito real indireto, erroneamente evocado.

A proposta de constituição de regime fiduciário, com a conseqüente separação do patrimônio que irá assegurar o título de crédito a ser emitido, consiste em fonte única de recursos dos eventuais adquirentes dos CRIs. Isso porque, conforme mencionado anteriormente, inexistente garantia adicional, tampouco faculdade aos beneficiários e demais credores executarem o patrimônio da securitizadora, na hipótese de o patrimônio segregado mostrar-se insuficiente.

¹¹⁴ BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União. Brasília, 17 dez. 1976. "Art. 53. A companhia poderá efetuar mais de uma emissão de debêntures, e cada emissão pode ser dividida em séries. Parágrafo único. As debêntures da mesma série terão igual valor nominal e conferirão a seus titulares os mesmos direitos".

Tem-se, portanto, que o ponto nevrálgico reside na: (a) “*possibilidade de haver um único patrimônio separado afetado a mais de uma série da mesma emissão*” e na (b) “*liberdade na fixação da forma de liquidação do patrimônio separado*”.

A Brazilian Securities é mera emissora dos CRIs, não tendo relação direta com os eventuais detentores dos títulos crédito. Tanto é assim que a sua própria insolvência não refletiria no patrimônio afetado, consoante artigo 15, parágrafo único, da Lei nº 9.514/1997.

Questionou-se, ainda, a necessidade de cada série ser profundamente regrada, com a especificação de suas respectivas características, de modo a esclarecer aos titulares seus direitos e restrições, particularmente no que diz respeito ao pagamento relativo ao patrimônio segregado.

Ventilou-se a aparente contradição legal ao tratar da separação do patrimônio. A dúvida consiste em compreender se tal patrimônio é afetado à emissão, ou separado por série.

O Relator, no entanto, não vislumbrou sentido em limitar cada patrimônio segregado a uma única série, tendo em vista cuidar-se de simples prerrogativa, por meio da qual é possível apartar para o titular do risco creditício da sociedade emissora, bem como permitir que a emissora não responda pela solvência dos CRIs. Dessa feita, o risco passa a vincular-se ao patrimônio afetado e à sua efetiva liquidação.

Afirmou-se, assim, que haveria liberdade para que um único patrimônio em regime fiduciário resguardasse duas série de CRI, contanto que relativas a uma mesma emissão, sendo desconhecida qualquer disposição de ordem pública que determinasse a vinculação exclusiva a apenas uma das séries previstas.

Ressalvou-se que os incisos II e III, respectivamente, dos artigos 10 e 11, da Lei em comento, falam em série no singular, por uma questão de estilo de linguagem do legislador, sem que esse detalhe possa significar a restrição de patrimônio apartado por série.

Pelo menos raciocínio, inferiu-se viável a emissão de CRIs de séries diferenciadas, em que algumas delas tivessem patrimônio segregado e outras, não. Tudo em virtude da liberdade de contratar, ínsita à natureza de direitos patrimoniais disponíveis das partes.

Também não foi verificado óbice sobre a disposição de que a série *Senior* teria direito a perceber o principal e os juros imediatamente depois da emissão, mensal, ao passo que a *Junior* teria que observar o prazo de dois anos de carência da subscrição, para só assim começar a receber o pagamento do principal e dos juros.

Notou-se que os pagamentos dos adquirentes de bens de raiz, componentes dos recebíveis no período de carência, serão designados para a criação de fundo de reserva que servirá para suprir as despesas e comissões correlatas à estrutura e à securitização, e, ainda, para a eventualidade de inadimplência ou insuficiência da percepção do principal e dos juros da série *Senior*. Isso devido ao fato de a emissão em regime fiduciário, desprovida de responsabilidade patrimonial da sociedade securitizadora, sempre demandar regulação a respeito da modalidade de liquidação do patrimônio separado no Termo de Securitização de Créditos, nos moldes do artigo 10, inciso V, da referida Lei.

É certo que há ampla discricionariedade em tal regulação, o que faz concluir pela viabilidade da liquidação apresentada pela estrutura, ora submetida à consulta. Confira-se:

Nessa linha, no Termo de Securitização de Créditos deverá ser regulada com precisão e minúcia a forma de liquidação do patrimônio separado e os detentores destes títulos se submeterão a esta forma, uma vez que o patrimônio separado não está sujeito ao regime da lei de falências e a relação está marcada pelo direito patrimonial disponível das partes, que no momento das subscrições se obrigam a respeitar. □ Ressalvo, contudo, que, como de costume, a colocação da 2^o série somente poderá se dar após a colocação da 1^a série.

Por todo o explicitado, o Relator entendeu que, em tese, inexistiria empecilho para a efetivação da estrutura, cabendo à área técnica investigar, de modo aprofundado, a observância das disposições legais e regulamentares, bem como fiscalizar a ampla divulgação no prospecto dos caracteres e das peculiaridades dos CRIs a serem emitidos, em especial no que toca aos fatores de riscos da operação.

6.3.2 Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2002/3032

O Processo número RJ 2002/3032¹¹⁵ versou sobre recurso interposto pela Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC) contra decisão da SRE de indeferimento de registro definitivo de CRI, por ausência de cumprimento de certos requisitos:

- i. averbação do Termo de Securitização da presente operação no Registro de Imóveis da matrícula do imóvel;□
- ii. menção à razão de troca entre as debêntures de emissão da Companhia Energética Paulista – EP e os CRI da presente emissão;
- iii. a situação do imóvel continuaria constando como não construído, o que é conflitante com a menção ao atendimento do § 1º do artigo 6º da Instrução CVM nº 284/98;
- iv. a espécie de operação originária informada não seria condizente com o disposto no artigo 6º da Lei nº 9.514/97;
- v. não haveria qualquer menção, no boletim de subscrição, à ciência do subscritor em relação ao teor do Termo de Securitização e seus anexos;
- vi. a operação de cessão de créditos não estaria enquadrada no artigo 6º da Lei nº 9.514/97.

Nesse interregno, foi determinada a suspensão da negociação dos títulos de crédito pela CVM, deliberando-se que a companhia securitizadora deveria proceder ao resgate e à inutilização de forma imediata, ainda que sem concordância dos adquirentes dos CRIs.

Tudo de acordo com o artigo 12, *caput*, da Instrução Normativa da CVM nº 284/1998, atualmente revogada pela Instrução Normativa da CVM nº 414/2004.

Inconformada, a CIBRASEC interpôs recurso, prestando esclarecimentos. Em primeiro lugar, sustentou ter apresentado o requerimento de averbação do Termo de Securitização perante o Registrado de Imóveis de Cotia/SP.

No que pertine à troca de debêntures, demonstrou o cálculo para a identificação da fração ideal de debêntures para cada CRI. Retificou a informação quanto à descrição do bem, a fim de fazer constar que já existia construção no imóvel.

Em atendimento à exigência da CVM, informou ter acrescentado no boletim de subscrição o conteúdo do Termo de Securitização e seus anexos. Realçou que

¹¹⁵ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2002/3032, Registro no Colegiado número 3760/02.** Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos. 13 maio. 2003.

tratar-se-ia sim de crédito oriundo de imóveis, visto que haveria cessão fiduciária, cujos recursos financeiros seriam captados por meio da ampliação e reforma da PCH Venâncio. A Usina foi edificada no terreno objeto de Matrícula da circunscrição do Registrador da Comarca de Laje do Muriaé, Estado do Rio de Janeiro. Paralelamente, foi constituída garantia na forma de alienação fiduciária, perante o Oficial de Registro da Comarca de Cotia, em São Paulo.

Foi juntada nota técnica, redigida pelo Superintendente Geral da Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP), sobre a abrangência do termo “crédito imobiliário”.

Nesse parecer, indicou ser imprescindível que o importe do empréstimo tenha destinação exclusiva para certo bem de raiz, para fins de classificação como crédito imobiliário, ou seja, os recursos disponibilizados ao devedor devem, inarredavelmente, ser aplicado na aquisição, ampliação ou reforma de bem imóvel.

Elucidou-se que a existência de dada garantia real, seja ela hipotecária ou na forma de alienação fiduciária, não transforma o crédito em imobiliário, sem necessário demonstrar que há uma destinação específica. Assim, inexistindo tal destinação, ainda que constituída garantia real, o crédito não será hábil a lastrear a emissão de títulos de créditos imobiliários causais, como o CRI.

Em contrapartida, a recorrente apresentou parecer em que entendeu-se pela admissibilidade de oferecimento de usinas hidrelétricas como garantia em operações de captação de recursos. Confira-se:

- i. todos os bens vinculados à concessão não podem ser cedidos, desmembrados ou vendidos sem autorização do poder concedente;
- ii. a Lei nº 8.987, em seu artigo 28, considera a necessidade de obtenção, pelas concessionárias, dos recursos para o desenvolvimento do objeto da concessão na celebração dos contratos de financiamento necessários, estando a concessionária autorizada a dar em garantia direitos emergentes da concessão, desde que não comprometa a operacionalização e a continuidade do serviço;
- iii. muitas autorizações têm sido concedidas pela ANEEL para viabilizar financiamentos, envolvendo bens e instalações vinculados às concessões para prestação de serviços de eletricidade;
- iv. não resta dúvida, no caso em consulta, que a disposição dos bens e direitos vinculados à concessão, tais como a cachoeira e as suas margens, obedecem ao mesmo princípio de permissibilidade, desde que autorizadas pelo poder concedente;
- v. tendo em vista que o contrato de concessão ainda não foi celebrado, a EP poderia solicitar desde já à ANEEL, que incluía disposição contratual assegurando expressamente que todos os direitos emergentes da concessão outorgada poderão ser dados em garantia de títulos ou valores mobiliários a serem emitidos pela concessionária, pelo prazo da concessão, para assegurar viabilidade econômica ao empreendimento;

vi. pelo exame da minuta de Contrato de Arrendamento, o direito relativo ao uso dos terrenos correspondentes às margens da Cachoeira da Fumaça, está desvinculado da concessão, sendo, em princípio livre a sua disposição que, nesse caso, não dependeria da autorização expressa da ANEEL.

Ao examinar a questão em tela, a Gerência de Registros (GER-1) compreendeu estar a documentação parcialmente em ordem, pois alguns pontos remanesciam prejudicados.

Em primeiro lugar, identificou que o contrato de venda e compra de energia elétrica não se encaixa no conceito de crédito imobiliário, de forma a violar o artigo 6º, *caput*, da Lei nº 9.514/1997. Em seguida, apontou a exigência de consentimento expresso do investidor, mediante boletim de subscrição, no qual tomaria ciência do teor do Termo de Securitização, visto que o mesmo crédito que compõe o patrimônio em regime fiduciário, em prol dos adquirentes dos títulos, figura como garantia à emissão privada de debêntures, cuja credora é a CIBRASEC.

Mostra-se imprescindível, portanto, fazer constar do referido boletim campo próprio para conhecimento do investidor, justamente, quanto à garantia compartilhada e a possibilidade de resgate dos CRIs com debêntures. Assinalou que a recorrente quer fazer crer que a natureza de crédito imobiliário é apurável a partir da destinação do recurso.

E, por essa exata interpretação, chega-se à conclusão de que a averbação do Termo de Securitização deveria ter sido feita na matrícula do imóvel de situação da PCH – Venâncio, em Muriaé, e não perante o Registrador de Cotia.

A PJU, por sua vez, entendeu que os contratos de fornecimento de energia elétrica ou debêntures seriam garantes da operação, conforme alegação da recorrente. Asseverou ainda que o crédito deveria ter como fonte, inerente e indissociável, imóvel ou bens pertencentes ao SFI, sendo o bem de raiz considerado como principal a gerar o acessório, direcionado ao mercado imobiliário.

Em verdade, a securitização de recebíveis se baseia na possibilidade de canalização de recursos junto ao público em geral, com lastro no fluxo de caixa das pessoas jurídicas criadoras dos créditos. E, na hipótese específica dos recebíveis imobiliários, por óbvio, a garantia decorrerá do fluxo de caixa oriundo do negócio imobiliário. Exatamente por isso que a PJU também apreendeu não poder classificar a comercialização de energia elétrica como tal, sob pena de afirmar que o faturamento de uma indústria poderia ser enquadrado como crédito imobiliário pelo

simples fato de ter sido produzido dentro de um bem de raiz: “*embora a geração de energia e sua comercialização constituam rendimentos de uma planta industrial ela não pode ser considerada como um crédito imobiliário*”. Logo, purgou pela manutenção do indeferimento.

Ponderadas todas as nuances do caso, o Relator decidiu que o recurso não merecia prosperar, passando a expor os fundamentos de seu posicionamento.

De antemão, sustentou que o não provimento se alicerça, basicamente, na origem estranha dos créditos que iriam garantir a emissão dos CRIs, em total desrespeito ao já mencionado artigo 6º, *caput*, da Lei nº 9.514/1997. Repisou o conceito legal de crédito imobiliário.

Mais uma vez esbarrou-se no equívoco da recorrente, ao nutrir a ideia de que a mera destinação do recurso seria capaz de delimitar a natureza do crédito como imobiliário.

Nessa mesma esteira, o Relator recorreu à manifestação apresentada pela PJU, a fim de evidenciar que a constituição de cessão fiduciária de recebíveis derivados do fornecimento de energia elétrica e o posterior emprego dos recursos daí captados na ampliação e reforma de usina hidroelétrica não têm o condão de transmutar a natureza do crédito industrial para imobiliário. Isso porque o escopo da lei foi determinar “*como crédito imobiliário aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário*”.

É imperativo que esses recebíveis sejam reflexo direto da exploração ou mesmo financiamento imobiliário, e não de certa atividade empresária desenvolvida pela pessoa jurídica receptora dos recursos, ainda que exercida em imóvel de seu domínio. Em outros termos, apesar de a geração de energia e seu respectivo fornecimento serem hábeis a gerar receita de uma “*planta industrial*”, certo é que tal receita não pode ser vista como um crédito imobiliário. A questão gira em torno da fonte creditícia, e não em torno de sua destinação.

Por outro lado, em relação à averbação do Termo de Securitização no Ofício de Registro de Imóveis competente, foi dada ênfase na divergência entre o lugar da averbação, na circunscrição de Cotia, e o local onde se daria a ampliação da usina, no Município de Itaperuna, em violação ao artigo 10, parágrafo único, da Lei em comento. Inferiu-se que foi eleita, erroneamente, a Serventia da sede da Companhia Energética Paulista, emissora das debêntures que garantem os CRIs, em vez daquela da situação da usina hidroelétrica.

É certo que as demais imprecisões enfrentadas nos autos foram corrigidas por meio da apresentação de novos documentos e informações, ao decorrer do processamento do recurso.

Entrementes, basta um único argumento, no caso a desclassificação do crédito, pelo fato de não ter natureza imobiliária, para obstar o pedido de concessão do registro definitivo dos CRIs da 10ª série, 2ª emissão da CIBRASEC. Assim, o Relator não proveu o recurso, mantendo-se a decisão de indeferimento da SRE.

6.3.3 Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2003/5639

O Processo número RJ 2003/5639¹¹⁶ versou sobre a repotenciação Central Geradora Hidrelétrica Henrique Portugal. A Maxpower do Brasil Ltda. visava captar recursos financeiros por meio da emissão de CRI, composto de duas séries, no valor total de R\$ 25.605.697,00 (vinte e cinco milhões, seiscentos e cinco mil, seiscentos e noventa e sete reais).

Nesse julgado, enfatizou-se, em primeira mão, que os CRIs, como títulos de crédito nominativos, escriturais e transferíveis, lastreados em créditos imobiliários, previstos pela Lei nº 9.514/1997, que disciplina o SFI, demandam o cumprimento de certos requisitos, para que possam ser validamente emitidos.

E, conforme disposto no artigo 3º da mesma Lei e mencionado anteriormente, é imprescindível a presença de uma sociedade securitizadora, a qual garantirá a operação de aquisição e securitização dos CRIs, bem como sua emissão e distribuição no mercado financeiro, tendo ainda a prerrogativa de subscrever outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com essas atividades.

Assim, a Brazilian Securities Companhia de Securitização veio a adquirir o CRI emitido pela Maxpower do Brasil Ltda., tendo como garantia a negociação do título feita com investidores, a saber, Fundação Sanepar de Previdência e Assistência Social (FUSAN) e Metruss Instituto de seguridade Social.

O CRI emitido pela Maxpower do Brasil Ltda. era, basicamente, lastreado por quatro diferentes espécies garantias, sendo elas: 1) garantia real representada pela

¹¹⁶ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2003/5639**. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente. 18 nov. 2003.

Alienação Fiduciária do imóvel objeto da operação – e todas as acessões, melhoramentos, construções e instalações que lhe forem acrescidos – da Maxpower à Brazilian Securities; 2) benfeitorias e equipamentos necessários à perpetuidade da exploração do potencial hidrelétrico da Central e de mais quatro usinas; 3) penhor de três parcelas da amortização Mensal do CRI; e 4) penhor da totalidade das quotas da Maxpower.

Não obstante as citadas garantias, a Maxpower caucionou à Brazilian Securities direitos creditórios, constituídos por força do Contrato de Compra e Venda de Energia Elétrica firmado com a Companhia Paulista de Força e Luz, CPFL Comercialização Brasil Ltda., fornecedora de energia elétrica, em 16 de dezembro de 2002, no mesmo valor de R\$25.605.697,00 (vinte e cinco milhões, seiscentos e cinco mil, seiscentos e noventa e sete reais), em parcelas mensais entre 13 de janeiro de 2003 e 13 de janeiro de 2015.

Seguindo os trâmites legais, a Brazilian Securities obteve o registro provisório da já mencionada distribuição pública, nos termos do artigo 5º da Instrução da CVM nº 284/1998.

Para finalizar o procedimento, era necessário perquirir o registro definitivo. Portanto, foi protocolizado pela emissora o pedido de registro definitivo da distribuição pública da 18ª e 19ª séries da 1ª emissão de CRIs de Brazilian Securities, respectivamente, nas seguintes condições: a) montante: R\$12.519.676,00 (doze milhões, quinhentos e dezenove mil, seiscentos e setenta e seis reais) e R\$13.086.021,00 (treze milhões, oitenta e seis mil e vinte e um reais); b) vencimento em 15 de janeiro 2016 e 13 de janeiro 2013; c) prazo de amortização de 156 (cento e cinquenta e seis) e 132 (cento e trinta e dois) meses; e d) quantidade de títulos: um certificado cada série.

Diante do requerimento enviado, coube à SRE deferir ou indeferir o registro definitivo.

Com base nos elementos constantes, a SRE expediu ofício, contendo exigências e impondo a apresentação dos contratos que originaram a relação a ser assegurada, com a finalidade de adequá-lo à legislação vigente, a saber, Lei nº 9.514/1997, Medida Provisória nº 2.223/2001¹¹⁷, esta última atualmente revogada

¹¹⁷ BRASIL. **Medida Provisória nº 2.223/2001, de 04 de setembro de 2001.** Dispõe sobre a Letra de Crédito Imobiliário, a Cédula de Crédito Imobiliário e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 05 set. 2001.

pela Lei nº 10.931/2004, bem como Instruções da CVM nº 13/1980¹¹⁸, 28/1983¹¹⁹ e 284/1998, sendo que o cerne da exigência se fundava na necessidade de esclarecimentos quanto a relação existente entre os valores oriundos do Contrato de Venda e Compra de energia elétrica firmado com a CPFL e a estrutura de CRIs em tela, pois essa sociedade não seria parte na Escritura Pública de Alienação Fiduciária, muito menos no Compromisso de Venda e Compra e Outras Avenças, pactuado por intermédio de instrumento particular, do qual derivaram os créditos imobiliários¹²⁰.

Em atenção ao ofício, a Brazilian Securities forneceu os esclarecimentos que entendia suficientes para sanar as divergências, tendo apresentado novos documentos.

Contudo, um segundo ofício foi expedido, reiterando as exigências não atendidas e formulando novas em virtude da documentação apresentada pela companhia. As principais questões que motivaram esse segundo ofício¹²¹ podem ser assim resumidas:

- a. não estava claro se o lastro da operação de CRIs pretendida era efetivamente um crédito imobiliário, condição indispensável nos termos do art. 6º da Lei 9.514, ou um crédito oriundo da venda de energia elétrica;
- b. havia divergência entre as cláusulas 6.2 do PPA e 3.1.a) do Contrato de Gestão, gerando dúvida quanto se existiam dois fluxos recebíveis idênticos ou apenas um fluxo de recebíveis oriundo de fornecimento de energia elétrica lastreando a emissão dos CRIs.

Novamente a Brazilian Securities respondeu o ofício com novas informações e incluiu um *Legal Opinion* elaborado pelo escritório Felsberg e Associados, no qual foram destrinchados os pontos controversos que motivaram os dois pedidos de esclarecimento.

Diante dos argumentos esboçados, a SRE ainda entendia que as dúvidas persistiam e solicitou o pronunciamento da PJU quanto à possibilidade de aprovação da operação em pauta, à luz do disposto no artigo 6º, *caput*, da Lei nº 9.514/1997. A PJU, seguindo a mesma linha, manifestou-se contra a admissibilidade da operação

¹¹⁸ BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 13, de 30 de setembro de 1980**. Dispõe acerca de aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os artigos 82 e 170, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

¹¹⁹ BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 28, de 23 de novembro de 1983**. Dispõe acerca do exercício da função de Agente Fiduciário dos Debenturistas.

¹²⁰ OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº 169.

¹²¹ OFÍCIO/CVM/SRE/GRE-2/Nº 297/2003.

em questão, posto que não se enquadra na hipótese do referido artigo, estruturando seus motivos, principalmente, no fato de que:

Não há qualquer contrato imobiliário em sentido jurídico estrito lastreando a emissão dos CRIs, eis que ausente a bilateralidade própria àquele tipo de ajuste e há, em verdade, apenas uma parte na pretensa transação imobiliária – e não duas, Maxpower e EP - qual seja a pessoa jurídica Arthemys Corp. Financial & Trading S/A, detentora de 99,995% das ações ordinárias nominativas de emissão da EP e da totalidade das cotas da Maxpower.

Desta feita, não restou alternativa à Brazilian Securities senão a interposição de recurso perante a CVM, tendo antes obtido efeito suspensivo sobre a decisão de indeferimento proferida pela SRE.

Assim, requereu-se a manutenção de tal efeito suspensivo e a reconsideração do entendimento manifestado pela SRE, para que fosse concedido o registro definitivo dos CRI emitidos.

Outrossim, a SRE, novamente, manifestou-se pela impossibilidade do registro diante da situação fática apresentada, vez que não houve exibição de nenhum documento que alterasse o principal motivo do indeferimento, qual seja, a indagação a respeito da efetividade de um crédito imobiliário cuja fonte consistisse em operação de venda e compra de bem de raiz entre sociedades empresárias ligadas e controladas pela mesma pessoa jurídica, de maneira a transparecer a ausência de negócio bilateral. Em outras palavras, inexistiria negócio jurídico imobiliário hábil a lastrear a emissão de CRIs.

A PFE reiterou seu posicionamento anterior, ao se pronunciar em atendimento a solicitação da SRE quando da apreciação do recurso. Comentou que o recurso apresentado pela interessada nada acrescentava à questão que continua padecendo do mesmo vício, pela inexistência de um negócio jurídico imobiliário bilateral entre partes efetivamente distintas, apto a garantir a emissão de CRIs.

Diante dos fatos narrados em sede de recurso, contrarrazões e manifestação da PFE, coube à CVM julgar a contenda, sabendo da importância e de eventuais reflexos em casos futuros que venham envolver situação similar àquela apresentada.

Quando da análise do mérito, a CVM superou, inicialmente, o principal motivo do indeferimento, já que o simples fato da Maxpower e EP serem controladas pela mesma empresa, Arthemys, não seria hábil a configurar de plano a alegada

confusão patrimonial. Outro argumento afastado foi o da imprevisibilidade da entrega do produto ofertado, uma vez que não estaria na alçada da CVM fazer juízo de valor sobre a assunção dos riscos assumidos pelas partes.

Com o afastamento das referidas questões, a CVM buscou verificar se o CRI, cujo registro definitivo de distribuição pública se pretende obter, lastreia-se em créditos imobiliários conforme exigido no artigo 6º *caput*, da Lei 9.514/1997.

Dada a ausência de definição legal sobre o que é crédito imobiliário, se faz necessário buscar a definição nos julgados. Assim, tem-se que no Processo CVM RJ2002/3032, estudado no subcapítulo anterior:

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

Esmiuçando o contrato celebrado, bem como as motivações para emissão do CRI, a CVM interpretou que estava lastreado por duas garantias:

- 1) um imóvel localizado no município de Santa Rita de Jacutinga e
- 2) pertenças relativas a esse imóvel, como "bens e direitos imóveis (incluindo as respectivas benfeitorias), veículos e demais bens móveis, bens intangíveis, contratos e aos direitos e obrigações relativos à locação ou arrendamento de bens móveis, direitos sobre imóveis de terceiros e demais ativos que compõem a Central, que estão à disposição da mesma ou que a ela se referem, discriminados no Anexo I ao presente contrato"

Diante disso, necessário definir se pertenças são direitos móveis ou imóveis, para posteriormente investigar se são hábeis a gerar crédito imobiliário. Fazendo menção a Pontes de Miranda, nota-se que:

Pertença não é parte integrante nem essencial, nem não essencial. O fim econômico da coisa prende a ela a pertença. Pertença é coisa ajudante, ainda que não seja propriedade do dono do prédio; pode a coisa, estante noutra coisa, pertencer ao mesmo dono, sem ser pertença da coisa. O que não é parte integrante da coisa, mas se destina a servir ao fim econômico ou técnico, de outra coisa, inserindo-se em relação específica, que corresponda a êsse serviço (relação de pertinencialidade), - salvo se a

transitoriedade do serviço, ou do uso do tráfico pré-exclui, ou exclui a relação específica – chama-se pertença¹²².

Já a definição legal encontra-se prevista no artigo 93, *caput*, do Código Civil: “*são pertenças os bens que, não constituindo partes integrantes, se destinam, de modo duradouro, ao uso, ao serviço ou ao aformoseamento de outro*”.

Assim, no presente caso há um terreno, bem imóvel, e suas pertenças. Estas, no entanto, dividem-se em pertenças imóveis (a usina e os ativos imóveis que a compõem; barragem, canal adutor, subestação e outros), e pertenças móveis (os ativos representados por bens móveis e demais bens móveis, contratos, direitos e obrigações relativos à locação ou arrendamento de bens móveis).

Diante disso, suplanta-se a apreciação da natureza jurídica dos bens objeto da promessa de compra e venda em que se funda a pretendida emissão definitiva de CRI, deduzindo-se que tal promessa não traduz, em sua integralidade, um crédito imobiliário. Não há, portanto, o lastro necessário ao título que se pretende emitir.

Com base nas decisões anteriores e diante da situação fático-jurídica apresentada, a CVM manteve a decisão da SRE em negar o registro definitivo do CRI emitido.

Ressalta-se que inovou-se no motivo da manutenção do indeferimento, posto que diverso daqueles apontados pela SRE e pela PFE. Conforme citado, a negativa se fundou na desobediência ao artigo 6º, *caput*, da Lei 9.514/1997, e não nas exigências anteriores.

6.3.4 Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2006/6905 e Decisão da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número 2007/0457

Nos Processos números RJ 2006/6905 e RJ 2007/0547¹²³, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários julgou recurso interposto pela Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização em desfavor de decisão proferida pela SRE, a qual

¹²² MIRANDA, Pontes de. **Tratado de direito privado**. Vol. II. 2. ed. Rio de Janeiro: Editora Borsoi, 1954. p. 113-114 *apud* RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2003/5639**. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente. 18 nov. 2003.

¹²³ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processos números RJ 2006/6905 e RJ 2007/0547**. Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade. 10 jul. 2007.

negou a concessão do registro definitivo de distribuição de CRIs da 2ª série, 1ª emissão.

A estrutura está relacionada com a securitização do fluxo de recebimento de alugueres de salas comerciais em *shopping center*, mediante a celebração de contratos locatícios.

Também foi indicado o fluxo de recebíveis decorrentes de novos direitos, quais sejam, alugueis que serão devidos pelos eventuais substitutos dos locatários atuais, pelos locatários que tiverem o prazo contratual prorrogado, por eventuais locatários que vierem a locar as lojas desocupadas no momento da cessão creditícia e pelos locatários que vierem a alugar as novas lojas, decorrentes da ampliação do *shopping*.

Quando da análise da operação, a SRE exigiu, por meio de Ofício, esclarecimento sobre a possibilidade dos títulos abrangerem direitos que ainda não se transformaram em crédito, posto que o artigo 8º, inciso I, da Lei nº 9.514/1997, o qual impõe a definição do devedor e do valor nominal de cada crédito, além de outras obrigações.

Não obstante a prestação de informações pela recorrente, a SRE manteve o indeferimento, em virtude das seguintes ponderações:

- i. não é possível, à luz do art. 8º da Lei 9.541/97, a securitização de direitos de crédito ainda não constituídos;
- ii. a Recorrente não negou este fato, antes respondeu à exigência feita dizendo *"que a operação foi estruturada com base na situação atual dos Direitos Creditórios existentes e com uma projeção nos novos direitos creditórios, sendo na condição atual todos os requisitos previstos na Lei, quanto na Instrução 414, estão preenchidos como se pode auferir do Termo de Securitização e seus anexos"*;
- iii. os créditos referentes a contratos já existentes (que vierem a ser devidos pelos locatários que vierem a substituir os atuais e por locatários que prorrogarem o prazo de vigência de seus contratos), se expressamente vinculados ao Termo de Securitização, podem servir de lastro à operação. Nesse sentido, *"os contratos no âmbito do processo CVM nº RJ-2006-4827, foi concedido registro definitivo de operação de CRI semelhante, em que todos os contratos-lastro da distribuição estavam vinculados ao respectivo termo de securitização, sem prejuízo da ocorrência da substituição de créditos, em decorrência da mudança de locatários"*; e
- iv. já os créditos relativos a contratos ainda não existentes (os que vierem a ser celebrados quanto às lojas que se encontravam desocupadas na data da cessão dos créditos e os que vierem a ser devidos pelos locatários futuros das lojas oriundas da expansão do shopping) não servem de lastro à operação *"dado que os respectivos contratos sequer foram celebrados e não estão vinculados ao Termo"*.

A Procuradoria Federal Especializada (PFE) junto à CVM também opinou pela impossibilidade de créditos ainda não constituídos lastrearem CRIs. Pontuou que eles não podem ser considerados sequer como futuros ou não *performados*, já que inexistente a mínima sinalização de que o instrumento jurídico tenha sido efetivamente celebrado. Há apenas mera expectativa quanto a eventual celebração de novos negócios jurídicos, prorrogação ou substituição dos já pactuados.

Outra discrepância diz respeito ao real valor dos alugueis cedidos, haja vista que, de início, constou do Termo de Securitização como valor nominal o importe de R\$ 19.226.129,59 (dezenove milhões, duzentos e vinte e seis mil, cento e vinte e nove reais, e cinquenta e nove centavos). Ocorre que o somatório dos recebíveis de todos os contratos apontados em seu Anexo I perfaz apenas o montante de R\$ 9.963.292,34 (nove milhões, novecentos e sessenta e três mil, duzentos e noventa e dois reais, e trinta e quatro centavos).

Como a composição do valor do aluguel se dá por meio de uma parcela fixa e outra variável, a depender do faturamento mensal da atividade empresarial desenvolvida pelos locatários, a SRE determinou que fosse apresentado um demonstrativo com estimativa da parte variável, com a finalidade de apurar os R\$ 11.895.195,68 (onze milhões, oitocentos e noventa e cinco mil, cento e noventa e cinco reais, e sessenta e oito centavos) remanescentes.

Em cumprimento à solicitação, a Recorrente esclareceu que o montante fixo corresponderia a R\$ 11.194.514,68 (onze milhões, cento e noventa e quatro mil, quinhentos e quatorze reais, e sessenta e oito centavos), divergindo, assim, dos R\$ 9.963.292,34 (nove milhões, novecentos e sessenta e três mil, duzentos e noventa e dois reais, e trinta e quatro centavos) inicialmente indicados.

Na oportunidade, informou que a diferença dos números se deve ao fato de que, no segundo cálculo, foi computada a variação do índice de preços decorrida e o valor pago pelo aluguel de dezembro. E, a partir do histórico de faturamento e nas projeções estimadas em laudo de avaliação, chegou-se ao resultado da parcela variável, na quantia de R\$ 1.614.767,68 (um milhão, seiscentos e quatorze mil, setecentos e sessenta e sete reais, e sessenta e oito centavos).

Logo, o valor final da soma dos créditos dos alugueres das lojas, desconsiderada eventual substituição por novos contratos, seria de R\$ 12.809.282,36 (doze milhões, oitocentos e nove mil, duzentos e oitenta e dois reais, e trinta e seis centavos).

Mais uma vez a SRE vislumbrou óbice à operação, pois o valor discriminado seria mais elevado do que aquele conferido à presente distribuição, e inferior ao nominalmente previsto no Termo. Manteve, portanto, o indeferimento.

O recurso se baseou, fundamentalmente, na indicação de supostos equívocos perpetrados pela SRE, ao interpretar os fatos, conforme a seguir transcrito:

- i. o conceito de crédito e de direito creditório adotado pela CVM não se coaduna com o que prevê a legislação vigente, o que *"acabou produzindo um silogismo com premissas equivocadas sobre a interpretação do que diz o art. 8º da Lei 9.514/97"*;
- ii. a interpretação deste dispositivo não deve ser feita de forma *"positivista e taxativa, mas sim sob a ótica de que as informações ali constantes são meramente exemplificativas, haja vista que, em outras oportunidades, a CVM se valeu da faculdade de não exigir que tais quesitos fosse observados na sua totalidade por alguns emissores"*;
- iii. *"a previsão do parágrafo acima se deve ao fato de ser prática comum no mercado de securitização de recebíveis com lastro pulverizado, não se proceder à identificação de todos os devedores dos créditos vinculados aos CRIs, no ato da emissão dos CRIs, incluindo-se, assim, de modo a sanar tal problemática, a previsão no Termo de Securitização de que os créditos da operação podem ser alterados, substituídos, ou até mesmo acrescidos, através de aditamentos do referido documento"*;
- iv. *"(...) ao se trazer um novo sujeito de direito para representação do crédito imobiliário, está se acrescentando um novo devedor para compor o lastro do referido CRI, que quando da emissão do referido valor mobiliário não havia sido identificado, não tendo sido observado nessa circunstância todas as disposições do dispositivo legal em questão"*; e
- v. nas operações de securitização realizadas com créditos imobiliários originados pela própria securitizadora não há a tradicional cessão de créditos, que é comum a quase todas as operações desse gênero, haja vista que os créditos já são de titularidade da própria securitizadora. Ao apreciar esse tipo de situação, a CVM não exigiu *"que todos os requisitos do art. 8º não fossem observados, pois o seu inciso I prevê que além da identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito, faz-se necessário a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido"* (cf. decidido no Processo CVM RJ 2001/1981, julgado em 14.05.2002).

Sobre os esclarecimentos adicionais relativos à suposta incongruência de valores, a recorrente certificou que as minutas contratuais foram, previamente, submetidas ao crivo da SRE. Delas constava condição suspensiva e interruptiva, em que os sócios do cedente alugavam a totalidade das lojas usadas para garantir a emissão, por todo o seu período de vacância, na hipótese de esta vir a acontecer, nos mesmos moldes do contrato vigente anteriormente.

Dessa feita, restariam mantidos índices de reajustes e valor do aluguel, durante o prazo de vencimento dos títulos ou até o momento em que fosse implementada referida condição resolutive, a saber, celebração de nova locação.

Por meio da medida acima narrada, os CRIs estariam resguardados por créditos decorrentes de contratos locatícios durante todo o prazo da operação, compondo as diferenças infirmadas pela SRE.

Ela defendeu, ainda, que os R\$ 19.226.129,59 (dezenove milhões, duzentos e vinte e seis mil, cento e vinte e nove reais, e cinquenta e nove centavos) equivalem ao montante correto, compreendendo a duração total da operação de 144 meses, e não somente o período de duração das locações já celebrada.

Advertiu que a sistemática de dimensionamento dos alugueis seria legalmente viável, tendo a SRE inclusive aceitado a mesma disposição quando do exame e deferimento da concessão de registro definitivo de outras estruturas.

Citou-se como exemplos os CRIs da 1ª série da 1ª emissão e os CRI da 3ª série da 1ª emissão, ambos da lavra da BI Cia Securitizadora de Créditos Imobiliários. Dessa forma, alegou não ser escorreito o indeferimento do registro ora pleiteado, quando situação jurídica idêntica à presente já foi anteriormente aprovada.

Questionou-se a definição de “crédito imobiliário”, concluindo tratar-se de uma espécie de direito que permite a alguém exigir certa obrigação de outrem. Isso tudo para criticar a acepção utilizada pela SRE, “*no sentido de expectativa de direito ainda não perfomado*”.

Explanou-se que os prazos primitivos contratuais, de fato, não cobririam todo o período previsto para a estrutura. Não obstante, a possibilidade de prorrogação seria da essência das locações comerciais, com evidente tendência à perpetuação dos contratos, o que, por si só, asseguraria o sucesso da operação. Foi feita alusão, inclusive, ao direito de renovação compulsória por parte locatário, na forma do artigo 51, *caput* e incisos, da Lei nº 8.245/1991¹²⁴.

Alertou-se que o ato constitutivo dos recebíveis teria como nascedouro os contratos iniciais, e não eventual prorrogação, que seria mero ato modificativo de negócio jurídico preexistente.

Destarte, para a recorrente, créditos locatícios futuros, já instrumentalizados, não podem ser tidos como mera expectativa de direito, posto que, repita-se, já constituídos pelas relações contratuais primevas, podendo sofrer, no máximo, modificações mediante renovações. O ponto central residiria na eficácia de tais créditos, e não nos planos de sua existência e validade.

¹²⁴ BRASIL. **Lei nº 8.245, de 18 de outubro de 1991**. Dispõe sobre as locações dos imóveis urbanos e os procedimentos a elas pertinentes. Diário Oficial da União. Brasília, 18 out. 1991.

Instada a pronunciar sobre o recurso interposto, a área técnica da SRE, novamente, manteve o indeferimento. Questionou-se a constituição do crédito, diferenciando-se o conceito de crédito da definição de direito de crédito, ainda não constituído.

Reconheceu-se que as estruturas mencionadas pela recorrente, a saber, 1ª e 3ª séries da 1ª emissão de CRI da BI Securitizadora de Créditos Imobiliários), "*foram indevidamente registradas e em desacordo com o entendimento da área técnica a respeito da correta formalização dos créditos imobiliários que lastreiam emissões de CRI*". Todavia, levou-se em consideração que erros pretéritos não justificam equívocos no futuro, em consonância com o artigo 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784/1999¹²⁵.

Verificou-se, porém, a possibilidade de emprego de contrato atípico de locação, contanto que os créditos dele derivados sejam hábeis a cobrir o valor nominal determinado no Termo de Securitização.

Em suma, a Gerência de Registros (GER-1) sugeriu a permanência do indeferimento, pelo não atendimento dos requisitos legais ao se prever a securitização de créditos considerados como ainda não-constituídos, sinalizados por meio de fluxo futuro de alugueres de lojas já construídas, somado ao fluxo futuro de créditos incertos. Em contrapartida, repisou-se inexistir qualquer oposição quanto ao mecanismo alternativo de celebração de novos contratos atípicos de locação.

Relatados todos os fatos relevantes que circundam o recurso ora estudado, inicia-se a análise do voto do Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade.

Primeiramente, fixou-se como problemática central a possibilidade ou não de se emitir CRIs com lastro em "*créditos ainda não constituídos*", pautadas apenas em "*expectativa de celebração de novos contratos e de prorrogação ou substituição dos existentes*".

¹²⁵ BRASIL. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999**. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Diário Oficial da União. Brasília, 29 jan. 1999. "Art. 2º A Administração Pública obedecerá, dentre outros, aos princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência. Parágrafo único. Nos processos administrativos serão observados, entre outros, os critérios de: (...) XIII - interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação".

Recordou-se que, no Processo número RJ 2001/1981¹²⁶, em 14 de maio de 2002, o Diretor Relator, Wladimir Castelo Branco julgou pela possibilidade de alugueis locatícios figurarem como créditos imobiliários, para fins de securitização.

Já no Processo número RJ 2002/3032¹²⁷, em 13 de maio de 2003, novamente foi debatida a acepção correta do termo “crédito imobiliário”. E, ali, o Diretor Relator, Luis Antonio de Sampaio Campos, decidiu ser aquele originário da exploração de bem de raiz, ou mesmo de financiamento de imóvel. Em outras palavras, “*tem por origem a exploração de um imóvel, e não aquele que representa uma dívida tomada para investimento em imóvel, que seria imobiliário por força de sua destinação*”¹²⁸.

Por outro ângulo, na esfera dos Fundos de Investimentos de Direitos Creditórios (FIDCs), cujas quotas são alienadas a investidores qualificados, discutiu-se a diferenciação entre créditos em si e direitos creditórios. Confira-se:

[...]

[a] regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque freqüentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período. (Processo CVM RJ 2004/6913, de que fui Relator, decidido em 04.10.2005).

6. Finalmente, com a edição da Instrução 444/06, que disciplina os FIDC não padronizados, ficou claro que os direitos creditórios podem ter por objeto créditos "de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas" (art. 1º, §1º, VI). Assim, a regulamentação estabeleceu que mesmo os direitos creditórios deverão ter por base relações já existentes, embora a existência do próprio crédito e

¹²⁶ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2001/1981**. Diretor Relator Wladimir Castelo Branco. 14 maio. 2002.

¹²⁷ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2002/3032, Registro no Colegiado número 3760/02**. Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos. 13 maio. 2003.

¹²⁸ O Relator explicava, no voto, o raciocínio da parte postulante: "A recorrente sustenta que o crédito imobiliário é caracterizado pela destinação do recurso, ou seja, o crédito deveria ser considerado imobiliário se os recursos que geram o direito de crédito forem dirigidos a um determinado imóvel. Nessa linha, a recorrente entende que a operação é imobiliária porque o crédito foi constituído através de cessão fiduciária de recebíveis decorrentes da comercialização de energia elétrica, sendo os recursos financeiros oriundos da cessão canalizados para a ampliação e reforma de usina hidroelétrica". E concluiu: "Nesse passo, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel ou do financiamento do imóvel, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta. Ou, como destaca a PJU, embora a geração de energia e sua comercialização possam constituir receita de uma "planta industrial", não pode tal receita ser considerada como um crédito imobiliário".

seu montante possam ser incertos¹²⁹.

A partir dessas observações, o Relator filiou-se à interpretação dada ao artigo 8º da Lei nº 9.514/1997 pela área técnica, baseando-se na necessidade de créditos já constituídos, e não simples direitos creditórios, servirem de lastro para a emissão dos títulos.

Reiterou-se que contratos de locação ainda não celebrados quanto a lojas desocupadas, ou mesmo quanto àquelas ainda não edificadas, não podem sequer ser tidos como direitos creditórios. Ressalvou-se, entretanto, que eventuais renovações de locações já instrumentalizadas poderiam ser vistos como simples direitos creditórios. Em ambas as hipóteses, porém, não há que se falar em créditos imobiliários.

Ademais, o devedor e o valor nominal de tais créditos deverão ser discriminados no Termo de Securitização, juntamente com a descrição do imóvel e a indicação do Ofício de Registro Imobiliária no qual esteja matriculado, requisitos legais esses que não poderiam ser preenchidos no presente caso.

Franqueou-se, no entanto, a possibilidade de créditos não performados darem azo a operações realizadas por meio do FIDC, desde que a relação jurídica já esteja estabelecida, segundo Instrução Normativa da CVM nº 444/2006¹³⁰.

Admitiu-se, assim como a SRE, que operações similares obtiveram a concessão do registro definitivo de CRIs, por puro descuido.

Frisou-se, mais uma vez, que equívocos no passado não legitimam a prática dos mesmos erros no futuro. Não há direito adquirido ao engano. Dessa feita, detectada falha pretérita, a CVM deve diligenciar-se no sentido de impedir que esta venha a se repetir.

Elidiu-se a aplicação do citado artigo 2º, parágrafo único, inciso XII, da Lei nº 9.784/1999, pelo fato de se relacionar a cominação de sanções ou questões que reflitam nas relação entre administrado e terceiros, e não a concessão definitiva de registro.

¹²⁹ *Anote-se, como consta de meu voto no processo CVM RJ 2004/6913, que os "créditos futuros, por sua vez, podem representar (e freqüentemente representam), quando de sua cessão para o fundo, a contraprestação pela entrega futura de produtos ou serviços. Tais créditos são normalmente denominados de não performados, em oposição àqueles (performados) em que já existe uma obrigação de pagamento por parte do devedor desvinculada de qualquer conduta do credor."*

¹³⁰ BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 444, de 08 de dezembro de 2006.** Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados.

Divergindo parcialmente do entendimento da GER-1, encontrou-se óbice na proposta alternativa da recorrente, ao exibir "*Contrato Atípico de Locação com Condição Suspensiva e Interruptiva e Outras Avencas*", cujo objeto consiste em locar até 24% das lojas individualizadas no Anexo I, conforme cláusulas primeira e terceira.

A condição suspensiva corresponde, na realidade, à locação das lojas a terceiros, sujeitando o valor e o começo do cômputo do prazo contratual, na forma da cláusula quarta. Já a condição interruptiva diz respeito a novos contratos locatícios de lojas específicas, nos parâmetros da cláusula quinta. Por fim, o Relator alertou que:

O contrato é, na verdade, uma tentativa de contornar o conceito de créditos imobiliários da Lei 9.874/99 que, como visto, é restritivo. Pelas razões antes expostas, não me parece que os créditos constituídos por meio desse contrato atípico de locação sejam passíveis de securitização via CRI. Tais créditos, a meu juízo, não têm origem na exploração do imóvel, mas apenas representam uma dívida das pessoas físicas dos controladores da Evecar Empreendimentos e Participações Imobiliárias Ltda. — detentora de fração de 24% das lojas e cedente dos créditos — em relação a esta empresa. Em outras palavras estaríamos falando de créditos imobiliários por força da destinação, na linha do precedente do Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003. Quando muito, a meu juízo, poder-se-ia considerar o contrato como documento de base para futura emissão de direitos creditórios não padronizados para efeitos da Instrução 444/06. Adicionalmente, o contrato não resolve a questão das lojas que vierem a ser construídas em decorrência do plano de expansão do shopping, que não podem, dado que ainda não existem, ser identificadas.

Desprovido, portanto, o recurso, de maneira a manter a decisão impugnada.

6.3.5 *Decisão do Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários no Processo número RJ 2008/10219*

No Processo número RJ 2008/10219¹³¹, a GER-1, por meio de manifestação (SRE MEMO/SRE/GER-1/Nº 250/2008) elaborada por Flavia Mouta Fernandes, Gerente de Registros 1, encaminhou pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de CRIs à Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. A referida operação teve a Brazilian Securities S.A. como emissora.

¹³¹ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2008/10219**. Superintendente de Registro de Valores Mobiliários Felipe Claret da Mota. 23 out. 2008.

O requerimento da companhia consistiu, em síntese, na dispensa do registro de oferta pública de distribuição do CRI da 108ª série. A fundamentação repousou no disposto no artigo 4º, § 1º, da Instrução Normativa da CVM nº 400/2003¹³².

Em termos numéricos, tem-se que tal oferta apresentou certas peculiaridades, por cuidar-se de distribuição de 27 CRIs da 1ª emissão, 108ª série, tendo cada um deles o valor unitários de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Logo, o valor total perfazia o montante de R\$ 27.000.000,00 (vinte e sete milhões de reais).

O lastro seria originário de créditos relativos a Contrato de Locação Atípico, do tipo *built-to-suit*, com a conseqüente emissão de CCI. Tal contrato versa, portanto, sobre aluguel e construção de bem de raiz, sob encomenda, em terreno sem benfeitorias, de propriedade da única cedente, WB Administração de Imóveis Ltda, com estabelecimento empresarial em Amparo, São Paulo, onde se localizada o imóvel.

A única devedora é a própria locatária, Química Amparo Ltda., também sediada em Amparo. Já os destinatários seriam quatro investidores específicos e qualificados, pessoas naturais, todos membros de um mesmo núcleo familiar. Por sua vez, a Oliveira Trust DTVM S. A. figura como agente fiduciário e custodiante.

Delimitou-se que, de acordo com o artigo 9º da Lei nº 9.514/1997, a companhia securitizadora instituiu o regime fiduciário sobre os créditos envolvidos.

É sabido que nos casos de dispensa de registro em oferta pública, eventual alienação dos CRIs dentro do mercado secundário deverá ser precedida de registro,

¹³² BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. “Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução. § 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida: I – REVOGADO; II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º); IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais; V - características da oferta de permuta; VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados”.

consoante artigo 2º, § 2º, da mesma Instrução¹³³, artigo esse atualmente revogado pela Instrução da CVM nº 482, de 5 de abril de 2010¹³⁴.

No que concerne às alegações básicas da companhia emissora, tem-se, de antemão, a indicação de exclusividade na oferta, por ter sido direcionada especialmente a quatro investidores qualificados, como antes já demonstrado, os quais possuem um histórico de convergência de interesses em seus investimentos pessoais.

Essa situação estaria equiparada àquela de lote único e indivisível, afinada à interpretação dada pela CVM quando se trata de investidores de um mesmo grupo econômico.

Com esses argumentos e ainda com fulcro no artigo 5º, inciso II, da Instrução da CVM em questão¹³⁵, a sociedade emissora insistiu na aplicação de dispensa automática de registro de oferta pública. Além disso, sustentou que:

- O valor unitário das cotas, da ordem de R\$ 1 milhão;
- O público destinatário da oferta, composto por apenas 4 investidores qualificados, pré-determinados, membros de uma mesma família;
- A declaração, a ser firmada por cada investidor, assumindo que: (a) tem conhecimentos em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos envolvidos na operação e que são capazes de assumir tal risco; (b) tiveram amplo acesso às informações necessárias e suficientes para avaliar o investimento; e (c) têm conhecimento da dispensa de registro da oferta na CVM e das restrições à negociação dos CRI em mercado secundário, nos termos do art. 4º, § 4º, III da Instrução CVM nº 400.

¹³³ “Art. 2º Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução. (...) §2º Podem, ainda, ser negociados em bolsa de valores ou mercado de balcão valores mobiliários que não se enquadrem nas hipóteses do § 1º, desde que sejam previamente submetidos a registro de negociação ou a sua dispensa, nos termos do art. 21, incisos I e II, da Lei nº 6.385/76, mediante apresentação de prospecto nos termos desta Instrução”.

¹³⁴ BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 482, de 05 de abril de 2010. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

¹³⁵ “Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição: (...) II - de lote único e indivisível de valores mobiliários”.

Logo, na concepção da recorrente os caracteres acima expostos bastariam para justificar a dispensa do registro da oferta pública, consoante artigo 4, § 4º, incisos I, II e IV, da dita Instrução¹³⁶.

A Gerente de Registro 1, por sua vez, enfrentou o ponto controverso consistente na possibilidade ou não da dispensa automática do registro em oferta pública, com alicerce no já citado artigo 5º, inciso II, face à insistência da área jurídica da companhia securitizadora.

A tese por esta defendida se baseava, como visto, na configuração de interesse único e indissociável, por se tratar de um conjunto uno de destinatários investidores, reunidos pelo mesmo clã familiar, de molde a atender o requisito legal de lote único e indivisível.

Foi feita referência, ainda, ao caso emblemático do Everest FIDC Multicrédito, objeto do Processo número RJ 2007/370, em que houve a dispensa do registro, conforme mesmo artigo, para determinado fundo voltado a investidores qualificados, também pessoas naturais, componentes de uma mesma entidade familiar.

A Gerente realçou que o precedente mencionado versava, em verdade, sobre fundo aberto, sendo que a sua oferta pública não se submeteu ao registro na CVM em virtude do expressamente previsto no artigo 21 da Instrução da CVM nº 356/2001¹³⁷. Além disso, as dispensas deferidas atingiram somente requisitos da oferta.

¹³⁶ Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução. (...) §4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte: I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que: a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos; b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso; II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição, ou no termo de adesão e ciência de risco, no caso de oferta de cotas de emissão de fundos de investimento; e (...) IV - os prazos de análise previstos no § 3º do art. 13.

¹³⁷ BRASIL. Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

Sem embargo, o *leading case* do FIDC Everest gera, verdadeiramente, dúvidas e obscuridades sobre a real interpretação dos conceitos de “*interesse único e indissociável*” e “*lote único e indivisível*”, merecendo alguns esclarecimentos.

De forma preliminar, tem-se a imposição de dois requisitos cumulativos, quais sejam, destinação do fundo a um investidor único ou a um grupo econômico específico, e expressa vedação quanto à negociação das quotas no mercado público.

In casu, o reconhecimento da existência de interesse entre os indivíduos, componentes de uma mesma família, com o consequente cumprimento do primeiro requisito, ficou indicado na passagem a seguir, reproduzida na reunião do Colegiado de 3 de abril de 2007:

A oferta pública de cotas do referido fundo independe de registro na CVM, nos termos do art. 21 da Instrução 356, combinado com o disposto no art. 5º, caput, da Instrução 400, haja vista tratar-se de colocação de cotas de fundo aberto exclusivamente junto a *pessoas vinculadas por interesse único e indissociável*.

Então, nesse julgado, restou evidenciado o interesse pelo fato de o público alvo do FIDC Everest ser formado por “*integrantes do grupo econômico do Administrador e/ou membros da família Safra, parentes em 1º grau*”, de maneira a atender a exigência legal.

E mesmo entendimento foi adotado nos autos do Processo CVM número RJ 2006/7974¹³⁸, quando do julgamento do recurso contra a decisão que indeferiu o pedido de dispensa de registro de distribuição pública de quotas de emissão do Bancorp FIDC Multisegmentos, tendo sido ratificado pelo Colegiado em reunião datada de 22 de novembro de 2006 e pela Deliberação da CVM número 535, de 27 de fevereiro de 2008.

É possível concluir, portanto, que a concessão da dispensa de elaboração e atualização de relatório de classificação de risco para esses fundos exigiu, justamente, a comprovação do “*interesse único e indissociável*” entre os quotistas, em observância ao artigo 23-A, inciso I, da Instrução da CVM nº 356/2001.

Nessa linha de pensamento, infere-se que a dispensa automática não se aplica ao CRI em exame, mesmo levando-se em consideração os laços familiares

¹³⁸ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2006/7974**. Superintendente de Registro de Valores Mobiliário Carlos Alberto Rebello Sobrinho. 1º out. 2006.

existentes entre os investidores destinatários. Tudo porque, como visto, a definição de "*interesse único e indissociável*" requer o quadro de comando único de dado controlador comum, o que não acontece no caso vertente.

Apenas a título de exemplificação, destaca-se o pedido de dispensa de registro no caso do FIDC Macro Fund, Processo número RJ 2008/7014¹³⁹, em que foi proferida decisão pelo Colegiado, em 14 de outubro de 2008, afastando a tese de "*interesse único e indissociável*", mesmo com a presença de três quotistas, com vínculo de parentesco entre si.

No que concerne, especificamente, ao tão mencionado artigo 4º, § 1º, da Instrução da CVM nº 400, foi esclarecido que:

De fato, as características da emissão permitem seu enquadramento nas hipóteses previstas no §1º, II, VI e VII e no § 4º, I, II e III do art. 4º da Instrução CVM nº400, conforme as alegações da Emissora.

Não obstante, notamos que as disposições e justificativas alegadas vêm sendo adotadas, pela CVM, para concessão de dispensa de requisitos em ofertas públicas, mas não para a concessão da dispensa de registro da oferta propriamente dita, não se conhecendo nenhum precedente dessa natureza.

Para estancar a incerteza, foi proposto que o pedido fosse apreciado não apenas com base no artigo 4º da Instrução da CVM nº 400, porém ainda em conformidade com as regras expressas na minuta de tal Instrução, a qual regulamenta "*ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos, atualmente em audiência pública*".

A minuta traça nova diretriz regulatória, ao estabelecer condições para dispensa automática. Ela isenta de registro na CVM as ofertas públicas direcionadas a um número limitado de investidores qualificados, restringindo a sua procura a cinquenta destinatários, e a subscrição dos valores a vinte adquirentes. Essa norma incide sobre CRIs, títulos de dívida e quotas de fundos de investimento.

Apesar das novas regras ainda estarem em fase de audiência pública, é indubitável que objetivam aniquilar as inseguranças causadas pela amplitude da definição de oferta pública, transmitindo aos subscritores a certeza necessária a dadas circunstâncias de que o registro perante a CVM será dispensado.

¹³⁹ RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2008/7014**. Superintendente de Registro de Valores Mobiliário Felipe Claret da Mota. 2 out. 2008.

Nessa esteira, chega-se à conclusão de que a oferta ora proposta possui esforços restritos, encaixando-se, perfeitamente, às disposições da minuta, de forma a merecer a dispensa.

Então, proferiu-se decisão nos seguintes termos:

Pelo acima exposto, somos favoráveis à concessão da dispensa de registro de oferta pública, com base: (i) no valor unitário dos CRI, da ordem de R\$ 1 milhão; (ii) no público-alvo da oferta, composto por apenas 4 investidores qualificados, membros de uma mesma família; (iii) na previsão, contida no item 3.8.3 do Termo de Securitização, de que a eventual negociação dos CRI no mercado secundário deverá ser submetida a registro para negociação, nos termos do art. 2º, § 2º da Instrução nº 400, na hipótese de concessão da dispensa de registro de oferta pública.; e (iv) nas diretrizes estabelecidas na minuta de Instrução que dispõe sobre ofertas públicas distribuídas com esforços restritos.

6.3.6 Sentença no Procedimento Administrativo de Dúvida Registral número 583.00.2005.122267-8

No Procedimento Administrativo número 583.00.2005.122267-8¹⁴⁰, houve suscitação de Dúvida Registral pelo Quarto Ofício de Registro de Imóveis da Comarca da Capital de São Paulo, na forma do artigo 198, *caput*, da Lei nº 6.015/1973¹⁴¹, na qual figurou como suscitada a sociedade BETA SECURITIZADORA S/A.

O título objeto de qualificação negativa pela Registradora de Imóveis consistia em instrumento particular de contrato atípico de locação de imóveis para fins não residenciais, acompanhado de termos de securitização de créditos imobiliários para emissão de CRIs.

Com a operação cristalizada no contrato acima descrito, a sociedade suscitada, proprietária e locadora de dois imóveis matriculados no Quarto Ofício, transformou-se em credora da instituição financeira locatária, qual seja, BANIF BANCO INTERNACIONAL DO FUNCHAL (BRASIL) S/A. E o crédito ali representado foi colocado no mercado de valores imobiliários, mediante a expedição de CRIs, assegurados pela instituição de regime fiduciário. É certo que, para que tal

¹⁴⁰ SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, Primeira Vara de Registros Públicos da Capital. **Procedimento Administrativo número 583.00.2005.122267-8**. Juiz de Direito Venício Antonio de Paula Salles. 22 dez. 2005. DOE 14 fev. 2006.

¹⁴¹ BRASIL. **Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973**. Dispõe sobre os registros públicos, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 31 dez. 1973.

regime surta seus devidos efeitos jurídicos, mostra-se necessário proceder à averbação do termo de securitização na matrícula do respectivo imóvel, nos moldes do artigo 10, parágrafo único, da Lei nº 9.514/1997¹⁴². Logo, a garantia da liquidação dos títulos de crédito foi materializada pela alienação fiduciária dos imóveis envolvidos, com a participação de agente fiduciária, Oliver Trust DTVM S. A., como “*representante da comunhão dos beneficiários*” dos CRIs.

Por outro lado, a Oficiala de Registro negou o acesso do termo de securitização ao fôlio real, expedindo nota de exigência, com base em três argumentos, a saber, as securitizadoras estariam assegurando crédito próprio; o crédito locatício não seria tipicamente crédito imobiliário; e o fato de o agente fiduciário estar na condição de “*representante da comunhão dos titulares*” dos CRIs.

Em obediência aos trâmites decorrentes da suscitação da dúvida, os documentos apresentados a registro foram processados e a suscitada apresentou sua impugnação. Sustentou que os imóveis adquiridos eram destinados a uso comercial e que foram locados à BANIF, a qual assumiu a obrigação de pagar treze prestações anuais.

Chamado a participar do processo, o Ministério Público opinou pela improcedência da dúvida registral, retornando os autos ao juiz para apreciação e julgamento.

Essa é a síntese dos fatos narrados na decisão.

Conforme se extrai da decisão, reitera-se que a suscitada firmou termo de securitização de créditos imobiliários para emitir CRIs, instituindo regime fiduciário, com a contratação de sociedade especializada para atuar como agente fiduciária (Oliver Trust DTVM S/A). Promoveu-se, dessa forma, garantia adicional aos investidores, alienando fiduciariamente os imóveis ao agente fiduciário.

¹⁴² BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 24 nov. 1997. “Art. 10. O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos, que, além de conter os elementos de que trata o art. 8º, submeter-se-á às seguintes condições: I - a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; II - a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão; III - a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos; IV - a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; V - a forma de liquidação do patrimônio separado. Parágrafo único. O Termo de Securitização de Créditos, em que seja instituído o regime fiduciário, será averbado nos Registros de Imóveis em que estejam matriculados os respectivos imóveis”.

No que diz respeito ao CRI, a suscitada obteve da CVM o registro provisório para sua emissão, o que permitira a alienação dos papéis. Logo, de acordo com o previsto no artigo 167, inciso I, item 3, da Lei nº 6.015/1973 (Lei de Registros Públicos), foi apresentado à Registradora da Capital do Estado de São Paulo o contrato de locação para registro, bem como o termo de securitização, para fins de averbação de tal termo e registro da alienação fiduciária. Isso tudo para que o registro provisório concedido pela CVM passasse a ser permanente.

Adentrando no mérito da decisão proferida, o Juiz passou à análise da situação fática, aduzindo que:

O REGISTRADOR IMOBILIÁRIO cumpre seus desígnios ligados à QUALIFICAÇÃO dos títulos levados à *registro lato sensu*, devendo necessariamente realizar todo o controle intrínseco da 'legalidade', aplicando, quando o caso, os princípios que regem o sistema registral. A qualificação registral, atributo que confere AUTONOMIA aos REGISTRADORES, possui limites, pois neste mister, a análise não pode ser feita em substituição da apreciação, igualmente independente, realizada por outras esferas ADMINISTRATIVAS.

É o que ocorre quando a questão se encontrar centrada em um estudo de índole TRIBUTÁRIO, quando o Oficial Registrador, deve examinar a regularidade dos valores, a efetivação do recolhimento, mas não pode, em oposição ao entendimento do usuário, controlar o '*quantum debeatur*'.

Portanto, a qualificação não se presta para substituir outras esferas, como a fiscal e a financeira, mormente porque tais instâncias envolvem estruturas próprias para a discussão administrativa.

(...)

Os C.R.I.s emitidos com lastro em contrato de locação, garantido com a constituição de um AGENTE FIDUCIÁRIO, e adicionalmente com a alienação fiduciária dos imóveis locados a este AGENTE, devem acessar ao REGISTRO DE IMÓVEIS, que não pode questionar todo o contexto aprovado pela C.V.M.

É certo que o Magistrado entendeu pela extrapolação de limites da autonomia registrária ao realizar qualificação negativa do presente título. Nessa seara, importante analisar a Lei nº 9.514/1997, cujo artigo 2º indica caber à CVM, na condição de Autarquia Federal¹⁴³, proceder ao controle e monitoramento de todo o aparato do SFI, podendo credenciar entidades para nele operar e fixar condições para funcionamento das companhias securitizadoras.

É, pois, competência legal da CVM fiscalizar o funcionamento das entidades securitizadoras, autorizando previamente a emissão de títulos para que estas

¹⁴³ BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União. Brasília, 07 dez. 1976: "Art. 5.º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda".

venham colocar em circulação.

Ou seja, é nesse momento que é feita a análise administrativa do título, com a determinação ou não de sua emissão. Inclusive, tal análise não pode ser revista nem mesmo pelo Poder Judiciário, no âmbito da seara jurisdicional. Com muita mais razão, é possível asseverar a impossibilidade do reexame na esfera do exercício correicional, em que as decisões eventualmente proferidas em Procedimento de Suscitação de Dúvida têm caráter apenas administrativo, sem formação de coisa julgada material.

Em contrapartida, o Julgador elogiou a cautela da Registradora, tendo em vista que a decisão da CVM motivadora da emissão provisória dos títulos apresentou certas impropriedade e equívocos.

Em seu contexto o 'julgador' destaca que a aquisição a que alude o art. 3º da Lei 9.514, não envolve necessariamente aquisição originária, sendo, destarte, admissível a aquisição 'derivada'. Esta ponderação revela uma certa confusão de conceitos, não tendo o técnico da C.V.M. perfeita noção do conteúdo da tais conceitos, pois toda e qualquer aquisição de 'recebíveis', é necessariamente derivada de uma outra titularidade, e esta noção não envolve a questão da locação. Não são originárias as aquisições propriamente ditas e derivadas as decorrentes de locação e arrendamento. Locação nunca será uma forma de aquisição. Conforme 'De Plácido e Silva' em seu consagrado 'dicionário jurídico', 'a aquisição ora se diz originária ora derivada, designação que indica, também, o modo por que a mesma se opera'.

'Originariamente ou primitivamente a aquisição se mostra mais propriamente como uma apropriação ou ocupação da coisa sem dono (res nullius). É o jus *primi occupantis*. E por ele, o direito do adquirente resulta do ato ou fato desta aquisição, de quando também começa, sem qualquer relação ao *statu quo* anterior da coisa adquirida'.

'A aquisição derivada, quando, tendo dono, a coisa é transferida deste para o adquirente'.¹⁴⁴

Apurou-se a imprecisão do consultor da CVM, uma vez que é considerada como derivada a aquisição filiada a titularidade primitiva. Por outro prisma, tem-se que o Legislador permitiu somente a securitização de recebíveis adquiridos por terceiros, afastando a possibilidade de securitização em relação a créditos locatícios.

Ademais, o SFI tem como função precípua apresentar ferramentas eficientes e facilitadoras de financiamentos que visem à aquisição de bens de raiz, e não o incentivo ao mercado locatício.

Não obstante, correta ou erroneamente, a análise do mérito da emissão foi

¹⁴⁴ SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, Primeira Vara de Registros Públicos da Capital. **Procedimento Administrativo número 583.00.2005.122267-8**. Juiz de Direito Venício Antonio de Paula Salles. 22 dez. 2005. DOE 14 fev. 2006.

procedida pela CVM, a qual aprovou a operação, atribuindo entendimento inusitado à questão, *“passando a incentivar a emissão de títulos escorados na Lei 9.514, que não compõe 'créditos imobiliários' em sua origem”*.

Diante de todo o narrado, pode-se concluir que o Magistrado Venício Antonio de Paula Salles julgou a dúvida apresentada como improcedente, determinando o registro do título e as averbações decorrentes, por meio de sentença proferida em 22 de dezembro de 2005, com publicação no Diário Oficial Estadual em 14 de fevereiro de 2006.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Por todo exposto foi possível averiguar, já no primeiro Capítulo, que o Direito Cambiário é sub-ramo extremamente importante do Direito Comercial, atualmente chamado de Empresarial, tendo em vista que os títulos de crédito promovem a mobilização e a circulação de riquezas.

Percebeu-se que, dentro do Direito Privado, em particular no campo obrigacional, o crédito visto como tudo aquilo que não comporta discussão, sendo precisamente delimitado em acordo prévio. Em termos etimológicos, a palavra “crédito” advém do verbo latino *credere*, de forma a significar a ação de “crer” ou “acreditar”. Partindo-se daí, percebe-se que o *creditum* constitui o produto originário daquilo que se crê ou acredita, com a mais absoluta confiança.

Em outras palavras, o crédito decorre da confiança que determinado credor coloca em certo devedor e nas ferramentas jurídicas que lhe dão confiança. Acrescenta que, sob o prisma econômico, é a troca de um bem presente por outro futuro que possibilita, por sua função, o incremento da atividade empresária em seus vários segmentos.

Nesse contexto, apurou-se que os títulos de crédito sempre desempenharam relevante função no âmbito dos negócios jurídicos em geral. Com o seu surgimento, o mundo hodierno pôde mobilizar riquezas, ultrapassando as fronteiras de tempo e espaço, sem deixar de lado, contudo, a certeza e a segurança necessárias.

Eles trouxeram novos contornos às práticas mercantis, de forma a valorizar sobremaneira o instituto do crédito. E vêm permitindo ainda o fomento da atividade comercial, atualmente denominada empresária, devido à adoção da teoria da empresa pelo Código Civil vigente.

Notou-se, assim, que a economia moderna é fundamentalmente creditícia, tendo em vista que os títulos de crédito são aptos a dotar de segurança jurídica e facilidade a transmissão dos direitos neles contidos. O seu êxito no universo dos negócios é evidente, especialmente em se tratando de atividade bancária e financeira.

E para que o atual mercado de crédito continue a funcionar de maneira eficiente e segura, é preciso que o legislador pátrio e os juristas viabilizem a cada dia novos mecanismos que promovam a célere e segura execução de garantias,

notadamente aquelas constituídas por bens móveis, ou seja, por títulos de créditos e próprios direitos creditícios que expressam.

Foi constatado, por outro lado, que, com a ampla evolução dos meios tecnológicos, o Direito Cambiário necessitou modificar alguns princípios básicos que lhe serviam de alicerce, a fim de acolher a demanda dos novos tempos. Isso porque ao se perceber que a circulação creditícia exclusivamente pela forma cartular não mais teria o condão de socorrer os negócios em massa, o legislador viu a necessidade em se buscar uma alternativa à obrigatoriedade de a declaração obrigacional constituidora do título de crédito ser feita em documento escrito e corpóreo.

Nesse cenário, surgiu a ideia de título de crédito escritural, os quais levaram a melhor doutrina a propor uma releitura e readequação dos princípios cambiários, em particular o da cartularidade, com o escopo de aplicá-los indiscriminadamente aos títulos de crédito cartulares e não cartulares.

De forma bastante arrojada, sugeriu-se a adoção do princípio da documentabilidade que melhor se aperfeiçoa aos títulos de créditos escriturais e em nada prejudica os cartulares.

Dentre esses novos títulos de crédito, criados por lei e chamados de escriturais, foi possível destacar a Letra Financeira (LF), a Letra de Arrendamento Mercantil (LAM), a Letra de Crédito Imobiliário (LCI), a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), o Certificado de Cédulas de Crédito Bancário (CCCA), o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Cédula de Produto Rural (CPR), o Conhecimento de Depósito Agropecuário (CDA), o *Warrant* Agropecuário (WA), a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) e o Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRI).

Inferiu-se, dessa forma, que esses títulos escriturais são normalmente nominativos, podendo ser transferidos mediante anotações em sistemas de registro e liquidação, como, por exemplo, o Sistema Especial de Liquidação e Custódia (SELIC), e a Central de Custódia e Liquidação Financeira de Títulos Privados (CETIP). E estarão sempre ligados a uma determinada política creditícia, sendo, por isso, eminentemente causais, ou seja, advêm de uma razão ou negócio específico, permitindo-se a investigação de sua origem ou mesmo do contrato que gerou a sua emissão.

Com efeito, os títulos cambiais deixaram de ser utilizados apenas para as finalidades de mobilização e circulação de crédito, mas também para a função de captação de recursos no mercado financeiro e no de capitais. O fim atualmente visado é a obtenção de recursos monetários, com a negociação com o público em geral.

Notou-se que as sociedades de responsabilidade limitada sempre usaram a emissão de títulos de crédito para fins de capitalização, como letra de câmbio. Entretanto, essa modalidade de capitalização atende apenas ao pequeno mercado.

As hipóteses de vultosos investimentos e grandes companhias pedem instrumentos mais complexos, como os já enunciados títulos escriturais. E a captação de recursos no mercado de valores mobiliários poderá ser a curto e médio, ou a longo prazo, a depender da espécie de títulos escritural.

Explanou-se que os investimentos realizados por intermédio do mercado financeiro exigem essencialmente a participação de uma instituição financeira, a qual deve intermediar os interesses dos eventuais investidores e tomadores, de forma a transformar em indireta a relação existente entre eles.

Vislumbrou-se que, em se tratado de mercado de capitais, há a ausência de dessa intermediação, pois a entidade financeira não participa diretamente da negociação, atuando apenas como interveniente obrigatória.

Em contrapartida, com o crescente déficit habitacional e a ineficiência das atuais políticas habitacionais, os créditos imobiliários e os subsídios advindos do Governo são os únicos mecanismos capazes de resolver o problema.

Nesse contexto, o segundo Capítulo evidenciou que a securitização de créditos imobiliários é uma relevante opção de financiamento para o ramo em questão, em todos os seus segmentos, quais sejam, produção, residencial, comercial e industrial. Ela consiste, fundamentalmente, em uma ferramenta usada no mercado financeiro, com a finalidade de transmutar ativos sem liquidez em títulos mobiliários líquidos. É uma prática financeira na qual são reunidas diversas modalidades de ativos, em particular títulos de crédito, transformando-os em papeis negociáveis no mercado de capitais. Nada mais é, portanto, do que a conversão de dívidas em investimentos.

Em outros termos, a instituição financeira não está obrigada a aguardar o recebimento do direito creditório, mediante o pagamento das prestações por quem contraiu o financiamento, podendo fragmentá-lo em valores mobiliários, CRIs, a fim

de inseri-los nos mercados financeiro e de capitais. Os prováveis investidores, que vierem a adquirir esses títulos, também terão a possibilidade de negociá-los novamente ou mesmo executar o imóvel que deu azo à sua criação.

No que pertine às características do instituto, foram enumerados atributos que desenvolvem relevante função no procedimento. O primeiro seria a facilidade de comercialização na medida em que a operação visa a transmutar ativo ilíquido ou de pouca liquidez em títulos com grande liquidez. O segundo consistiria no elevado grau de atratividade dos ativos para o mercado, ou seja, no alto nível de aceitação junto aos investidores. Já o terceiro se basearia na adequação do valor de face ou valor nominal dos títulos à capacidade de cada investidor. O quarto diria respeito à existência de um ambiente regulatório e legal propício à circulação dos títulos. E o quinto e último fator estaria relacionado ao ambiente macroeconômico, representando as condições de mercado que permitam aos investidores uma remuneração positiva, real e compatível com seu nível de risco.

Mereceu destaque, no terceiro Capítulo, o CRI cuja emissão é feita em meio a uma operação de financiamento de bens imóveis, com a constituição de crédito em benefício do agente financiador, devendo corresponder à proporção de direitos creditícios adquiridos.

Em verdade, o CRI é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro.

Vários veículos podem ser empregados para securitizar o crédito advindo de operações de financiamento de imóveis residenciais ou mesmo comerciais. Contudo, a utilização do CRI tem se mostrado extremamente atraente a investidores do setor.

A emissão de CRIs vem sendo muito estimulada e empregada para recrutar recursos monetários de longo prazo com custo competitivo, diversificação de fontes de financiamento e eficiência fiscal. E a tendência é que a sua negociação aumente mais ainda nos próximos anos, permitindo, desse modo, crescentes investimentos no mercado de imóveis, e a conseqüente amenização ou mesmo resolução do problema relacionado à falta de moradias.

Notadamente no que concerne aos sujeitos envolvidos na operação, no quarto Capítulo, examinou-se que as instituições financeiras podem estar constituídas sob a forma de caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos com carteira de crédito imobiliário, sociedades de crédito

imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias e demais entidades que, a critério do Conselho Monetário Nacional (CMN), venham ser admitidas a atuar no âmbito do Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). Logo, estão excluídas as cooperativas habitacionais e companhias de habitação popular (COHABs).

Analisou-se cada uma dessas instituições, trazendo suas características primordiais.

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários deverão ser constituídas sob a forma de sociedade anônima não financeira e registradas na Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Suas atividades terão de ser revestidas de duas modalidades básicas, quais sejam, a aquisição e securitização de tais créditos, ou a emissão e colocação de CRIs no mercado financeiro e, por meio deste, no de capitais.

Revelou-se, portanto, ser necessário o desenvolvimento de políticas habitacionais adequadas à realidade social do Brasil e voltadas para atração de investidores particulares, em particular com o incentivo à expedição de CRIs, como componente indispensável a uma política de estratégica de desenvolvimento econômico e social para o país.

Entendeu-se pelo cumprimento da função social por parte dos agentes financeiros ao viabilizarem a emissão e a circulação desses títulos de crédito que, por sua vez, permitem a canalização de capitais privados de longo prazo, arretando novos investimentos, com os quais se incrementará a indústria da construção civil.

O quinto e último Capítulo aclarou que as Serventias Extrajudiciais, criadas a partir da descentralização administrativa por imposição constitucional, imprimem celeridade, autenticidade, publicidade e segurança jurídica aos atos nelas praticados, com a finalidade de auxiliar o Poder Judiciário.

A publicidade registral impõe que, uma vez instituído o regime fiduciário, seja realizada a averbação do Termo de Securitização de Créditos, originador da emissão de CRIs, no Ofício de Registro de Imóveis onde estiverem matriculados os bens de raiz dados em garantia.

De modo semelhante, quando satisfeito o crédito, a extinção da alienação fiduciária também será objeto de averbação, mediante apresentação do Termo de Quitação.

Prosseguindo para o estudos de casos, no primeiro julgado determinou-se inexistir óbice à expedição de duas séries distintas de CRIs, nas quais persiste ordem de prioridade da primeira, denominada *Senior*, frente à segunda, *Junior*. Além disso, entendeu-se pela plausibilidade da utilização de parte dos recursos provenientes da segunda série no para o eventual pagamento de insuficiência de fundos na primeira, bem como a possibilidade de estabelecimento de preferência de liquidação do patrimônio afetado à proposta.

Na segunda decisão, foi indeferido pedido de registro definitivo de CRI, tendo em vista que o contrato de venda e compra de energia elétrica não se encaixa no conceito de crédito imobiliário, de forma a violar o artigo 6º, *caput*, da Lei nº 9.514/1997.

Já no terceiro, debateu-se possibilidade ou não de pedido de registro quando presente dúvida quanto à efetividade de um crédito imobiliário cuja fonte consistisse em operação de venda e compra de bem de raiz entre sociedades empresárias ligadas e controladas pela mesma pessoa jurídica, de maneira a transparecer a ausência de negócio bilateral. Ao final, decidiu-se pelo indeferimento, com mesmo argumento utilizado no segundo julgado, qual seja, inexistência de crédito imobiliário hábil a lastrear a operação, superando-se a exigência quanto à bilateralidade do negócio jurídico.

O quarto julgado, por sua vez, versou sobre estrutura relacionada à securitização do fluxo de recebimento de alugueres de salas comerciais em *shopping center*.

Ali ficou assentado que contratos de locação ainda não celebrados quanto a lojas desocupados, ou mesmo quanto àquelas ainda não edificadas, não podem ser tidos como direitos creditórios, consistindo em créditos não performados, ou seja, mera expectativa de direito.

A quinta decisão cuidou de requerimento de dispensa do registro de oferta pública de distribuição do CRI. Houve manifestação favorável a tal dispensa, embora não automática, pela configuração de oferta pública direcionadas a um número limitado de investidores qualificados, com uso de esforços restritos.

Por fim, no sexto caso, julgou-se a dúvida apresentada como improcedente, determinando o registro do título e as averbações decorrentes, em virtude da extrapolação de limites da autonomia registrária ao realizar qualificação negativa do título. Isso porque cabe à CVM, na condição de Autarquia Federal, proceder ao

controle e monitoramento de todo o aparato do SFI, podendo credenciar entidades para nele operar e fixar condições para funcionamento das companhias securitizadoras.

REFERÊNCIAS

AGHIARIAN, Hércules. **Curso de direito imobiliário**. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Lumen Juris, 2001.

ALEXANDRINO, Marcelo; PAULO, Vicente. **Direito constitucional descomplicado**. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

AMORIM, José Roberto Neves; ELIAS FILHO, Rubens Carmo (Coord.). **Direito imobiliário: questões contemporâneas**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

ARAGÃO, José Maria. **Sistema financeiro da habitação: Uma análise sócio-jurídica da gênese, desenvolvimento e crise do sistema**. 2. ed. Curitiba: Juruá Editora, 2001.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS E TÉCNICAS. **NBR 10520: informação e documentação: citações em documentos: apresentação**. Rio de Janeiro, 2002.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE NORMAS E TÉCNICAS. **NBR 6023: informação e documentação: referências: elaboração**. Rio de Janeiro, 2002.

AZEVEDO, Sílvia Nöthen. **O protesto de títulos e outros documentos de dívida: passo a passo, no dia-a-dia, em conformidade com o Novo Código Civil Brasileiro e a Nova Consolidação Notarial e Registral do RS -2007**. 2. ed. Porto Alegre: EDIPUCRS, 2008.

BACHA, Carlos José Caetano. **Macroeconomia aplicada à análise da economia brasileira**. 1. ed. São Paulo: Editora da Universidade de São Paulo, 2004.

BALBINO FILHO, Nicolau. **Registro de imóveis: doutrina, prática e jurisprudência**. 14. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2009.

BATALHA, Wilson de Souza Campos. **Comentários à lei de registros públicos: Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973**. 4. ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 1997.

BENTIVEGNA, Enrico Jucá; MEIRELLES, José Carlos Junqueira Sampaio. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Uqbar, Pinheiro Neto Advogados.

BORBA, Gustavo Tavares. A desmaterialização dos títulos de crédito. **Revista Forense Out./Dez./2000**. Rio de Janeiro: Forense, v. 96, n. 352.

BORGES, João Eunápio. **Títulos de crédito**. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1976.

BRASIL. **Constituição (1988)**. Constituição da República Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 1988.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942**. Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB). Diário Oficial da União. Rio de Janeiro, 9 set. 1942.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 13, de 30 de setembro de 1980**. Dispõe acerca de aumento de capital por subscrição de ações e registro de distribuição de ações mediante subscrição pública, de que tratam os artigos 82 e 170, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 28, de 23 de novembro de 1983**. Dispõe acerca do exercício da função de Agente Fiduciário dos Debenturistas.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 284, de 24 de julho de 1998**. Dispõe sobre companhia securitizadora de créditos imobiliários e distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 400, de 29 de dezembro de 2003**. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 414, de 30 de dezembro de 2004**. Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 444, de 08 de dezembro de 2006**. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 476, de 16 de janeiro de 2009**. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

BRASIL. **Instrução Normativa da Comissão de Valores Mobiliários nº 482, de 05 de abril de 2010**. Altera e acrescenta artigos à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 e à Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009.

BRASIL. **Lei nº 4.380, de 21 de agosto de 1964**. Institui a correção monetária nos contratos imobiliários de interesse social, o sistema financeiro para aquisição da

casa própria, cria o Banco Nacional da Habitação (BNH), e Sociedades de Crédito Imobiliário, as Letras Imobiliárias, o Serviço Federal de Habitação e Urbanismo e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, 11 set. 1964.

BRASIL. **Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973**. Dispõe sobre os registros públicos, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 31 dez. 1973.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União. Brasília, 07 dez. 1976: “Art. 5.º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica, vinculada ao Ministério da Fazenda”.

BRASIL. **Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial da União. Brasília, 17 dez. 1976.

BRASIL. **Lei nº 8.935, de 18 de novembro de 1994**. Regulamenta o artigo 236 da Constituição Federal, dispondo sobre serviços notariais e de registro. Diário Oficial da União. Brasília, 21 nov. 1994.

BRASIL. **Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. **Diário Oficial da União**. Brasília, 24 nov. 1997.

BRASIL. **Lei nº 9.784, de 29 de janeiro de 1999**. Regula o processo administrativo no âmbito da Administração Pública Federal. Diário Oficial da União. Brasília, 29 jan. 1999.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Diário Oficial da União. Brasília, 11 jan. 2002.

BRASIL. **Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004**. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 3 ago. 2004.

BRASIL. **Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004**. Altera a tributação do mercado financeiro e de capitais; institui o Regime Tributário para Incentivo à Modernização e à Ampliação da Estrutura Portuária – REPORTO; altera as Leis nos 10.865, de 30 de abril de 2004, 8.850, de 28 de janeiro de 1994, 8.383, de 30 de dezembro de 1991, 10.522, de 19 de julho de 2002, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, e 10.925, de 23 de julho de 2004; e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 22 dez. 2004.

BRASIL. **Medida Provisória nº 2.200-2/2001, de 24 de agosto de 2001**. Institui a Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira (ICP-Brasil), transforma o Instituto Nacional de Tecnologia da Informação em autarquia, e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 27 ago. 2001.

BRASIL. **Medida Provisória nº 2.223/2001, de 04 de setembro de 2001**. Dispõe sobre a Letra de Crédito Imobiliário, a Cédula de Crédito Imobiliário e dá outras providências. Diário Oficial da União. Brasília, 05 set. 2001.

BRASIL. **Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000**. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

BRASÍLIA. Emenda Constitucional nº 26, de 14 de fevereiro de 2000. Altera a redação do artigo 6º da Constituição Federal. **Diário Oficial da União**. Brasília: Câmara dos Deputados e Senado Federal, 2000.

BUENO, Sérgio Luiz Bueno. **O protesto de títulos e outros documentos de dívida: aspectos práticos**. 1. ed. Porto Alegre: Sérgio Antônio Fabris Editor, 2011.

BULGARELLI, Waldírio. **Títulos de crédito**. 16. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BURANELLO, Renato; PERIN JUNIOR, Ecio; SOUZA, André Ricardo Passo de. **Direito do agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente**. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin do Brasil, 2011.

CAMINHA, Uinie. Aspectos conceituais da securitização. In: GORGAB, Érica; KRUEGE, Juliana (Coord.). **Estudos avançados de direito empresarial – contratos, direito societário e bancário**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, Campus Jurídico, 2012.

CAMPINHO, Amaury. **Manual de títulos de crédito: doutrina e legislação**. 4. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2001.

CANO, Wilson. **Introdução à economia: uma abordagem crítica**. 1. ed. São Paulo: Fundação Editora da UNESP, 1998.

CARVALHO, Afranio de. **Registro de imóveis: comentários ao Sistema de Registro em face da Lei nº 6.015, de 1973, com alterações da Lei nº 6.216, de 1975, Lei nº 8009, de 1990, e Lei nº 8.935, de 1994, de 18.11.1994**. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

CASALI, Guilherme Machado. *Sobre o Conceito de Segurança Jurídica*. **Conselho Nacional de Pesquisa e Pós-Graduação em Direito (CONPEDI)**, Florianópolis.

Disponível em:
<http://www.conpedi.org/manaus/arquivos/anais/bh/guilhermed_machado_casali.pdf
>. Acesso em: 09 jul. 2014.

CATEB, Alexandre Bueno. **Declarações cambiais em títulos de crédito eletrônico**. In: FERNANDES, Jean Carlos (Coord.). **Títulos de crédito – Homenagem ao Professor Wille Duarte Costa**. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando (Coordenadores). **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

CENEVIVA, Walter. **Lei de registros públicos comentada**. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial: securitização de crédito**. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

CLARKSON, Brian. **Desmistificando securitização para investidores sem proteção de garantias**. Moody's Investors Service, Global Credit Research, 2003, Nova York: *Moody's Investors Service*.

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

DINIZ, Maria Helena. **Sistema de registro de imóveis**. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

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

_____. **Títulos de crédito: homenagem ao professor Wille Duarte Costa**. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2011.

FIGUEIREDO, Alcio Manoel de Sousa. **Prática processual no sistema financeiro da habitação**. 1. ed. Curitiba: Juruá Editora, 2001.

FONSECA, José Wladimir Freitas da. **Mercado de capitais**. 1. ed. Curitiba: IESDE Brasil S. A., 2009.

FRANÇA, Paulo. **Captação de recursos para projetos e empreendimentos**. 1. ed. Brasília: SENAC-DF, 2005.

FULGENCIO, Paulo Cesar. **Glossário Vade Mecum**: administração pública, ciências contábeis, direito, economia e meio ambiente. 1. ed. Rio de Janeiro: MAUAD, 2007.

GÁRCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (Org.). **Risco e regulação [recurso eletrônico]**: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ele afetou a economia mundial. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

GUIMARÃES, Luiz Carlos Forghieri. **SFH, sistema financeiro da habitação**. Revisão de contratos: de acordo com a Constituição Federal e a Matemática Financeira. 1. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

KÊNIA, Miriam. Menos imobilizado, mais caixa. **Revista Capital Aberto**, ano 5, São Paulo: Capital Aberto, p. 30-34. Disponível em: <http://www.capitalaberto.com.br/ler_artigo.php?pag=3&sec=28&i=1892>. Acesso em: 09 jul. 2014.

KONNO, Alyne Yumi. **Registro de imóveis**: teoria e prática. 2. ed. São Paulo: Memória Jurídica, 2010.

LOUREIRO, Luiz Guilherme. **Registros públicos**: teoria e prática. 1. ed. São Paulo: Método, 2010.

LOUREIRO FILHO, Lair da Silva; LOUREIRO, Claudia Regina Magalhães. **Notas e registros públicos**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

MAHLMEISTER, Ricardo Luis. **Direito digital**: entenda alguns termos dessa novidade. Cosso Advogados, São Paulo. Disponível em: <http://www.cosso.adv.br/artigos.php?cod_artigo=22>. Acesso em: 09 jul. 2014.

MAMEDE, Gladston. **Direito empresarial brasileiro**: títulos de crédito. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008, v. 3.

MARQUES, Newton Ferreira da Silva. **Estrutura e funções do sistema financeiro no Brasil**: análises especiais sobre política monetária e dívida pública, autonomia do Banco Central e política cambial. 1. ed. Brasília: Thesaurus, 2003.

MARTINS, Fran. **Títulos de crédito**: letra de câmbio e nota promissória segundo a Lei Uniforme. 13. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006, v. 1.

MIRANDA, Maria Bernadete. **Curso teórico e prático dos títulos de crédito**. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

MONTES, Angel Cristóbal. **Direito imobiliário registral**. 1. ed. Porto Alegre: Antonio Fabris, 2005.

MORAES, Alexandre de. **Direito constitucional**. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MORAES, Emanuel Macabu. **Protesto notarial**: títulos de crédito e documentos de dívida. 2. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2010.

MOREIRA, Claudio Filgueiras Pacheco. **Manual de contabilidade bancária**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

NOGAMI, Otto. **Economia**. 1. ed. Curitiba: IESDE Brasil, 2012.

OLIVEIRA, Celso Marcelo de. **Manual de direito bancário**. 1. ed. São Paulo: IOB Thomson, 2006.

OLIVEIRA, Nelson Corrêa de. **Aplicações do direito na prática notarial e registral**. 3. ed. Porto Alegre: Síntese, 2007.

ONU. **Declaração Universal dos Direitos do Homem, de 10 de dezembro de 1948**. Paris: Assembleia Geral das Nações Unidas, 1948.

RAMOS, André Luiz Santa Cruz. **Direito empresarial esquematizado**. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2013.

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. 28. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2011, v. 2.

RIBEIRO, Márcia Carla Pereira Ribeiro. **Direito comercial**. 2. ed. Curitiba: IESDE Brasil S. A., 2009.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2001/0064, Registro no Colegiado número 3097/01**. Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos. 06 mar. 2001.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2001/1981**. Diretor Relator Wladimir Castelo Branco. 14 maio. 2002.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2002/3032, Registro no Colegiado número 3760/02**. Diretor Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos. 13 maio. 2003.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2003/5639**. Diretora Relatora Norma Jonssen Parente. 18 nov. 2003.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2006/7974**. Superintendente de Registro de Valores Mobiliário Carlos Alberto Rebello Sobrinho. 1º out. 2006.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processos números RJ 2006/6905 e RJ 2007/0547**. Diretor Relator Marcelo Fernandez Trindade. 10 jul. 2007.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2008/7014**. Superintendente de Registro de Valores Mobiliário Felipe Claret da Mota. 2 out. 2008.

RIO DE JANEIRO. Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM). **Processo número RJ 2008/10219**. Superintendente de Registro de Valores Mobiliários Felipe Claret da Mota. 23 out. 2008.

RIZZARDO, Arnaldo. **Títulos de crédito**: Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. 1. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

ROHRMANN, Carlos Alberto. **Curso de direito virtual**. 1. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

ROSA JUNIOR, Luiz Emygdio Franco da. **Títulos de Crédito**. 3. ed. Rio de Janeiro: Editora Renovar, 2004.

SANTOS, Flauzilino Araújo dos. **Condomínios e incorporações no registro de imóveis**: Teoria e prática. 1. ed. São Paulo: Mirante, 2012.

SÃO PAULO. Tribunal de Justiça, Primeira Vara de Registros Públicos da Capital. **Procedimento Administrativo número 583.00.2005.122267-8**. Juiz de Direito Venício Antonio de Paula Salles. 22 dez. 2005. DOE 14 fev. 2006.

SCHWARCZ, Steven L. **The Alchemy of Asset Securitization**. Asset Securitization, 1994.

_____. **The Future of Securitization**. Connecticut Law Review, vol. 41, maio 2009, número 4.

_____. **What is Securitization? And for whar Purpose?** Southern California Law Review, vol. 85.

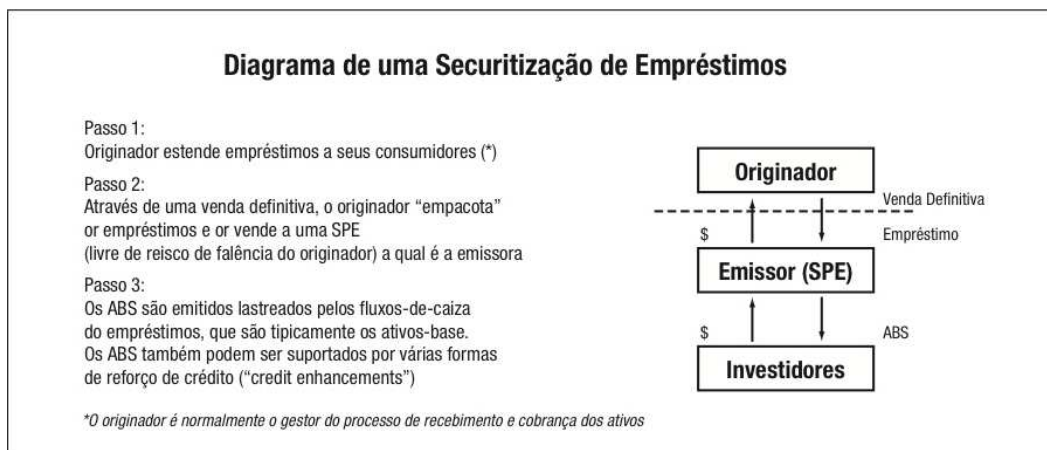
SILVA, José Afonso da. **Curso de direito constitucional positivo**. 32. ed. São Paulo: Malheiros Editores, 2009.

SOUZA, Sérgio Iglesias Nunes de. **Direito à moradia e de habitação**: análise comparativa e suas implicações teóricas e práticas com os direitos da personalidade. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

VILAS-BÔAS, Renata Malta. A Forma de Efetivação do Princípio da Celeridade mediante a Coibição do Abuso Processual. **Revista Jus Vigilantibus (JV)**, 30 jul. 2009. Disponível em: <<http://jusvi.com/artigos/41205>>. Acesso em: 09 jul. 2014.

ANEXOS

Anexo I – Diagrama de uma Securitização de Empréstimos, extraído de CLARKSON, Brian. **Desmistificando Securitização para Investidores sem Proteção de Garantias.** *Moody's Investors Service, Global Credit Research, ano 2003, Nova York: Moody's Investors Service.*



Anexo II – Tela de Registro de CRI, extraído do Manual de Operações de Títulos Imobiliários (CCI, CRI, LCI, LCIV e LH) da CETIP.

Tela de Registro de CRI

Registro de CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	
Instrumento Financeiro	
Conta do Emissor	00761 .40 .4
Conta do Agente de Pagamento	
Conta Escriturador	05000 .00 .5
Data de Emissão	18 / 6 / 2014
Data de Vencimento	18 / 6 / 2015
Prazo de Emissão	365
Quantidade	1
Valor Unitário de Emissão	300000 ,
Valor Financeiro de Emissão	300000 ,
Valor de (unitário)	300000 ,
em	18 / 6 / 2014
Código ISIN	
Coobrigação	▼
Regime Fiduciário	NÃO ▼
Data de Desdobramento	
Desdobramento	NÃO ▼
Proporção de Desdobramento	
Condição de Resgate Antecipado	Não tem condição ▼
Resgate Antecipado Unilateral	▼
Distribuição Pública	SIM ▼
Rentabilidade/Indexador/Taxa Flutuante	PREFIXADO ▼
Forma de Pagamento	
Formas de Pagamento	Pagamento de juros e amortização periódicos ▼
<input type="button" value="Confirmar"/> <input type="button" value="Limpar Campos"/> <input type="button" value="Voltar"/> <input type="button" value="Desistir"/>	

Anexo III – Tela de Forma de Pagamento de CRI, e Fluxo de Pagamento de Juros e Amortização, extraído do Manual de Operações de Títulos Imobiliários (CCI, CRI, LCI, LCIV e LH) da CETIP.

Registro de CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	
Instrumento Financeiro	
Conta do Emissor 00761.40-4	LEMESEC
Conta do Agente de Pagamento 00761.40-4	Nome Simplificado do Agente de Pagamento LEMESEC
Conta Escriturador 05000.00-5	Nome Simplificado do Escriturador RIOBM
Data de Emissão 18/06/2014	
Data de Vencimento 18/06/2015	Prazo de Emissão 365
Quantidade 1	Valor Unitário de Emissão 300.000,00000000
Valor Financeiro de Emissão 300.000,00	
Valor de (unitário) 300.000,00000000	em 18/06/2014
Código ISIN	
Regime Fiduciário NÃO	Coobrigação
Desdobramento NÃO	Data de Desdobramento
Proporção de Desdobramento	
Condição de Resgate Antecipado Não tem condição	
Resgate Antecipado Unilateral	
Rentabilidade/Indexador/Taxa Flutuante PREFIXADO	Distribuição Pública SIM
Forma de Pagamento	
Formas de Pagamento Pagamento de juros e amortização periódicos	
Rentabilidade/Indexador/Taxa Flutuante PREFIXADO	
Eventos de Resíduo NÃO	
Taxa de Juros/Spread 7	
Critério de cálculo de juros 252 - número dias úteis entre a data de início ou último pagamento e o próximo	
Incorpora Juros NÃO	em Valor Após Incorporação de Juros
Fluxo de Pagamento de Juros e Amortização	
Periodicidade de Juros CONSTANTE	Juros a cada 12 MES a partir 18/07/2014
Tipo de Amortização Percentual fixo, períodos uniformes, sobre valor unitário de emissão	
Amort. a cada 12 MES a partir 18/07/2014	

Anexo V – Boletim da CETIP, disponível em <http://www.cetip.com.br/Boleti. Acesso em: 16 jul. 2014.

Cetip – Boletim Cetip

16/07/14 08:59



EDUCACIONAL CETIP | CERTIFICA MEDIA CENTER RELAÇÕES COM INVESTIDORES CONTATO ESTATÍSTICAS English

Buscar

INSTITUCIONAL PRODUTOS E SERVIÇOS MERCADOS RENDA FIXA FINANCIAMENTOS INSTRUMENTOS FINANCEIROS COMUNICADOS E DOCUMENTOS

TAXA DI: 10,80% (15/07/2014) ÍNDICE DI: 18.679,96 (16/07/2014)

BOLETIM CETIP

[Estoque](#) | [Volume Registrado](#) | [Volume Depositado](#) | [Negociação Definitiva](#) | [Negociação Compromissada](#)

Em 30/06/2014

Estoque: Ativos, Títulos e Derivativos

Ativos e Títulos

Valor Financeiro em Estoque (R\$)

CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários 50.214.950.318,60

Em 27/06/2014

VOLUME DEPOSITADO

Tipo Ativo	Ativo	Na Emissão		Decorrido		Total	
		Nr. Op.	Volume	Nr. Op.	Volume	Nr. Op.	Volume
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários		1	380.000.000,00	1	100.000.000,00	2	480.000.000,00

Em 27/06/2014

Negociação Definitiva

Tipo de Ativo	Ativo	Núm. de Negócios	Qtde Negociada	Preço			Valor Financeiro (R\$)
				Mínimo	Médio	Máximo	
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	14F0676255	1	100	1000000	1000000	1000000	100.000.000,00
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	14F0678271	1	380	1000000	1000000	1000000	380.000.000,00
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	12H0028368	6	6	336197,6481	336197,6481	336197,6481	2.017.354,11
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	10L0027050	2	19	405857,44	405857,44	405857,44	7.711.291,36
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	14A0090917	2	6	316349,99	316349,99	316349,99	1.899.049,95
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	11L0018659	1	1	388941,026412	388941,026412	388941,026412	388.941,02

Em 27/06/2014

Volume Negociado Compromissado

Tipo Ativo	Ativo	Núm. de Negócios	Qtde Negociada	Data Compromisso	Prazo	Valor Financeiro (R\$)
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	1110025628	2	1.083	08/07/2014	11	172.083.538,95
CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários	1210031781	2	177	08/07/2014	11	350.806.017,55

OLIVEIRA, Débora Catizane de

O48 c Certificado de recebíveis imobiliários e seus reflexos no desenvolvimento do mercado imobiliário./Débora Catizane de Oliveira – Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos / FDMC, 2014.

115 f. enc.

Orientador: Prof. Dr. Jean Carlos Fernandes

Dissertação (Mestrado) – Dissertação para obtenção do título de Mestre, área de concentração Direito empresarial junto a Faculdade de Direito Milton Campos

Referências: f. 100-108

1. Securitização. 2. Créditos imobiliários. 3. Certificado de recebíveis imobiliários (CRIs). 4. Captação de recursos monetários. 5. Políticas de crédito. 6. Função social. I. Fernandes, Jean Carlos. II. Faculdade de Direito Milton Campos III. Título

CDU 336.7 (043)

Ficha catalográfica elaborada por Emilce Maria Diniz – CRB – 6 / 1206