

## **FGV DIREITO SP**

### **MESTRADO PROFISSIONAL**

#### **Como estruturar uma emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários com revolvência ou substituição dos créditos que lastreiam a operação?**

Mariana A. Lo Re da Costa

Projeto de pesquisa apresentado ao Mestrado

Profissional da FGV Direito SP

*Versão de 06.10.2021*

#### **1. Tema, contexto, questão central de pesquisa**

No final do século XX, o mercado imobiliário experimentou uma crescente demanda dos consumidores, não só para a aquisição de imóveis residenciais, como também comerciais. Essa demanda, entretanto, já não era mais atendida pelo então vigente Sistema Financeiro da Habitação, afetado, à época, especialmente pela escassez de suas fontes de recurso e pelas flutuações econômicas, o que impactou o ritmo da construção civil. Diante desse cenário, foi necessário desenvolver novos mecanismos de financiamento para o mercado imobiliário. Em 20 de novembro de 1997, promulgou-se, então, a Lei nº 9.514, que além de instituir o Sistema de Financiamento Imobiliário (“SFI”), também criou as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, dentre outras providências (“Lei nº 9.514/97”).

Com a criação das companhias securitizadoras, o financiamento habitacional ganhou uma nova alternativa de captação de recursos, por meio da captação da poupança popular (investidores). Tais companhias adquirem créditos imobiliários dos chamados “originadores” (credores originários desses créditos) e os securitiza, transformando-os em títulos a serem negociados pelos investidores nos mercados financeiro e de capitais – os Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”). Os recursos advindos dos investimentos

nos CRI são, então, repassados aos originadores, em contrapartida à aquisição dos créditos mencionados.

As operações de securitização imobiliária têm ganhado cada vez mais espaço no mercado nacional, representando uma importante alternativa de financiamento para o desenvolvimento do setor imobiliário desde sua criação. Além das questões relativas à política monetária, o aprimoramento da regulação também é um importante fator que incentiva a utilização dessa fonte de captação de recursos. Isso porque a constante qualificação, pelo órgão regulador, dos créditos imobiliários aptos a lastrear emissões de CRI, permitiu que a securitização de recebíveis abrangesse um número maior de transações. São exemplos dessa qualificação a criação dos conceitos de créditos imobiliários na origem, do *home equity*, dentre outros, em complementação à ideia central que considerava como créditos imobiliários aptos a serem securitizados somente aqueles que tinham necessariamente como destinação o desenvolvimento do mercado imobiliário – i.e. financiamento de construção de empreendimentos.

Outro importante tema que poderá contribuir com o aprimoramento da regulação pertinente à securitização imobiliária e conseqüente desenvolvimento dos mercados de capitais e imobiliário e objeto de estudo do trabalho proposto, é a estruturação de emissões de CRI com revolvência ou substituição dos créditos que lastreiam referida operação, ou seja, com a possibilidade de os créditos imobiliários que compõem o lastro da emissão terem data de vencimento anterior à do papel emitido, como ocorre, por exemplo, com contratos típicos de locação de imóveis.

A questão central da pesquisa proposta será, então: *como estruturar uma emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) com revolvência ou substituição dos créditos que lastreiam a operação?*. Pretende-se responder tal questão por meio de um trabalho que adotará o modelo de pesquisa de *resolução de problema*, no qual será apresentado, ao final, uma proposta de atualização legislativa juridicamente embasada (Lei nº9.514/97 e Instrução da CVM nº 414/04).

## 2. Quesitos, fontes de pesquisa e formas de acesso

- **Contextualização fática:**

- Em que consiste a operação de emissão de CRI? Para que serve e em que contextos se aplica?
- Que tipos de recebíveis podem lastrear a emissão de CRI?
- Qual o panorama atual do mercado de emissões de CRI?
- Quais as peculiaridades da emissão de CRI em relação a outras operações de securitização de recebíveis, especialmente a de emissão de CRA?
- Em que consiste a revolvência de lastro em uma operação de securitização de recebíveis? Qual a utilidade prática desse mecanismo?

- **Referencial teórico-normativo:**

- Qual a legislação aplicável às operações de emissão de CRI e de CRA? Quais as diferenças básicas de tratamento normativo entre ambas?
- Qual a estrutura jurídica da revolvência prevista na Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 600/18, que dispõe sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”)?
- Há algum impedimento para a aplicação da revolvência também para as emissões de CRI?

- **Abordagem analítica:**

- Quais os principais critérios de elegibilidade que deveriam estar previstos no Termo de Securitização, para permitir a revolvência e substituição de lastro nas emissões de CRI?
- Deveria haver um regramento diferenciado, quando se tratar de lastro em créditos imobiliários na origem ou por destinação?
- A ausência de formalização do lastro para créditos imobiliários futuros (*i.e.* locações ainda não contratadas e venda de futuras unidades autônomas integrantes de incorporação imobiliária – “imóveis na planta”) poderia representar um empecilho para a revolvência e substituição de lastro nas emissões de CRI?
- Seria possível permitir a mera substituição de lastro nas emissões de CRI, para além da revolvência?
- Quais os principais pontos positivos que a aplicação da revolvência e

substituição de lastro nas emissões de CRI trariam ao mercado de capitais e imobiliário?

➤ As propostas de alteração da Lei nº 9.514/97, que criou os CRI, constantes da Emenda nº 70 à Medida Provisória nº 992/20, são suficientes para permitir a revolvência e substituição dos créditos imobiliários nas emissões de CRI?

- **Conclusão propositiva:** Como estruturar uma emissão de CRI com revolvência dos créditos que lastreiam a operação? Quais seriam as adaptações necessárias?

- **Fontes de pesquisa e forma de acesso:** Doutrina, essencialmente relativa a operações de securitização, legislação (incluindo instruções, ofícios e demais atos emanados pela CVM), jurisprudência (especialmente decisões do Colegiado da CVM), análise documental e entrevistas com *players* relevantes.

### 3. Relevância prática, caráter inovador e potencial de impacto

A questão objeto do trabalho proposto é inovadora, na medida em que busca apresentar fundamentos e mecanismos para viabilizar a estruturação de emissões de CRI com revolvência e substituição de créditos lastro, atualmente prevista na Instrução da CVM nº 600/18 e, portanto, aplicável somente às emissões de CRA. Com isso, pretende-se contribuir para o desenvolvimento dos mercados de capitais e imobiliário, por meio da apresentação de uma proposta de inovação legislativa, a qual poderá impulsionar a contratação de operações de securitização imobiliária. Isso porque, caso seja possível e permitida a aplicação da revolvência às emissões de CRI, créditos imobiliários futuros, decorrentes do pagamento de aluguéis relativos a renovações de contratos de locação típicos ou do preço de aquisição de unidades autônomas integrantes de incorporação imobiliárias, por exemplo, poderão ser utilizados como lastro para as emissões de CRI.

### 4. Familiaridade com objeto da pesquisa

O objeto de pesquisa guarda estreita relação com minha área de atuação e experiência. Atuo na área de direito imobiliário e mercado de capitais desde 2015, com foco na estruturação de operações de securitização imobiliária, atuando principalmente como *deal counsel*. Recentemente, assessoriei uma emissão de CRI lastreada em créditos imobiliários decorrentes de contratos de locação típicos, na qual, em conjunto com a

securitizadora e o originador, desenvolvemos um mecanismo alternativo para substituição dos contratos de locação que serviram de lastro para a referida emissão, na hipótese de rescisão, de forma a preservar o fluxo original da operação. Atualmente, sou responsável pelo departamento jurídico de uma securitizadora com sólida presença no mercado de capitais, atuando não somente na estruturação de operações de securitização de créditos imobiliários, como também de créditos do agronegócio.

## 5. Bibliografia preliminar

BRASIL, 1997. Exposição de Motivos da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Disponível em:

[https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop\\_mostrarintegra;jsessionid=node0aaqlhh9mkyu25npu0308et1t22288.node0?codteor=1130748&filename=Dossie+-PL+3242/1997](https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/prop_mostrarintegra;jsessionid=node0aaqlhh9mkyu25npu0308et1t22288.node0?codteor=1130748&filename=Dossie+-PL+3242/1997).

BRASIL, 2020. Medida Provisória nº 992, de 16 de julho de 2020. Disponível em:

<https://legis.senado.leg.br/sdleggetter/documento?dm=8865627&ts=1621627790657&disposition=inline>.

CAMINHA, Uinie. *Notas sobre a securitização*. In: SOUZA JÚNIOR, Francisco Fatiro (coordenador). **Direito, gestão e prática: mercado de capitais (Série GVLaw)**. 1. Ed. São Paulo: Saraiva, 2013. p. 205-262. Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9788502190306/pageid/4>.

CVM, 2004. Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst414.html>.

CVM, 2018. Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst600.html>.

RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. **Securitização de recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro**. 1. ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2020.

RIZZARDO, Arnaldo. **Direito do Agronegócio**. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2021.

Disponível em:

<https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559640621/epubcfi/6/10/%3Bvnd.vst.idref%3Dcopyright!/4/20/10>.

