**FGV DIREITO SP**

**MESTRADO PROFISSIONAL**

# Securitização de recebíveis imobiliários: estudo sobre o conceito de lastro e desafios regulatórios

Gabriella Rodrigues Menezes de Freitas

Projeto de pesquisa apresentado ao
Mestrado Profissional da FGV Direito SP

Versão de 21.01.2025

## 1. Tema, contexto e delimitação de escopo

O trabalho tem como objetivo estudar o conceito de lastro nas operações de certificados de recebíveis imobiliários (CRI), analisando as principais evoluções relacionadas à questão do lastro e os desafios regulatórios, especialmente à luz da Resolução nº de 5.118, de 1º de fevereiro de 2024, do Conselho Monetário Nacional (CMN) ("Resolução CMN nº 5.118/24"), alterada pelas Resoluções do CMN nº 5.121, de 1º de março de 2024, e nº 5.163, de 22 de agosto de 2024.

Criado pela Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997 ("Lei nº 9.514/97"), no âmbito do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), o CRI foi concebido para promover a securitização no segmento imobiliário. De acordo com o artigo 6º da referida lei, o CRI é definido como um título de crédito lastreado exclusivamente em créditos imobiliários.

Com a publicação da Lei nº 14.430, de 03 de agosto de 2022 ("Lei nº 14.430/22"), que instituiu o marco legal da securitização no Brasil, foram revogados os dispositivos da Lei nº 9.514/97 relacionados aos CRI, mantendo-se, contudo, tão somente o artigo que criou tal título. A partir do marco legal da securitização, os CRI passaram a ser regidos pela Lei nº 14.430/22.

A emissão dos CRI é restrita às companhias securitizadoras, instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações e com o objetivo de realizar operações de securitização, nos termos da Lei nº 14.430/22. Quando registradas junto à

Comissão de Valores Mobiliários (CVM), essas companhias são reguladas pela autarquia, de acordo com a Resolução CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021 ("Resolução CVM 60").

Quando ofertados publicamente ou admitidos à negociação em mercados regulamentados, os CRI são considerados valores mobiliários, estando sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e à regulação da CVM, de acordo com a Resolução CVM 60.

Nos últimos anos, observa-se uma crescente disseminação dos CRI entre os investidores do mercado de capitais brasileiro. Com base no Boletim de Mercado de Capitais divulgado em janeiro de 2025[1] pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), o mercado de capitais registrou no ano de 2024 volumes recordes de emissão de diversos títulos, incluindo os CRI. Foram realizadas 584 (quinhentas e oitenta e quatro) ofertas públicas de distribuição de CRI, representando um volume financeiro de aproximadamente R$ 58,9 bilhões. Esses dados refletem a relevância crescente dos CRI como financiamento no mercado de capitais brasileiro.

Com o intuito de assegurar uma maior eficiência dos CRI em relação aos propósitos que motivaram a sua criação, o CMN propôs o aperfeiçoamento de alguns critérios para sua emissão. Por meio da publicação da Resolução CMN nº 5.118/24, o CMN promoveu ajustes nos lastros elegíveis para as emissões de CRI, garantindo o direcionamento mais eficiente dos recursos captados para o financiamento do setor imobiliário, além de fortalecer o mercado de crédito, tornando-o mais sólido e confiável.

A questão do lastro nas emissões de CRI reveste-se de grande relevância, sobretudo porque configura crime contra o Sistema Financeiro Nacional (SFN) a emissão de valores mobiliários desprovidos de lastro, nos termos do artigo 7º, inciso III, da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986.

[1] Conforme boletim publicado em 22 de janeiro de 2025, no endereço eletrônico da ANBIMA (https://data.anbima.com.br/publicacoes/boletim-de-mercado-de-capitais/mercado-de-capitais-encerra-2024-com-emissao-de-783-bilhoes). Acesso em: 23 de janeiro de 2025.

Embora a Lei nº 9.514/97 determine que os CRI sejam lastreados em créditos imobiliários, verifica-se uma lacuna normativa quanto à definição legal do que caracteriza a natureza imobiliária desses créditos.

Não à toa, o conceito de créditos imobiliários evoluiu a partir de decisões do Colegiado da CVM e até mesmo de entendimentos das áreas técnicas da autarquia, o que evidencia a centralidade do papel regulador e interpretativo desempenhado pela CVM.

Ao longo do tempo, a CVM revisou seus entendimentos e ampliou gradativamente o escopo do conceito de crédito imobiliário para fins de lastro dos CRI, adotando critérios que consideram tanto a origem quanto a destinação dos recursos vinculados aos CRI.

Nesse contexto, o presente trabalho terá como questão central de pesquisa a seguinte indagação: "Qual é a definição de crédito imobiliário para fins de lastro nas emissões de CRI?"

Além de possuir um caráter predominantemente exploratório, direcionado ao estudo do conceito de lastro nas emissões de CRI e dos desafios regulatórios, à luz dos aprimoramentos introduzidos pelo CMN, a pesquisa também será orientada pelo modelo de estudo de caso. Assim, serão examinados os principais precedentes avaliados pela CVM que contribuíram significativamente para a consolidação e evolução do conceito de crédito imobiliário.

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

A partir da questão central de pesquisa, pode-se extrair os seguintes quesitos:

**Contextualização fática**

- O que é o CRI? Qual a sua finalidade no mercado de capitais brasileiro e em quais contextos se aplica?
- Que tipos de recebíveis podem lastrear as emissões de CRI?
- Quem são os principais devedores/cedentes dos créditos/direitos creditórios (tomadores de recursos) que lastreiam as emissões de CRI?
- Quais as principais lacunas normativas relacionadas à definição de crédito imobiliário para fins de lastro nas emissões de CRI?

**Referencial teórico-normativo**

- Quais as legislações e regulamentações aplicáveis às emissões de CRI, às companhias securitizadoras e à exigência de lastro para as operações?
- Quais as principais diretrizes sobre o lastro das emissões de CRI introduzidas pela Resolução CMN nº 5.118/24?
- Quais os deveres e as responsabilidades das companhias securitizadoras relacionados aos créditos/direitos creditórios que lastreiam os CRI?
- Em que medida o conceito de crédito imobiliário adotado pela CVM considera a origem e a destinação dos recursos vinculados aos CRI? Qual a diferença entre créditos imobiliários classificados pela origem e pela destinação? Quais os principais precedentes da CVM que consolidaram o conceito de crédito imobiliário para fins de lastro?

**Abordagem analítica**

- Como as companhias securitizadoras podem aprimorar seus mecanismos de governança, verificação e controle em relação ao lastro dos CRI?
- Em que medida a Resolução CMN nº 5.118/24 atende ou não às necessidades do mercado imobiliário no que diz respeito à definição e adequação dos lastros elegíveis para as emissões de CRI? Em que medida as exigências estabelecidas pelo CMN contribuem para a segurança jurídica das emissões de CRI e para a proteção dos investidores?
- Quais são os desafios decorrentes da ausência de uma definição legislativa de crédito imobiliário?
- Como as decisões do Colegiado da CVM e as interpretações das áreas técnicas da autarquia influenciam a aplicação do conceito de crédito imobiliário no lastro dos CRI?

**Recomendações finais**

- Quais critérios podem ser adotados para uniformizar a definição de crédito imobiliário no contexto das emissões de CRI? Qual é a definição de crédito imobiliário para fins de lastro das emissões de CRI?

- Como estabelecer procedimentos e critérios operacionais claros para a validação dos lastros das emissões de CRI pelas companhias securitizadoras, com mecanismos de supervisão regulatória para garantir o cumprimento das normas?

As fontes de pesquisa e estudo incluirão: fonte legislativa, jurisprudencial e bibliográfica, compreendendo livros, artigos e trabalhos acadêmicos, físicos e digitais, além da experiência pessoal da autora.

Para a fonte legislativa, serão levantadas não somente as leis específicas sobre securitização de direitos creditórios e emissão de certificados de recebíveis imobiliários, como também normas infralegais, ofícios e resoluções de mercado de capitais aplicáveis à matéria.

A pesquisa também abrangerá a análise de boletins, ofícios, relatórios e códigos de autorregulação editados pela ANBIMA.

A pesquisa também utilizará como fonte as decisões tomadas pelo Colegiado da CVM e pela área técnica da autarquia.

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

O presente trabalho visa analisar profundamente o conceito de lastro nas operações de CRI, além de propor critérios claros para a definição de crédito imobiliário para fins de lastro das emissões desses certificados. O tema tem relevância prática no mercado de securitização, especialmente no contexto das recentes mudanças regulatórias, como a Resolução CMN nº 5.118/24, que alterou substancialmente os lastros elegíveis para as emissões de CRI, fixados a partir de decisões do Colegiado da CVM e das áreas técnicas da autarquia nos últimos anos.

A pesquisa, ao oferecer uma análise detalhada sobre o tema e propor a criação de um conceito de crédito imobiliário, tem como objetivo auxiliar reguladores e operadores do direito na interpretação e avaliação das novas demandas para o enquadramento de créditos imobiliários como lastro em emissões de CRI, promovendo maior padronização e clareza nas operações.

O caráter inovador do estudo reside na abordagem integrada dos conceitos de lastro e crédito imobiliário em um contexto regulatório em transformação. A Resolução CMN nº 5.118/24, em particular, representa uma evolução normativa ao estabelecer critérios mais rígidos e detalhados para os lastros elegíveis para as emissões de CRI, exigindo uma análise técnica mais robusta por parte das companhias securitizadoras, intermediários das ofertas públicas de distribuição e agentes fiduciários.

O impacto esperado deste estudo abrange diversas dimensões. No mercado de securitização, a definição clara e precisa do conceito de crédito imobiliário pode reduzir incertezas jurídicas, facilitando as emissões de CRI e aumentando a segurança e a atratividade do financiamento imobiliário, beneficiando os tomadores de recursos.

Em um contexto mais amplo, a padronização e o fortalecimento das práticas de securitização podem fomentar o crescimento sustentável do setor imobiliário, diminuindo os custos de financiamento e ampliando as oportunidades de acesso ao crédito.

## 4. Familiaridade da autora com o objeto da pesquisa

Atuação na área de mercado de capitais há mais de 12 (doze) anos, especialmente na estruturação de operações relacionadas a negócios imobiliários e do agronegócio. Experiência em departamentos jurídicos de bancos de investimento, grandes escritórios de advocacia, além da experiência de supervisão de mercados na ANBIMA.

Atuação com os mais variados títulos e valores mobiliários de dívida do mercado de capitais, incluindo certificados de recebíveis (CR, CRI e CRA), debêntures, notas comerciais e fundos de investimento (FII e FIP).

Participação de operações relevantes no mercado de securitização, com destaque para: emissões públicas e privadas de CRI e CRA em diversas modalidades e estruturas de lastro e garantias, emissões de séries adicionais de CRI no contexto de uma operação de securitização, emissão de CR com lastro em título de dívida para concessão de financiamento no contexto do plano de recuperação extrajudicial de companhia, emissão de debêntures em securitização com lastro em títulos de dívida para concessão de financiamentos no âmbito de projetos e iniciativas sociais, e emissão de debêntures em securitização com lastro em precatórios.

Atualmente é sócia de escritório de advocacia com relevante atuação no mercado de capitais, com ênfase em operações de dívida.

## 5. Bibliografia preliminar

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. *Certificados de recebíveis imobiliários. Estudos especiais – produtos de captação*. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.

BRASIL. 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

_____. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento.

_____. Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

_____. Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986. Define os crimes contra o sistema financeiro nacional, e dá outras providências.

_____. 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.

_____. 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.

_____. Lei nº 14.430, de 03 de agosto de 2022. Dispõe sobre a emissão de Letra de Risco de Seguro (LRS) por Sociedade Seguradora de Propósito Específico (SSPE), sobre as regras gerais

aplicáveis à securitização de direitos creditórios e à emissão de Certificados de Recebíveis e sobre a flexibilização do requisito de instituição financeira para a prestação do serviço de escrituração e de custódia de valores mobiliários; altera as Leis nºs 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 6.385, de 7 de dezembro de 1976, 9.718, de 27 de novembro de 1998, 4.594, de 29 de dezembro de 1964, e o Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966; e revoga dispositivos das Leis nºs 9.514, de 20 de novembro de 1997, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.331, de 1º de setembro de 2016, e 13.986, de 7 de abril de 2020.

CHALHUB, *Melhim Namem. Alienação fiduciária – negócio fiduciário*. 7 ed. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2021.

COELHO, Diego Gonçalves. *O patrimônio separado da companhia securitizadora*. São Paulo, 2020. 185 p. Dissertação (Mestrado– Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *O mercado de valores mobiliários brasileiro*. 5 ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2024.

_____. Resolução CVM nº 60, de 23 de dezembro de 2021, conforme alterada. Dispõe sobre as companhias securitizadoras de direitos creditórios registradas na CVM e revoga as Instruções CVM nºs. 414, de 30 de dezembro de 2004, 443, de 8 de dezembro de 2006, 600, de 1º de agosto de 2018, e 603, de 31 de outubro de 2018.

_____. Resolução CVM nº 160, de 13 de julho de 2022, conforme alterada. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição primária ou secundária de valores mobiliários e a negociação dos valores mobiliários ofertados nos mercados regulamentados, e revoga as Instruções CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, CVM nº 471, de 8 de agosto de 2008, CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, CVM nº 530, de 22 de novembro de 2012, e as Deliberações CVM nº 476, de 25 de janeiro de 2005, CVM nº 533, de 29 de janeiro de 2008, CVM nº 809, de 19 de fevereiro de 2019, CVM nº 818, de 30 de abril de 2019 e CVM nº 850, de 7 de abril de 2020.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Exposição de Motivos da Resolução CMN nº 5.118, de 1º de fevereiro de 2024. Disponível em:

https://normativos.bcb.gov.br/Votos/CMN/20245/VOTO%2052024%E2%80%93CMN,%20DE%201%C2%BA%20DE%20FEVEREIRO%20DE%202024.pdf

_____. Resolução CMN nº 5.118, de 1º de fevereiro de 2024. Dispõe sobre o lastro da emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRAs, de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRIs e de Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCAs.

DALÓ, Luiz Paulo Lago. *A alienação fiduciária de bens imóveis nas operações estruturadas via emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRI).* São Paulo, 2019. 134 f. Dissertação (Mestrado Profissional) – Fundação Getulio Vargas, Escola de Direito de São Paulo.

DIAS, Luciana. *Fundos de Investimento em Direitos Creditórios*. In HANSZMANN, Felipe (org.), *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais*. Volume IV. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2019.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 4 ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

FABOZZI, Frank J., e KOTHARI, Vinod. *Introduction to securitization*. 1 ed. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008.

FUSO, Rafael Correia. *Tributação das securitizadoras de títulos e valores mobiliários*. 1 ed. São Paulo: Noeses, 2017.

NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

RIBEIRO, Felipe. *Principais alterações regulatórias e legislativas para FIIs, FIAGROs, CRIs e CRAs - 2024*. 1 ed. São Paulo: Editora Ribeiro & Filhos, 2024.

RIBEIRO JÚNIOR, José Alves. *Securitização de recebíveis: elementos constitutivos no direito brasileiro*. 2 ed. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2023.

UQBAR. Anuário Uqbar de Certificados de Recebíveis (CR) de 2024. Disponível em: https://uqbar.com.br/anuarios/2024/CRs/Abertura

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2 ed., ampl. São Paulo: Elsevier, 2009.

## 6. Cronograma de execução

| | 2024 | 2025 | | | | | | | | | | | | 2026 | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Atividade | 11-12 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7 | 8 | 9 | 10 | 11 | 12 | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | Horas |
| Levantamento bibliográfico e jurisprudencial completo | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 60h |
| Leitura e fichamento dos textos selecionados | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 150h |
| Coleta e processamento de dados | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 60h |
| Análise, reflexão e discussão sobre os resultados da pesquisa | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 50h |
| Produção do trabalho de conclusão | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 400h |
| Ajustes e revisões finais | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | 50h |
| Depósito da versão definitiva do trabalho de conclusão | | | | | | | | | | | | | | | | | | | | |