



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 1/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 10 de janeiro de 2018.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Recurso contra Decisão da SRE – Processo CVM nº 19957.008927/2017-73**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de expediente encaminhado à CVM em 21/12/2017 (documento 0386006) por CM Capital Markets DTVM Ltda. e Barigui Securitizadora S.A. (“Emissora” e, em conjunto com a CM Capital Markets DTVM Ltda., “Recorrentes”) com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência (“Recurso”), no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis Imobiliários das séries 62ª e 63ª da 1ª emissão da Barigui Securitizadora S.A.

2. A propósito, o recurso supramencionado foi interposto contra exigência formulada pela SRE/GER-1, que solicitou a exclusão de “Instrumentos Particulares de Empréstimo com Pacto Adjetivo de Alienação Fiduciária de Imóvel em garantia” entre os créditos que servem de lastro para a emissão em questão, por entender que *“contratos de mútuos desvinculados de transações imobiliárias não podem ser utilizados como lastro para a emissão de CRI, haja vista que a natureza jurídica dos créditos imobiliários elegíveis para tal não é caracterizada pela caução que os assegura, e sim por decorrer de negócio envolvendo bem imóvel”*.

3. O Recurso contou, ainda, com requerimento de efeito suspensivo quanto ao cumprimento das exigências constantes do Ofício nº 95/2017/CVM/SRE/SEP (“Ofício 95”, documento 0402880), nos termos do inciso V da Deliberação CVM nº 463/03.

4. Em 22/12/2017, a SRE encaminhou o Ofício nº 433/2017/efeito suspensivo ao Recurso, ficando suspenso o prazo para atendimento das exigências constantes do Ofício 95, até que o Colegiado da CVM decida o sobre o tema.

5. Conforme se verificará na seção “I- Características dos CRI e da Oferta”, os CRI em tela são lastreados por contratos de financiamento imobiliário residencial, contratos de financiamento imobiliário de salas comerciais, contratos de financiamento imobiliário de unidades hoteleiras (Condo-Hotéis), além dos supracitados empréstimos garantidos por alienação fiduciária de imóveis (“Empréstimos Garantidos”).

6. Desse modo, a questão central a ser enfrentada por meio do presente Memorando diz respeito à possibilidade de caracterização dos Empréstimos Garantidos como crédito imobiliário passível de securitização por meio da emissão de CRI, à luz da Lei nº 9.514/97 e da Instrução CVM nº 414/03.

## I. CARATECTERÍSTICAS DOS CRI E DA OFERTA

7. A presente Oferta foi aprovada em reunião de Diretoria da Emissora realizada em 14/08/2017 e prevê a emissão de 216 CRI da 62ª série (sênior) ao valor unitário de R\$ 50.101,46268519, totalizando R\$ 10.821.915,94 e 24 CRI da 63ª série (subordinada) ao valor unitário de R\$ 50.101,4625, totalizando R\$ 1.202.435,10, a serem distribuídos publicamente sob o regime de melhores esforços, nos termos da Instrução CVM 400.

8. O vencimento dos CRI se dará em 10/04/2031 e a taxa de remuneração será de IGP-M + 5,75% ao ano, para a série sênior, e IGP-M + 34,1694% ao ano para a série subordinada.

9. A presente emissão de CRI contará ainda com regime fiduciário dos créditos imobiliários que comporão o lastro dos referidos títulos, os quais serão destacados do patrimônio da Emissora, constituindo, dessa forma, patrimônio separado, destinando-se especificamente ao pagamento dos CRI e das demais obrigações relativas ao regime fiduciário.

10. Os CRI serão admitidos para negociação no mercado secundário no módulo CETIP 21, administrado e operacionalizado pela B3 S.A.

11. Os CRI terão como lastro 82 contratos de financiamento ou empréstimos, sendo: (i) 28 contratos de financiamento de unidades hoteleiras integrantes do Condomínio Mondial Jundiaí (Condo-hotel), garantidos por alienação fiduciária constituída sobre os imóveis a eles vinculados; (ii) 43 contratos de financiamento de imóveis residenciais ou salas comerciais, também garantidos por alienação fiduciária constituída sobre os imóveis a eles vinculados; e (iii) 11 contratos de empréstimo com garantia em alienação fiduciária de imóveis residenciais ou comerciais.

12. Os CRI serão distribuídos exclusivamente a investidores que se enquadrem no conceito de investidor qualificado ou profissional, conforme definidos nos artigos 9º-A e 9º-B da Instrução CVM nº 554/14.

## II. ALEGAÇÕES DOS RECORRENTES

13. De forma a obter o sucesso de seu pleito, os Requerentes apresentaram por meio do expediente de 21/12/2017 os seguintes argumentos destacados abaixo, com os grifos originais:

### ***“ 1. DOS FATOS***

*Em 25 de agosto de 2017, nos termos do artigo 7º da Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 (“ICVM 414”) e do artigo 7º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“ICVM 400”), a Emissora e o Coordenador Líder apresentaram perante esta D. CVM o pedido de registro definitivo da oferta pública de 240 Certificados de Recebíveis Imobiliários nominativo-escriturais, sendo 216 unidades para Série Sênior (62ª Série), no montante de R\$ 10.821.915,94, e 24 unidades para a Série Júnior (63ª Série), no montante de R\$ 1.202.435,10, perfazendo o valor total de Emissão de R\$ 12.024.351,04, com lastro em créditos imobiliários pulverizados decorrentes de 81 Contratos Imobiliários (conforme definição abaixo) representados por Cédulas de Crédito Imobiliário (“CCI”) cedidas à Emissora na forma prevista na Lei nº 10.931/04, de 02 de agosto de 2004 (“Lei 10.931/04”), tendo sido apresentados para apreciação desta d. CVM os documentos exigidos para registro da Oferta na forma da legislação e regulamentação em vigor.*

*Os CRI em questão têm como lastro Contratos de Financiamento e Contratos de Refinanciamento representados por CCI, assim definidos nos Documentos da Oferta:*

São os (i) Instrumentos Particulares de Compra e Venda de Imóvel, Financiamento Imobiliário com Pacto Adjetivo de
---

<p><b><u>“Contratos de Financiamento”</u></b>:</p>	<p><i>Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia e Outras Avenças, com Emissão de Cédula de Crédito Imobiliário originados pela Cedente, e; (ii) Instrumentos Particulares de Compra e Venda de Imóvel para aquisição originados por terceiros quando mencionados em conjunto.</i></p>
<p><b><u>“Contratos de Refinanciamento”</u></b>:</p>	<p><i>São os Instrumentos Particulares de Empréstimo com Pacto Adjetivo de Alienação Fiduciária de Imóvel em Garantia, Emissão de Cédula de Crédito Imobiliário e Outras Avenças originados pela Cedente.</i></p>

Pois bem, a respeito do pedido de registro dos CRI com lastro nos Contratos de Financiamento e Contratos de Refinanciamento, denominados em conjunto como “Contratos Imobiliários”, devidamente representados por CCI, esta D. CVM, representada pela sua Gerência de Registros 1 (“GER-1”) apresentou exigências conforme Ofício nº 69/2017/CVM/SRE/SEP, expedido em 25 de setembro de 2017 (“Ofício de Exigências”).

Em 23 de novembro de 2017, em atenção ao Ofício de Exigências, a Emissora e o Coordenador Líder apresentaram resposta, mediante a qual não somente deram atendimento a todos os itens do Ofício de Exigências, como também, em relação à Exigência Objeto do Recurso, apresentaram arrazoado esclarecendo, com fundamento (i) no disposto na Lei 9.514/97, de 20 de novembro de 1997 (“Lei 9.514/97”) e em sua exposição de motivos; (ii) na evolução dos debates entre os participantes do mercado de capitais e a Comissão de Valores Mobiliário (“CVM” ou “Autarquia” ou “Casa”) acerca do conceito de crédito imobiliário, e ainda; (iii) na definição de crédito imobiliário definida pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e pelo Banco Central do Brasil (“Bacen”); requerendo a reconsideração da Exigência Objeto do Recurso, para que os Contratos de Refinanciamento permanecessem como lastro da Oferta em análise.

Em 7 de dezembro de 2017, mediante o Ofício nº 95/2017/CVM/SRE/SEP, expedido na mesma data (“Ofício de Vícios Sanáveis”), a GER-1 conferiu à Emissora e ao Coordenador Líder, oportunidade para suprir vícios sanáveis até 21 de dezembro de 2017, nos termos do parágrafo 1º do artigo 16 da ICVM 400.

No Ofício de Vícios Sanáveis, no que se refere à Oferta, a D. GER-1 reiterou as exigências constantes dos itens 3.1.1, 3.1.2, 3.1.3, 3.1.4, 3.1.5, 3.1.6, 3.2.9, 3.2.14, 3.3.1, 3.3.2, e 3.4.1, e, quanto ao registro de Companhia Aberta, foram reiterados alguns subitens do item 4.1.1.

A respeito do Ofício de Vícios Sanáveis, a Emissora e o Coordenador Líder providenciaram o pleno atendimento das exigências formuladas, o que fizeram mediante a Carta-Resposta à Oportunidade de Suprir Vícios Sanáveis protocolada nesta mesma data (21/12/17), exceto no que se refere ao item 3.2.9. objeto do presente Recurso, (...)

É contra esta manifestação da área técnica da CVM, com fulcro no disposto na Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003, com a alteração introduzida pela Deliberação 510/06 (“Deliberação CVM 463/03”), que se insurgem a Emissora e o Coordenador Líder, para requerer o exame da questão pelo i. Colegiado, considerando os fundamentos a seguir aduzidos, senão vejamos:

## **2. DO EFEITO SUSPENSIVO AO RECURSO**

Considerando que, está em curso o prazo de análise de registro da Oferta, tendo em vista a necessária análise do presente recurso pelo i. Colegiado, antes da apreciação da Carta-Resposta à Oportunidade de Suprir Vícios Sanáveis, cuja prorrogação de prazo foi requerida à esta d. Superintendência, de forma que a Emissora e o Coordenador Líder não tenham nenhum prejuízo ao atendimento do Ofício de Oportunidade de Suprir Vícios Sanáveis, com fulcro no disposto no item “V” da Deliberação CVM 463/03, requer-se, ainda que indeferido o pedido de prorrogação de prazo formulado, seja atribuído

efeito suspensivo ao presente Recurso, sob pena de prejuízo de difícil ou incerta reparação, para suspender o início da prorrogação de prazo para resposta ao Ofício de Oportunidade de Suprir Vícios Sanáveis, ou, alternativamente se indeferido o pedido de prorrogação de prazo, para obstar a análise do pedido de registro da Oferta até final decisão nestes autos.

Caso seja indeferido o pedido de efeito suspensivo ora pleiteado por esta D. Superintendência, requer-se, com fundamento no item “VI” da Deliberação CVM 463/03, sejam remetidos ao Presidente da CVM para reexame, cópia deste Recurso e da decisão.

### **3. RAZÕES RECURSAIS**

A securitização de créditos imobiliários foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro no âmbito da criação do Sistema de Financiamento Imobiliário (“SFI”), tendo sido regulamentada pela Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, conforme alterada (“Lei nº 9.514/97”).

O modelo institucional do SFI foi concebido segundo diretrizes da economia de mercado, visando a desestatização de atividades e desoneração dos cofres públicos, isto é, as operações do SFI são efetuadas segundo as condições de mercado, e sua implementação independe de qualquer regulamentação governamental, não envolvendo a aplicação de quaisquer recursos provenientes dos cofres públicos, como é o caso do SFH.

Dispõe o artigo 1º da Lei 9514/97: “O Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI tem por finalidade promover o **financiamento imobiliário em geral**, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos” (Destacamos).

Neste particular é importante verificar que as expressões “financiamento imobiliário” e “crédito imobiliário” não são conceituadas pela referida Lei, mas são encontradas em diversos textos legais, presumidamente pelo sentido comum, usual, e de certa forma, técnico.

O substantivo “financiamento” – cognato de “finanças” (o dinheiro, a riqueza, a pecúnia, os recursos pecuniários, etc.) – significa a provisão de recursos em dinheiro para alguma coisa ou o custeio de alguma coisa. No que se refere, ao adjetivo “imobiliário” significa tudo o que for relativo a um imóvel, seja um terreno, um prédio, ou qualquer outra edificação. Enquanto que, a locução adverbial “em geral” modifica a expressão “financiamento imobiliário” para indicar uma dimensão de generalidade, totalidade, universalidade, ou seja, todas as espécies de negócios jurídicos de tal gênero.

Desta forma, temos que sob o ângulo literal a expressão “financiamento imobiliário em geral” diz respeito às operações em que a provisão de recursos em dinheiro tenha alguma relação de causa ou efeito com o imóvel em seu sentido mais generalista.

Pois bem, o objetivo de “promover o financiamento imobiliário em geral” trazido pelo SFI tal como disposto na norma acima transcrita, foi o de incentivar e fomentar o **mercado imobiliário em geral**, conforme direcionou a Exposição de Motivos que precedeu a edição da Lei nº 9.514/97, a saber:

**“(…) Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado de financiamento imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização”.**  
(Destacamos)

Como não poderia deixar de ser, na mesma linha da finalidade da criação do SFI, a criação dos Certificados de Recebíveis Imobiliários buscou estabelecer os mecanismos e o aparato jurídico necessário para o desenvolvimento do mercado de financiamento imobiliário para o fim de comportar a demanda de capital pelos setores produtivos, **buscando tal fim mediante o fomento de instrumentos no âmbito do mercado**

## **financeiro e de capitais.**

*E o que se pretende neste Recurso, não somente para os fins da Oferta, mas também por uma demanda do mercado de capitais, é que este i. Colegiado se pronuncie a respeito da definição do conceito de crédito imobiliário, entendendo ser lastro de CRI o empréstimo com garantia imobiliária, denominado refinanciamento, tal como já definido pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”), pelo Banco Central do Brasil (“Bacen”), conforme a seguir demonstrado.*

*Aqui, vale destacar recentes entendimentos do i. Colegiado desta CVM no Processo SEI 19957.0016969/2016-13 e no Processo CVM nº 19957.010578/2017-50 mencionados mais adiante, nos quais restou entendida a necessária análise da finalidade da lei para fins de definição do crédito agrícola, no primeiro caso, e fazendo citação expressa ao primeiro caso, no segundo, esta CVM mencionou expressamente não existir razão para uma maior limitação da definição de crédito imobiliário:*

***Processo SEI 19957.0016969/2016-13: “28. A redação do parágrafo 1º do art. 23 também não exclui a possibilidade de emissão de um CRA em que os valores arrecadados sejam destinados ao pagamento de produtores rurais. Embora não se trate de uma operação de financiamento em si, a emissão de títulos com esse perfil beneficia a produção rural na medida em que representa um aporte de recursos no setor, contribuindo para o fomento e desenvolvimento do agronegócio. 29. Esse entendimento está em linha com a Exposição de Motivos da Lei 11.076 que, a meu ver, teve por objetivo esclarecer o contexto de criação da regra e destacar as necessidades do setor do agronegócio.”***  
(Grifos Nossos)

***Processo CVM nº 19957.010578/2017-50: 60. Não obstante, em que pese as características peculiares dos CRI e dos CRA, as diferenças de definições legais quanto aos títulos que podem compor seus lastros (uma mais detalhista que outra), a nosso ver, não deveriam fazer com que a regulação da CVM, dentro das balizas legais, interpretasse os créditos imobiliários de forma mais restritiva, como visto no Primeiro Caso Rede D’or, em relação à interpretação que é dada aos direitos creditórios do agronegócio passíveis de lastrear CRA a partir do Precedente Burger King.”***

*Pois bem, a Lei 9.514/97 disciplina em seu art. 2º que as operações de financiamento imobiliário em geral são livremente efetuadas pelas entidades autorizadas a operar no SFI, quais sejam caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, e as companhias hipotecárias.*

*Sendo a originadora dos Contratos de Refinanciamento cujo lastro é objeto do Recurso companhia hipotecária (Barigui Companhia Hipotecária), que opera junto ao SFI na forma estabelecida na Lei 9.514/97, estimulando o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro, e promovendo operações livremente pactuadas entre as partes que observam necessariamente as condições mínimas estabelecidas no artigo 5º da referida lei, quais sejam: i) reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste; ii) remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato; iii) capitalização dos juros; e, iv) contratação, pelos tomadores de financiamento, de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente.*

*Desta forma, tal como acima exposto, sendo a Originadora dos créditos imobiliários objeto deste Recurso autorizada a operar no SFI, estando o Contrato Imobiliário em conformidade com o disposto na Lei 9.514/97, estabelecido negócio jurídico entre a Originadora e o devedor garantido por alienação fiduciária de imóvel, há que se concluir pela natureza imobiliária do lastro, senão vejamos.*

*Encontramos esclarecedora análise a respeito do tema em debate no artigo elaborado pelo Dr. Alexandre Jamal Batista denominado “Crédito Imobiliário: Conceito e Extensão*

para Fins de Securitização”, publicado no livro “Temas de Direito Imobiliário – Tomo 1” da Editora Iasp, 1ª Edição, 2017, páginas 31 e 32, o qual faz referência à decisão desta Comissão no Processo CVM nº RJ 2002/3032 – Reg. Col. nº 3760/2002-Anexo II, que assim dispõe:

*“Com base nessa premissa tem-se que a destinação que é dada ao crédito oriundo da alienação fiduciária do imóvel é irrelevante. Pouco importa o fim em que o crédito é empregado para que seja definido como imobiliário. **O que é determinante para qualificá-lo é a natureza que o crédito adquire na sua origem.**”*

*“**A CVM já se manifestou no sentido de que a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que se surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel, ou de um negócio imobiliário. É imobiliário, portanto, o crédito que se origina da exploração direta ou indireta do bem imóvel**”.*

*“Como já se observou no início deste estudo a própria Lei nº 9.514/97 criou juntamente com o sistema financeiro imobiliário a alienação fiduciária de bens imóveis. **Trata-se de um negócio jurídico tipicamente imobiliário capaz de ensejar crédito imobiliário para os fins da lei.**”*

*“**O Crédito é indissociável do negócio imobiliário. Um nasce e existe em razão do outro. Sem o crédito o negócio imobiliário não existiria; e sem o negócio imobiliário o crédito não existiria naquelas condições. Tem-se que a alienação fiduciária do bem imóvel é por excelência, a origem, a causa do crédito, portanto, do crédito imobiliário.**” (Destacamos)*

De igual forma, Melhim Namen Chalhub em sua obra “Negócio Fiduciário, Alienação Fiduciária”, 4ª Edição Revista e Atualizada da Editora Renovar, trata do conceito de crédito imobiliário para fins securitizáveis:

*“Pouco importa que a prestação seja uma obrigação de dar, como, por exemplo, a de entrega do imóvel ao comprador, ou de fazer correspondente à obrigação de pagamento de uma dívida decorrente de um empréstimo particular ou bancário, que seja garantido por hipoteca ou por propriedade fiduciária.*

*O que importa é que os imóveis vinculados aos créditos securitizados fiquem também vinculados aos direitos dos subscritores de títulos, de modo a assegurar a existência de bens conversíveis em dinheiro, em volume suficiente para resgatar os títulos colocados no mercado.*

*Assim, a se admitir a aplicação da Lei nº 9.514/97 à securitização de créditos correspondentes a aluguéis de imóveis ou a saldo de preço de promessas de compra e venda, parece-nos necessário proteger os riscos da emissão mediante garantia real imobiliária, de modo a conferir aos investidores meios que efetivamente assegurem a satisfação dos seus créditos, em caso de eventual desfazimento da locação ou resolução da promessa de compra e venda.*

***De outra parte, parece razoável que, visando a ampliação do mercado, com segurança jurídica, seja admitida a securitização de créditos oriundos de empréstimo sem finalidade específica, mas garantidos por direito real imobiliário.**” (Destacamos)*

*Assim, apesar do artigo 6º da Lei nº 9.514/97 ter definido que o Certificado de Recebíveis Imobiliários é um título de crédito lastreado em créditos imobiliários, porém, sem indicar a definição exata deste tipo de crédito, e a Lei nº 10.931/04 a despeito de introduzir no ordenamento jurídico título representativo de créditos imobiliários, qual seja, as denominadas Cédulas de Crédito Imobiliário, também não ter conceituado a expressão “crédito imobiliário”, a análise do conceito com base na exposição de motivos da lei*

9.514/97, qual seja, de fomentar o mercado imobiliário em geral, não deixa dúvidas de que o lastro objeto deste Recurso **tem natureza eminentemente imobiliária.**

No entanto, o CMN, que tem por definição da própria Lei 9.514/97 competência para regulamentar a respeito do tipo de crédito<sup>[1]</sup> - conforme acima indicado - que pode ser vinculado ao CRI, trouxe definição clara e objetiva do conceito de crédito imobiliário, no qual o lastro da Oferta objeto da Exigência Objeto do Recurso está perfeitamente enquadrado, a saber:

*“Art. 20. Para fins desta Resolução, **consideram-se créditos imobiliários os créditos constituídos por meio das seguintes operações:***

*I - financiamento para a aquisição de imóvel residencial ou não residencial;*

*II - financiamento para a construção de imóvel residencial ou não residencial;*

*III - financiamento a pessoa jurídica para a produção de imóveis residenciais ou não residenciais; e*

***IV - empréstimo a pessoa natural com garantia hipotecária ou com cláusula de alienação fiduciária de bens imóveis residenciais.***” (Bacen, Resolução nº 4.598, de 29 de agosto de 2017 - Destacamos).

No mesmo sentido foi a conceituação de crédito imobiliário conferida pelo Bacen, na Circular nº 3614, de 14 de novembro de 2012:

*“Art. 4º A partir de 1º de janeiro de 2013, o registro de LCI emitida após a entrada em vigor desta Circular em sistemas de registro e liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil deve permitir a identificação:*

*I - das condições de emissão da LCI, conforme previstas nos arts. 12 a 15 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004;*

*II - do crédito ou dos créditos que lastreiam a emissão da LCI, classificados de acordo com as seguintes categorias:*

*a) financiamentos habitacionais contratados no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis;*

*b) outros financiamentos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis;*

*c) **empréstimos a pessoas naturais garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis residenciais; e***

*d) outros empréstimos e financiamentos garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis;*

*III - das condições do crédito ou dos créditos que lastreiam a emissão da LCI.”*  
(Destacamos)

*Veja-se: o que se pretende aqui **não é sugerir nenhuma subordinação ou ingerência do CMN e do Bacen à esta d. Autarquia!** Ao contrário, ante o princípio da segurança jurídica e por estarem CVM, CMN e Bacen sob a égide comum do Ministério da Fazenda, e terem sua atuação interligada no âmbito de normatizar, fiscalizar e punir o mercado, é imperativo que o entendimento a respeito do conceito de crédito imobiliário deva ser linear entre eles.*

Desta forma, existindo um entendimento uníssono entre CMN e Bacen que direciona o mercado para o enquadramento do **“empréstimo a pessoa natural com garantia hipotecária ou com cláusula de alienação fiduciária de bens imóveis residenciais” como crédito imobiliário, o que atende plenamente o princípio norteador do conceito de**

crédito imobiliário que se verifica na Lei 9514/97 e na sua exposição de motivos conforme acima indicado, é muito importante para o mercado de capitais que esta d. CVM enfrente o debate ora proposto para alinhar o conceito de crédito imobiliário que pratica ao dos demais entes públicos com quem opera conjuntamente na sua esfera de atuação, para que seja garantida aos legislados a plena segurança jurídica na realização de suas atividades dentro do mercado de capitais.

Neste particular é relevante lembrar o papel interligado que estes entes públicos exercem na regulação e controle do mercado de valores mobiliários, o que extraímos do livro desenvolvido pelo Comitê Consultivo de Educação desta CVM, “Top Direito do Mercado de Valores Mobiliários”, 1ª Edição, Rio de Janeiro Comissão de Valores Mobiliários, 2017, páginas 300 e 301, disponível no site

[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf), a saber:

“Como xerife do mercado de valores mobiliários, a CVM é uma autarquia em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônios próprios, dotada autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, bem como autonomia financeira e orçamentária. Suas principais atribuições são fiscalizar, normatizar, disciplinar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, podendo instaurar e julgar processos administrativos sancionadores e impor penalidades aos infratores da Lei 6.386/79 e da lei de sociedade por ações.

**Além da CVM, o Conselho Monetário Nacional (CMN), com funções noirmativas, e o Banco Central do Brasil, com função essencialmente de supervisão, exercem papel crucial na regulamentação e fiscalização de alguns dos agentes do mercado de valores mobiliários. Por exemplo, as instituições financeiras, incluindo bancos, corretoras e distribuidores de valores mobiliários, embora atuem no mercado de capitais e estejam sob a supervisão da CVM, estão sujeitas à regulamentação do CMN e são autorizadas a funcionar e fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil.**

Apresentamos neste capítulo uma visão geral dos principais agentes participantes do mercado de valores mobiliários:

**- Emissores de Valores Mobiliários**

(...)

**- Entidades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários**

(...).” (Grifos Nossos)

E não poderia ser diferente, se avaliarmos o histórico da estrutura da regulação do mercado de capitais, conforme parafraseamos esta própria Casa que trouxe no compilado desenvolvido pelo Comitê Consultivo de Educação da CVM acima citado, “Top Direito do Mercado de Valores Mobiliários”<sup>[2]</sup>, páginas 184 à 186, o seguinte ensinamento:

“Na década de 60 iniciou-se um esforço para modernizar o mercado financeiro e de capitais brasileiro, daí resultando a edição da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964 e da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, iniciando-se a fase em que cabia ao Banco Central do Brasil acumular, dentre suas inúmeras funções, a de regular o mercado de capitais.

Em linhas gerais, com a Lei no 4.728 as instituições que compunham o denominado Sistema Financeiro Nacional passaram a se segmentar, de acordo com suas linhas de crédito, em bancos comerciais (especializados em operações de curto prazo), bancos de investimento (especializados em operações de médio e longo



prazo), sociedades corretoras e de crédito imobiliário, instituições públicas ou mistas especiais, caixas econômicas e instituições que financiavam a construção civil. Com a especialização das atividades das instituições financeiras, acreditava-se que suas atividades seriam desempenhadas com maior qualidade e eficiência.

Nesse mesmo período, buscando criar uma cultura de investimento no mercado de capitais, o governo brasileiro concedeu diferentes incentivos fiscais para tornar tais modalidades de investimento mais atrativas, tendo também editado regras obrigando certos tipos de investidores institucionais a dedicar parcela de seus recursos à aquisição de títulos de renda variável, em bolsas de valores.

(...)

Prosseguindo em seu esforço de aprimorar o arcabouço legal do mercado de capitais, o governo decidiu criar nova e especializada agência, a quem coubesse regular especificamente o mercado de capitais (ou grande parte dele), em substituição (ou, em alguns casos, em complemento) ao Banco Central do Brasil.

Foi então que se publicou a Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, criando-se a Comissão de Valores Mobiliários, órgão até hoje mais diretamente responsável pela regulação do mercado de capitais no Brasil.

[...]

Diversas formas de regulação têm se estruturado no âmbito internacional, cada qual com características próprias em função de particularidades de cada contexto. No Brasil, o sistema de regulação do mercado de capitais é composto por reguladores estatais, entidades de autorregulação por exigência legal (mercados organizados e entidades de compensação e liquidação) e entidades de autorregulação voluntária.

Nesse sistema, os reguladores estatais usualmente editam normas de caráter mais genérico, apontando as bases da regulação e cuidando de normatizar as condutas que, no entendimento do regulador, têm maior relevância para o bom funcionamento do mercado. Como não poderia deixar de ser, a regulação estatal está sujeita a maiores formalidades e, por isso mesmo, nem sempre consegue acompanhar de pronto as mudanças ocorridas no mercado. É louvável a posição do regulador estatal que evita descer a normas mais detalhadas, que podem ficar rapidamente ultrapassadas, e merecer frequentes atualizações.

Mas nem sempre a regulação estatal é suficiente para atender às demandas regulatórias. Normas mais detalhadas, mais próximas ao dia a dia dos agentes de mercado podem se fazer necessárias. É necessário também rapidez na elaboração das normas, que devem acompanhar as contínuas mudanças do mercado, não podendo se tornar um fator impeditivo de suas inovações.

[...]

Entende-se que o compartilhamento da atividade regulatória com os agentes privados concilia os objetivos regulatórios com a ideia liberal de eficiência do mercado. A delegação de parte da regulação oferece um equilíbrio regulatório que mantém os importantes benefícios gerados pela competitividade enquanto que a possibilidade de se aumentar os níveis de regulação mantém a integridade e a busca dos objetivos da regulação, para corrigir o que se convencionou universalmente de chamar de falhas do mercado.”

E, neste espírito de atualização do regulador, para acompanhar o desenvolvimento do mercado, e da intersecção das atividades da CVM, do CMN e do Bacen, somado ao fato do conceito da Lei 9.514/97 nos direcionar para uma conceituação harmônica e igualitária de crédito imobiliário a qual enquadra o lastro da Oferta em questão neste conceito, é que

se busca a análise do tema pelo d. Colegiado desta Autarquia.

**É exatamente essa segurança jurídica que se busca no presente Recurso!** Que o i. Colegiado aprecie a questão da conceituação do lastro da Oferta conferindo a definição de crédito imobiliário, que lhe é aplicada pelo Bacen, conforme o disposto no art. 4º da Circular nº 3614, de 14 de novembro de 2012 acima transcrita, e mais recentemente aplicada pelo Bacen, por orientação do CMN, no art. 20 da Resolução nº 4.598, de 29 de agosto de 2017.

Veja-se que a intersecção de atividades da CVM, do CMN e do Bacen já é bastante praticada na esfera sancionatória como ilustrado por esta CVM<sup>[3]</sup>:

*“O mesmo se dá também em relação a condutas irregulares que sejam capazes de afetar mais de uma esfera de natureza administrativa. No caso da CVM, é muito comum que um mesmo ato possa constituir ilícito contra o mercado de capitais (apurável e punível pela CVM) e contra o sistema financeiro stricto sensu (apurável e punível pelo BCB). Nessas situações e sendo distintos os bens jurídicos tutelados por ambas as instituições, não há que se falar em bis in idem, tampouco em uma suposta relação de prejudicialidade entre um e outro processo. Como ensina Guerreiro, em suas sempre lúcidas e esclarecedoras lições, “a decisão da CVM não vincula a do Banco Central do Brasil, nem a deste predetermina aquela”.*

*Tal não significa, é bom advertir, que deva existir um isolamento de distintos órgãos ou entes do Estado na apreciação de um mesmo fato da vida, sobretudo diante de um mesmo mosaico probatório, e à luz, em especial, da boa-fé objetiva que baliza a atuação das instituições de controle e de fiscalização. Se um mesmo fato é apurado por distintos órgãos ou entidades, é legítimo presumir que estes, em algum grau, atuam em conjunto, comunicando-se entre si e entabulando estratégias coordenadas, para, em regime de consenso, alcançarem todos os resultados de interesse comum.”*

*De se concluir, pois, que se há uma orientação firme de aproveitamento da atuação de uma das “Casas” – entenda-se quando mencionadas em conjunto a CVM, o CMN e o Bacen - para ação da outra em benefício do interesse comum no que se refere à proteção do mercado, por que não, ser conferida a mesma segurança jurídica aos jurisdicionado quando se trata da normatização das regras exatamente no sentido de ser evitado qualquer desatendimento destas normas?*

*Sendo a CVM, o CMN e o Bacen entidades vinculadas ao Ministério da Fazenda, é oportuno verificar que o próprio Sr. Henrique Meirelles, representante maior deste Ministério do Governo Federal, ao se referir à securitização, em congresso do Bacen realizado em 20 de dezembro de 2016 a respeito do fomento do mercado imobiliário<sup>[4]</sup>, demonstra profunda e necessária interligação da sua atuação em prol do desenvolvimento de um mercado de capitais seguro que possa conferir funding ao país, veja-se:*

*“O Banco Central, por sua vez, está engajado nesse processo, acompanhando a evolução das operações de crédito imobiliário, visando à elaboração de regulação que contribua para o desenvolvimento do segmento de forma segura e pujante.*

*[...]*

*São diversos os aprimoramentos concretizados nos anos recentes. A lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, por exemplo, que instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI), menos regulamentado e mais voltado às forças de mercado quando comparado com o SFH, representa a instituição de um novo marco legal, estabelecendo conexão direta entre o mercado de capitais e o negócio imobiliário.*

*Foram criadas as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituídos*

os certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e introduzida a alienação fiduciária de bens imóveis, propiciando mais agilidade ao processo de execução de garantias.

### **Poupança forte**

No tocante ao funding desses financiamentos, temos observado desde meados de 2006 notável mudança no comportamento da captação dos depósitos de poupança. Em setembro de 2006, a captação líquida acumulada em 12 meses era negativa em pouco mais de R\$ 600 milhões. Já em setembro de 2007, a captação líquida acumulada em 12 meses era positiva em quase R\$ 31 bilhões.

Também merece destaque o incentivo concedido com vistas a estimular a concessão de financiamento para aquisição e construção de imóveis de baixo valor, bem como para a concessão de financiamentos mais baratos, com redução nas taxas de juros.

[...]

Verifica-se também um grande potencial no que se refere à securitização de créditos imobiliários. Apenas recentemente atingimos os R\$ 5 bilhões em emissões de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), instrumento criado em 1997. Espera-se que esse número cresça no futuro próximo com as medidas que o governo tem adotado no sentido de incentivar o mercado de securitização, tais como a possibilidade de utilizar o CRI no atendimento das exigibilidades do SFH, com a aplicação de multiplicador, e a isenção de Imposto de Renda no rendimento do CRI auferido por pessoa física.

### **Espaço para crescer**

A maior atratividade das operações de crédito imobiliário na atual conjuntura econômica tem despertado o interesse de novos atores econômicos por esse mercado. Esse recente interesse de novos agentes econômicos pelo segmento é salutar, ao contribuir para elevar a competitividade do mercado de crédito imobiliário.

[...]

Nesse contexto, é importante que os reguladores estejam conscientes de seu papel no sentido de oferecer bases sólidas para o desenvolvimento do setor, revigorando e atualizando a regulamentação pertinente e adotando as medidas prudenciais necessárias.

### **Conferência de Salvador**

Por fim, aproveito a oportunidade para destacar evento sobre o crédito imobiliário realizado recentemente pelo Banco Central. Diante dos acontecimentos recentes e da importância do tema para o crescimento econômico de nosso país, realizamos a Conferência Internacional de Crédito Imobiliário – Experiência Internacional e Contribuições para o Caso Brasileiro, entre os dias 7 e 9 de novembro de 2007, em Salvador.

Nosso propósito foi o de discutir os mais recentes desenvolvimentos e oportunidades surgidos no setor de crédito imobiliário, analisando experiências bem-sucedidas em âmbito nacional e internacional, além de permitir que ideias e conhecimentos fossem compartilhados entre profissionais do Banco Central, Ministério da Fazenda, Ministério das Cidades, Poder Judiciário, Poder Legislativo, instituições financeiras, empresas da construção civil, profissionais de áreas afins e sociedade em geral.

[...]

Ações como essa demonstram o interesse e a prioridade que o tema tem recebido no âmbito do Banco Central. Estamos atentos ao desempenho do segmento e empenhados em contribuir para o estabelecimento de bases sólidas para o

cr scimento.”

E, da mesma forma o Bacen posicionou-se ao promover uma agenda de atividades lançada em 20 de dezembro de 2016 para buscar baratear o crédito no país, aumentar a eficiência do SFI, promover a cidadania financeira e atualizar a legisla o que regula a atua o das institui es financeiras e do próprio BC, denominada Agenda BC, disponível no seu endereço eletr nico

[https://www.bcb.gov.br/pecl/apron/apres/Apresenta%C3%A7%C3%A3o\\_Presidente\\_Ilan\\_Goldfajn\\_Agenda\\_BC\\_Mais\\_20122016.pdf](https://www.bcb.gov.br/pecl/apron/apres/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_Presidente_Ilan_Goldfajn_Agenda_BC_Mais_20122016.pdf):

Presidente\_Ilan\_Goldfajn\_Agenda\_BC\_Mais\_20122016.pdf:

#### “LEGISLA O MAIS MODERNA

##### **A es**

- Revisar a legisla o referente às infraestruturas do mercado financeiro

(Infraestruturas são entidades que d o suporte às transa es realizadas pelos membros do SFN. Exemplos: Cetip, Selic)

**O BC, em sintonia com a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e com o Ministério da Fazenda, irá elaborar proposta de Lei das Infraestruturas do Mercado Financeiro (Limf), com o objetivo de atualizar as competências necessárias para a vigilância dessas infraestruturas.**

#### CRÉDITO MAIS BARATO

##### **A es**

- Regulamentar Letra Imobiliária Garantida.

Cria o desse instrumento de capta o por meio da regulamenta o da Letra Imobiliária Garantida, prevista na Lei n  13.097, de 19 de janeiro de 2015.

Este título tem garantias reais de opera es de crédito segregadas do ativo do banco emissor. Facilita a capta o para bancos pequenos e médios através de oferecimento da garantia.

Por isso   necessário viabilizar instrumento de capta o com garantias em qualquer tipo de opera es de crédito (similar a Letra de Crédito Imobiliário – LCI/Letra de Crédito do Agronegócio – LCA, mas sem isen o tributária).

Os objetivos são ampliar a oferta de crédito de longo prazo para a constru o civil e reduzir o custo de crédito para o tomador final.”

Sendo incontestado que o crédito com lastro em Contratos de Refinanciamento   um produto que tem a finalidade prec ua de viabilizar crédito mais barato ao jurisdicionado, que atende às regras do disposto na Lei 9.514/97 e ainda,   definido pelo CMN e pelo Bacen como crédito imobiliário, requer-se a esta Comissão que reavalie a conceitua o de crédito imobiliário que tem adotado para direcionar o mercado a esse respeito, o que, espera-se seja feito de forma linear ao direcionamento do Ministério da Fazenda, conferindo a esperada segurança jurídica deste produto.

Vale a pena destacar que a Moody’s<sup>[5]</sup> já se pronunciou favoravelmente neste sentido, quando da análise da LIG, destacando-a como importante funding de financiamento imobiliário o que ratifica a linha de raciocínio acima exposta, a saber:

“(…) No Brasil, as letras imobiliárias garantidas (LIGs), especificamente, são lastreadas por uma carteira de financiamentos imobiliários.

A nova regulamenta o, publicada pela Medida provisória 656, deverá promover mais liquidez nos mercados de capitais no Brasil, estimulando a emissão de títulos de prazos mais longos e aumentando montante de recursos disponíveis para

financiamento imobiliário, afirma a Moody's."

Seguindo esta linha de raciocínio, interessante ainda lembrar, a orientação da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976 ("Lei 6385") que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a CVM, que em seu artigo 3º atribui ao CMN competência para:

"Art. 3º Compete ao Conselho Monetário Nacional:

I - definir a política a ser observada na organização e no funcionamento do mercado de valores mobiliários;

II - regular a utilização do crédito nesse mercado;

III - fixar, a orientação geral a ser observada pela Comissão de Valores Mobiliários no exercício de suas atribuições;

IV - definir as atividades da Comissão de Valores Mobiliários que devem ser exercidas em coordenação com o Banco Central do Brasil.

V - aprovar o quadro e o regulamento de pessoal da Comissão de Valores Mobiliários, bem como fixar a retribuição do presidente, diretores, ocupantes de funções de confiança e demais servidores.

VI - estabelecer, para fins da política monetária e cambial, condições específicas para negociação de contratos derivativos, independentemente da natureza do investidor, podendo, inclusive:

a) determinar depósitos sobre os valores nominais dos contratos; e

b) fixar limites, prazos e outras condições sobre as negociações dos contratos derivativos."

E, sendo o CMN o órgão responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do sistema financeiro nacional (nos termos da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a qual cria o CMN), e nos termos da Lei 6385, sendo sua a competência de "regular a utilização do crédito nesse mercado", **é importante considerar a interpretação conferida pelo CMN ao conceito de crédito imobiliário na LIG, que está plenamente de acordo com o lastro dos CRI objeto deste Recurso.**

De se destacar ainda que, nesta linha é o direcionamento trazido pelo Projeto de Medida Provisória EMI nº 00144/2014 MF MJ MTE MDIC BACEN, datado de 12 de setembro de 2014 (<http://www.ibet.com.br/download/ExmMPv656-14.pdf>), que assim dispõe:

"69. A minuta de Medida provisória dispõe ainda sobre a criação da Letra Imobiliária Garantida (LIG) como instrumento de captação de longo prazo pelas instituições financeiras e como fonte alternativa de recursos para a expansão do crédito imobiliário."

70. O título de crédito proposto possui as características do chamado Covered Bond, título com ampla utilização nos mercados internacionais, constituindo-se em um instrumento de dívida para o emissor, garantido por uma carteira de créditos imobiliários que servem de lastro de garantia para estas emissões. Na perspectiva do emissor, a LIG é qualificada como dívida e em grande parte é considerada instrumento financeiro de captação de longo prazo.

(...)

73. O emissor da LIG manterá em seu balanço os ativos que lastreiam a emissão, em valor nominal, no mínimo, cinco por cento superior ao valor da LIG, durante toda a maturidade do título da dívida garantido pelos ativos em regime fiduciário. Deve, ademais, haver reposição ou recomposição pelo emissor dos ativos originais, caso estes se mostrem inadequados ou insuficientes, ou ainda sejam liquidados antecipadamente.

74. Do ponto de vista regulatório da LIG, registra-se que o regime de que trata o parágrafo anterior constitui incentivo para boas práticas na originação do crédito imobiliário, uma vez que os créditos dessa natureza permanecem no balanço do emissor com obrigação de substituição ou reposição, diferentemente do modelo baseado no conceito de originar para distribuir. Destaca-se, ainda, a exigência de o emissor da LIG administrar a Carteira de Ativos que garante a emissão de forma segregada, mantendo controles contábeis que permitam a sua identificação, evidenciando em suas demonstrações financeiras informações sobre essa carteira.

76. Ao Agente Fiduciário, que terá suas atribuições, requisitos para atuação, bem como hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição estabelecidos pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), cabe, entre outras, a missão de monitorar e zelar pela proteção dos direitos e interesses dos investidores, enviar periodicamente informações da Carteira de Ativos ao Banco Central do Brasil, adotar medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos investidores, além de outras atribuições designadas pelo CMN.

(...)

80. Pelas características do arcabouço legal contemplado na Medida Provisória, percebe-se a possibilidade de criar um novo e diferenciado instrumento de captação de recursos para as instituições financeiras, que oferece ao comprador da LIG, com a desejada segurança jurídica, um menor risco de crédito e ao mesmo tempo, com o incremento da captação de recursos pelas instituições integrantes do sistema financeiro, **a possibilidade de reduzir o custo final do financiamento imobiliário para o consumidor, atraindo investidores estrangeiros.** Adicionalmente, a emissão da LIG, porque constitui em uma aplicação de longo prazo, aproxima os prazos de captação dos prazos de aplicação dos recursos, reduzindo os riscos normalmente relacionados ao financiamento de longo prazo.

(...)

**84. A Medida Provisória promove, ainda, alterações na Lei nº 10.931, de 03 de agosto de 2004, na Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, e na Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, necessárias para que as principais características da LIG produzam efeitos de acordo com as disposições legais contidas nesta proposta de MP. Assim, as alterações propostas permitem ao CMN o poder de estabelecer prazos mínimos e outras condições para emissão e resgate de LCI, CRI, Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), podendo inclusive diferenciar tais condições de acordo com o tipo de indexador adotado contratualmente.**

Imperativa, pois, a interpretação sistemática das normas emanadas pela CVM, o CMN e o Bacen!

Indubitável, pois, que o arcabouço regulatório destinado ao mercado imobiliário sinaliza um direcionamento expresso quanto à conceituação de empréstimo com garantia real ou com cláusula de alienação fiduciária, como crédito imobiliário.

Neste passo, reitera-se a manifestação anterior de não se pretender neste Recurso sugerir qualquer subordinação desta D. Autarquia ao CMN ou ao Bacen, ao contrário, o que se pretende é que a CVM considere, **em prol da segurança jurídica do mercado imobiliário e de capitais, na sua esfera de atuação, o entendimento das demais autoridades financeiras que encontraram entre si um conceito uniforme de crédito imobiliário o**

## **qual abrange o lastro dos CRI é objeto do presente Recurso.**

Por fim, importante trazer ao Colegiado uma síntese dos casos mais emblemáticos debatidos nesta Casa, que denotam a necessária evolução do conceito de crédito imobiliário no tempo, e diante de cada caso concreto, para que se possa aferir ao final, que a decisão buscada no presente Recurso está perfeitamente embasada nas leis e normas jurídicas acima indicadas, e também na necessária atualização do aparato decisório desta i. Autarquia, senão vejamos:

### **1. Processo RJ 2001/1981, datado de 14.05.02 – Definição de Crédito Imobiliário pela exploração de um imóvel.**

Diante do questionamento a respeito da possibilidade de emissão de CRI lastreados em créditos oriundos de contrato de locação comercial, o entendimento exarado por esta Comissão foi de que “créditos decorrentes de locações comerciais podem ser securitizados nos termos da Lei 9.514/97, já que esta não veda expressamente tal modalidade, mesmo que tais créditos não se originem de operações de financiamento no âmbito do SFI ou fora dele.” (Destacamos).

Neste voto nortearam-se os julgadores no fato de considerar o contrato de locação, enquanto **um veículo de exploração do imóvel**, como sendo um contrato que origina crédito imobiliário para lastrear CRI, e ainda, pelo fato de ser o crédito imobiliário em questão adquirido por sociedade integrante do SFI, a saber:

*“(...) nos termos do art. 8º da Lei 9.514/97, securitização consiste na operação pela qual as CSCI, mediante prévia lavratura de Termo de Securitização de Créditos, emitem e colocam no mercado uma série de títulos de crédito, os Certificados de Recebíveis Imobiliários, **expressamente vinculados a créditos imobiliários adquiridos das entidades integrantes do SFI.**”* E continua a seguir: *“Em que pese o CRI representar livre captação de recursos no mercado, ao contrário do que ocorre no SFH, em que as operações são efetuadas com recursos provenientes das contas de poupança e do FGTS, o fim colimado por ambos é o mesmo, e de caráter estritamente público. Por isso a Lei estabelece expressamente as entidades autorizadas a operar no SFI. (...) **Ora, sendo o CRI um instrumento de desintermediação financeira, fica claro que para se falar em desintermediação, devemos ter em uma das pontas uma entidade integrante do SFI. Assim, não cabe falar na possibilidade - através da Lei 9.514/97 - de emissão de CRIs lastreados em créditos adquiridos de sociedades não integrantes do Sistema tratado por essa Lei.**”* (grifou-se). Tal entendimento obteve o “de acordo” da PJU, à época, Dra. Sueli da Silva. (Destacamos)

Com estas 2 questões verificadas, entendeu-se endereçada a preocupação de o conceito de crédito imobiliário estar diretamente relacionado ao necessário fomento do mercado imobiliário.

Veja-se que no caso da Oferta cujo registro é solicitado a esta D. CVM, cujas Exigências estão sendo atendidas/esclarecidas nesta Carta-Resposta, temos verdadeiro fomento ao mercado imobiliário, via mercado de capitais, **sendo a Cedente dos Créditos Imobiliários, e também a parte que receberá os recursos objeto da distribuição dos CRI pessoa jurídica integrante do SFI, a qual tem por finalidade, observados os critérios estabelecidos na Lei 9514/97, a concessão de financiamentos.**

Note-se ainda que, no caso de operações de locação comercial, para fins de análise da natureza imobiliária do lastro, esta D. Autarquia não considera em momento algum a figura do pagador do contrato, como faz em alguns outros casos conforme serão indicados abaixo.

Aliás, é importante considerar que não há como se exigir por regra que a figura do pagador dos créditos imobiliários tenha natureza imobiliária, nem tampouco que os

recursos da sua atividade que originarão os recursos para pagamento do financiamento sejam eminentemente imobiliários como ocorreu no caso tratado no item 3 abaixo, porque fosse a norma rígida a este ponto, créditos originados em operações de financiamento imobiliário típicas do SFI ou SFH, realizadas por particulares que utilizam os recursos recebidos na realização de suas atividades profissionais das mais diversas naturezas não teriam obviamente natureza imobiliária e assim, estes não seriam crédito imobiliário.

Estabelecer o conceito é muito importante, mas conforme o direcionamento desta d. Comissão, as regras precisam ser interpretadas caso a caso, sob pena de tornar o conceito inexistente, tal como indicado no parágrafo anterior.

## **2. Processo CVM nº RJ 2002/3032 - Definição de Crédito Imobiliário pela sua origem.**

Continua a demanda do mercado pela conceituação de crédito imobiliário, a decisão do colegiado desta D. Autarquia exarada nos autos do Processo RJ 2002/3032 trouxe um novo elemento norteador: **a definição do lastro pela sua origem**, a saber:

*“A par do entendimento manifestado pelo Recorrente, parece-me que a PJU foi precisa em sua manifestação de fls. 285/291, ao esclarecer que a intenção da lei foi estabelecer **como crédito imobiliário aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário.**”*

*Nesse passo, para que os créditos 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 (...).*

*Dito de outro modo, parece-me que o crédito é imobiliário pela origem e não pela destinação.” (Destacamos)*

*Assim, tratando o caso objeto do Recurso de financiamento imobiliário tipificado nos termos dos artigos 4º e 5º da Lei 9514/97, ou seja, realizado por entidade integrante do SFI sendo estritamente observados os requisitos estabelecidos na Lei 9.514/97 para concessão do financiamento, e ainda, sendo a exploração do imóvel de propriedade do devedor utilizada para a obtenção do financiamento mediante a concessão da alienação fiduciária do imóvel em garantia, para fins de interpretação da natureza do crédito que lastreia os Contratos de Refinanciamento **impõe-se a equiparação desta, à situação conferida ao contrato de locação.***

## **3. Processo RJ 2012/12177 - Definição de Crédito Imobiliário pela sua destinação**

*E ainda no sentido de demonstrar a contínua evolução da interpretação do conceito de crédito imobiliário, no caso do processo CVM nº RJ-2012-12177, a CVM entendeu, em resumo, que não era suficiente que a origem do lastro fosse um crédito imobiliário, exigindo ainda que, o pagador dos recursos fosse também uma empresa imobiliária.*

*Aqui, reiteramos a manifestação feita acima quanto à nossa discordância em relação a esta decisão específica, uma vez que, trazendo para os casos de financiamentos imobiliários, não se pode exigir que o devedor, pessoa física que financia seu imóvel ou toma um financiamento mediante a exploração do seu imóvel, tenha que comprovar a origem imobiliária dos recursos que utilizará para pagamento do financiamento.*

*Fosse assim, o instituto da securitização de créditos imobiliários da Lei 9514/97 estaria fadado ao desuso.*

*Vê-se, pois, que não há súmula vinculante no âmbito das decisões CVM. Ao contrário, vemos que diante da demanda de mercado e acompanhando a rápida evolução das estruturas apresentadas pelo mercado de capitais para fins de fomento do mercado*



imobiliário, esta Autarquia evolui seu entendimento, reavaliando e trazendo, o entendimento mais apropriado para cada caso concreto.

E, é considerando-se o caso concreto do presente Recurso, que se busca a análise esta D. CVM para o conceito de crédito imobiliário para conferir aos créditos originados em Contratos de Refinanciamento, a definição de créditos imobiliários, tal como seriam se fossem lastro de LCI ou LIG.

E como não poderia deixar de ser, em prol do desenvolvimento do mercado, reapreciando a questão esta trazida pelo mesmo contribuinte, em decisão recentíssima **datada de 6 de dezembro de 2017, esta d. Comissão reapreciou a matéria nos autos do Processo CVM nº 19957.010578/2017-50**, manifestando entendimento que:

“(...)

42. Diante dos requisitos consolidados nos precedentes acima mencionados para a emissão de CRI com lastro em créditos considerados imobiliários pela sua destinação, verifica-se que o caso concreto se diferencia dos demais essencialmente pelo fato de contemplar a emissão de CRI lastreados em debêntures de emissão de empresa cuja atuação não se dá primordialmente no setor imobiliário, uma vez que a Rede D'or São Luiz S.A. é empresa atuante no setor hospitalar.

43. Como vimos, o requisito de que a emissora das debêntures, em casos dessa natureza, tenha que ser empresa atuante no setor imobiliário advém de interpretação de Decisão anterior do Colegiado da CVM, no Primeiro Caso Rede D'or, uma vez que prevaleceu, naquela operação, o entendimento de que seria necessária “a caracterização dos recebíveis [as Debêntures de emissão de Rede D'or] como sendo de natureza imobiliária”.

44. Não obstante, com base na evolução dos precedentes desta Autarquia após o Primeiro Caso Rede D'or, entendemos que tal requisito não faria mais sentido, conforme demonstraremos a partir de agora.

45. Inicialmente, cabe lembrar que a operação ora em análise observa o requisito legal previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997 (“individuação do imóvel a que esteja vinculado”), uma vez que os recursos a serem captados por meio dos CRI serão destinados a imóveis específicos (unidades hospitalares da Devedora), previamente identificados na documentação da Oferta, até o vencimento dos referidos títulos, devendo tal destinação ser verificada pelo Agente Fiduciário da operação.

46. Em nosso entendimento, ao se tratar de emissões de CRI lastreadas em créditos considerados imobiliários pela sua destinação, esse seria o requisito essencial para verificar se a operação observa os objetivos para os quais tais títulos foram criados, não devendo tal verificação se pautar pelo setor de atuação da empresa devedora do lastro.

47. Ademais, cabe destacar que vários outros tipos de lastro de CRI já consagrados são comumente utilizados e contam com fluxo de pagamento que não advém dos imóveis vinculados à operação.

48. Como exemplo de tais lastros podemos citar: contratos de locação típicos, contratos de locação atípicos, contratos de compra e venda de imóvel, contratos de financiamento imobiliário, ou seja, situações em que os objetivos do SFI previstos pela Lei nº 9.514/97 (“promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos”) são cumpridos independentemente do setor de atuação do devedor do lastro dos CRI.

60. Não obstante, em que pese as características peculiares dos CRI e dos CRA, as

diferenças de definições legais quanto aos títulos que podem compor seus lastros (uma mais detalhista que outra), a nosso ver, não deveriam fazer com que a regulação da CVM, dentro das balizas legais, interpretasse os créditos imobiliários de forma mais restritiva, como visto no Primeiro Caso Rede D'or, em relação à interpretação que é dada aos direitos creditórios do agronegócio passíveis de lastrear CRA a partir do Precedente Burger King.”

#### **4. Processo SEI 19957.0016969/2016-13 – Definição de Crédito Agrícola pela finalidade de fomento do mercado.**

E, ao passo deste cuidado da CVM com a fundamentação de suas decisões e evolução contínua, que foi interpretado o conceito de crédito agrícola para fins de securitização, nos autos do Processo CVM nº RJ-19957.001669/2016-13, pautado pela interpretação teleológica na busca de alcançar a finalidade essencial da Lei 11.076/2004, manifestando o Sr. Presidente da Autarquia, Leonardo P. Gomes Pereira, em seu voto:

“28. A redação do parágrafo 1º do art. 23 também não exclui a possibilidade de emissão de um CRA em que os valores arrecadados sejam destinados ao pagamento de produtores rurais. Embora não se trate **de uma operação de financiamento em si, a emissão de títulos com esse perfil beneficia a produção rural na medida em que representa um aporte de recursos no setor, contribuindo para o fomento e desenvolvimento do agronegócio.**

29. Esse entendimento está em linha com a **Exposição de Motivos da Lei 11.076 que, a meu ver, teve por objetivo esclarecer o contexto de criação da regra e destacar as necessidades do setor do agronegócio.**” (Grifos Nossos)

Melhor situação análoga não há, como plenamente reconhecido por este i. Colegiado nos autos do Processo CVM nº 19957.010578/2017-50 acima mencionado, pois não se pode olvidar que o lastro dos CRI em Contratos de Refinanciamento do caso em debate, cumpri efetivamente com a finalidade essencial da Lei 9.514/97, conforme se verifica da **Exposição de Motivos, qual seja: “estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado de financiamento imobiliário, para que se criem novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação de crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização”.**

#### **4. DO PEDIDO**

Diante de todo o exposto sendo a Exigência Objeto do Recurso assunto de extrema relevância não somente para a Emissora e o Coordenador Líder, como também ao mercado de capitais em geral e para a economia brasileira, apresentamos o presente recurso a esta CVM considerar como aptos a lastro de CRI Contratos de Refinanciamento Imobiliário, tal como elucidam os doutrinadores citados no presente Recurso, e, ainda, na mesma linha das definições trazidas pelo CMN no art. 20 da Resolução nº 4.598, de 29 de agosto de 2017, e pelo Bacen, conforme o disposto no art. 4º da Circular nº 3614, de 14 de novembro de 2012 acima transcritas, requerendo-se:

(i) seja deferido o efeito suspensivo ao presente Recurso, para suspender o início da prorrogação de prazo para resposta ao Ofício de Oportunidade de Suprir Vícios Sanáveis ou, alternativamente se indeferido o pedido de prorrogação de prazo, para obstar a análise do pedido de registro da Oferta até final decisão nestes autos;

(ii) caso seja indeferido o pedido de efeito suspensivo ora pleiteado no item “i” acima por esta D. Superintendência, requer-se, com fundamento no item “VI” da Deliberação CVM 463/03, sejam remetidos ao Presidente da CVM para reexame, cópia deste Recurso e da decisão, e;

(iii) e, ao final, seja provido o presente Recurso para que seja aceito o lastro dos

*Contratos de Refinanciamento como enquadrados no conceito de crédito imobiliário, de forma que possam servir de lastro da Oferta, sendo ao final, com o atendimento das demais exigências do Ofício de Oportunidade de Suprir Vícios Sanáveis, providenciado em apartado, realizado pela D. Superintendência o registro definitivo da Oferta objeto do Processo em epígrafe.*

*Requer-se, por fim, considerando-se o relevante interesse de mercado e seu potencial reflexo na economia brasileira, no que se refere ao objeto deste Recurso, requerer-se seja possibilitada a sustentação oral, na seção que for designada para a apreciação do presente Recurso pelo Colegiado desta CVM.”*

### III. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

14. Antes de iniciarmos a análise do caso concreto, cabe verificarmos alguns dispositivos da regulamentação aplicável aos CRI, além da evolução do entendimento da CVM ao longo do tempo a respeito do que poderia ou não constituir lastro para emissão de tais títulos.

15. Nesse sentido, cabe destacar o previsto nos seguintes dispositivos da Lei nº 9.514/97, por meio da qual os CRI foram criados:

*“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 securitizadoras.*

*Art. 7º O CRI terá as seguintes características:*

*I - nome da companhia emitente;*

*II - número de ordem, local e data de emissão;*

*III - denominação "Certificado de Recebíveis Imobiliários";*

*IV - forma escritural;*

*V - nome do titular;*

*VI - valor nominal;*

*VII - data de pagamento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de pagamento das diversas parcelas;*

*VIII - taxa de juros, fixa ou flutuante, e datas de sua exigibilidade, admitida a capitalização;*

*IX - cláusula de reajuste, observada a legislação pertinente;*

*X - lugar de pagamento;*

*XI - identificação do Termo de Securitização de Créditos que lhe tenha dado origem.*

*§ 1º O registro e a negociação do CRI far-se-ão por meio de sistemas centralizados de custódia e liquidação financeira de títulos privados.*

*§ 2º O CRI poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Créditos, garantia flutuante, que lhe assegurará privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo.*

*Art. 8º **A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:***

*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;*

*II - a identificação dos títulos emitidos;*

***III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.***

*Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964.” (grifos nossos)*

16. Da leitura dos dispositivos legais acima expostos, verifica-se dois pontos que consideramos importante destacar na presente análise, quais sejam: (i) que os CRI devem ser lastreados em créditos imobiliários; e (ii) que os créditos imobiliários que lastreiam os CRI devem estar vinculados a imóveis.

17. Ademais, verifica-se também que a referida Lei não define o que vem a ser crédito imobiliário, tampouco menciona quais seriam os créditos imobiliários passíveis de lastrear CRI, de modo que o entendimento sobre esse tema vem sendo construído ao longo do tempo pela CVM, por meio de decisões proferidas no âmbito de diversos casos concretos que foram submetidos à apreciação de seu Colegiado.

18. Por meio de tais decisões, a CVM vem, de certa maneira, expandindo a abrangência do que poderia ser crédito imobiliário passível de lastrear CRI, para além daqueles considerados créditos imobiliários tradicionais (os que se originam de financiamento imobiliário ou da compra e venda de um imóvel).

19. Sobre esse tema, cabe mencionar a Decisão do Colegiado da CVM datada de 10/07/2007 (Processo CVM nº RJ-2007-0547), no âmbito de recurso interposto contra decisão da SRE, que indeferiu o registro definitivo de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI da 2ª série da 1ª emissão da Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização, por entender não ser possível a emissão de CRI com lastro em créditos ainda não constituídos.

20. Naquela decisão, o Colegiado da CVM manteve o entendimento da SRE, acompanhando voto do Relator do caso, o então Presidente da CVM Marcelo Trindade, cujos seguintes trechos vale destacar:

*“3. O conceito de crédito a que se refere a Lei 9.514/97 tem sido constantemente objeto de exame pela CVM, e portanto de evolução de interpretação da autarquia. Em 2002, em processo de que foi Relator o Diretor Wladimir Castelo Branco, decidiu-se que **os aluguéis oriundos de contrato de locação registrado podiam ser considerados como créditos imobiliários, para efeito de securitização** (Processo RJ 2001/1981, decidido em 14.05.02).*

*4. Em 2003, examinou-se novamente o significado da expressão créditos imobiliários, tendo sido decidido, em processo relatado pelo Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, que **o crédito imobiliário que pode servir de lastro ao CRI é aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel, isto é, 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** (Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003).(1)*

*5. Mais recentemente discutimos, no âmbito dos FIDC, a distinção entre os conceitos de créditos e de direitos creditórios, identificando que “[a] regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque frequentemente 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 seu montante possam ser incertos.(2)

7. Diante disso, parece-me que a interpretação que a área técnica está dando ao art. 8º da Lei 9.514/97 é correta. A lei não fala em direitos creditórios, mas em "créditos imobiliários (...) expressamente vinculados à emissão", e ainda exige que do Termo de Securitização conste "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 a que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido". O art. 6º da lei define como CRI o "título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro".

8. Portanto, concordo em que **os ativos passíveis de securitização por meio de CRI são os créditos imobiliários, e não os direitos creditórios de origem imobiliária — adotando-se a distinção antes referida. Isto é: é preciso que o crédito esteja constituído, e seu valor seja determinado, para que se possa proceder à emissão de CRI com base nele. E isto se dá porque o CRI é um título de crédito criado por lei, cujas características não podem ser alteradas pela CVM.**

9. Nada impede, naturalmente, que operações com base em créditos futuros sejam estruturadas através de FIDC, pois a regulamentação da CVM expressamente o admite, observadas as ressalvas antes feitas quanto à prévia existência de uma relação jurídica, como previsto na Instrução 444/06.

10. **Logo, os aluguéis que ainda virão a ser contratados, seja sobre imóveis desocupados, seja sobre imóveis que ainda virão a ser construídos (a futura expansão do shopping center), não se constituem em créditos imobiliários (e talvez nem mesmo em direitos creditórios). Já os aluguéis decorrentes da renovação futura de contratos de locação hoje existentes, também não constituem créditos imobiliários, mas talvez possam ser considerados como direitos creditórios.**" (grifos nossos)

21. Como se destacou por meio do voto supra, a CVM já reconheceu que, além dos lastros tradicionais em emissões de CRI (contrato de financiamento imobiliário e contrato de compra e venda de imóvel), contratos de aluguéis também poderiam ser considerados créditos imobiliários passíveis de constituir lastro de CRI, desde que fossem contratos vigentes no momento da securitização, e não aqueles que pudessem ser no futuro constituídos.

22. Ademais, foi também destacado por meio do referido voto entendimento manifestado pelo Colegiado da CVM em 2003, de que "o crédito imobiliário que pode servir de lastro ao CRI é aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel, isto é, 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".

23. Por conta do entendimento supra, de que o crédito que é imobiliário por conta de sua destinação não poderia servir de lastro em emissões de CRI, a SRE decidiu levar à apreciação do Colegiado da CVM, em 2013, caso em que os CRI seriam lastreados em debêntures de emissão de Rede D'or São Luiz S.A. (Processo CVM nº RJ-2012-12177 –

“Primeiro Caso Rede D’or”), sendo que os recursos obtidos com a emissão de tais títulos seriam destinados a financiar a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, ou seja, as referidas debêntures, caso pudessem ser créditos imobiliários, o seriam na sua destinação, e não na sua origem.

24. Conforme se verifica da ata da Reunião do Colegiado que decidiu sobre aquele caso (de 26/03/2013), *“a SRE manifestou-se favoravelmente ao registro da oferta em tela, por entender que, embora a Devedora não tenha como objeto social a exploração (como venda ou aluguel, por exemplo) dos imóveis que pretende adquirir, edificar ou expandir, utilizar-se-ia de fato de financiamento imobiliário, ao emitir as Debêntures que seriam subscritas pelo BTG Pactual (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures.”*

25. O Colegiado da CVM, por sua vez, *“discordou da manifestação da área técnica, por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária.”*

26. Mais recentemente, a SRE encaminhou à apreciação do Colegiado da CVM pleito de dispensa de requisito previsto na Instrução CVM nº 414/04, no âmbito de oferta pública de distribuição de CRI com lastro em debêntures de emissão de Cyrela Brazil Realty S.A. (Processo CVM nº 19957.000587/2016-51), em que os recursos obtidos com a emissão seriam destinados a determinados empreendimentos imobiliários da devedora das debêntures.

27. Apesar de o caso em questão ter sido levado ao Colegiado primordialmente para tratar de dispensa de requisitos da norma de CRI, a SRE abordou, por meio do Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1, o fato de o lastro dos CRI ser constituído por debêntures, ou seja, ser um crédito imobiliário de acordo com a sua destinação.

28. Ao abordar o referido tema, a SRE entendeu que o caso em questão diferia do caso da oferta de CRI com lastro em debêntures de emissão de Rede D’or, e que os motivos que levaram o Colegiado da CVM a propor o indeferimento do pedido de registro naquele caso (de Rede D’or) não estavam presentes no caso de Cyrela Brazil Realty S.A. (“Cyrela”), uma vez que o fluxo de pagamento dessa operação, apesar de não estar relacionado a imóveis, mas sim ao fluxo de caixa da devedora, poderia ser caracterizado como de natureza imobiliária, uma vez que a Cyrela tem por objeto social *“a incorporação, a compra e a venda de imóveis prontos ou a construir, residenciais e comerciais, terrenos e frações ideais, a locação e administração de bens imóveis, a construção de imóveis e a prestação de serviços de consultoria em assuntos relativos ao mercado imobiliários, estando, portanto relacionado ao setor imobiliário”*.

29. Adicionalmente ao entendimento acima, a SRE propôs que *“nas emissões de CRI cujo lastro seja constituído por créditos imobiliários na sua destinação, como ocorre na Oferta, o efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, de modo a configurar o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, deva ocorrer até a data de vencimento dos CRI, tendo em vista ser até essa data que perduram as obrigações atribuídas ao agente fiduciário dos referidos títulos, que é o responsável por verificar se o referido direcionamento ocorreu conforme previsto na documentação da Oferta, nos termos do § 1º do art. 68 da Lei nº 6.404/1976 e do art. 13 da Instrução 414.”*

30. Já o Colegiado da CVM, *“por unanimidade, deliberou o deferimento da dispensa dos incisos I e II do art. 6º da Instrução 414, acompanhando o entendimento da área técnica consubstanciado no Memorando nº 84/2016-CVM/SRE/GER-1.”*

31. Mais recentemente, o Colegiado da CVM, em Decisão datada de 12/12/2017 (Processo CVM nº 19957.010578/2017-50), manifestou-se no âmbito de pedido de registro de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 157ª série da 1ª emissão da RB Capital Companhia de Securitização (“Segundo Caso Rede D’or”).

32. Tal pedido tratou, novamente, de uma emissão de CRI com lastro em debêntures devidas pela Rede D'or São Luiz S.A., cujos recursos captados seriam destinados à construção, expansão, desenvolvimento e reforma de determinados imóveis e/ou empreendimentos imobiliários, diretamente pela devedora ou através de suas subsidiárias.

33. Nessa oportunidade, o Colegiado da CVM, acompanhando manifestação da SRE, deliberou pelo deferimento do pedido de registro da oferta, tendo em vista que, embora a devedora não tivesse como objeto social atividade tipicamente imobiliária, restou comprovado na documentação da oferta o efetivo direcionamento dos recursos à atividade imobiliária, ficando configurado o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei nº 9.514/1997, além de a estrutura da operação estar em linha com os mais recentes precedentes da CVM no que tange à destinação dos recursos, sua fiscalização e mecanismos de controle que garantam a aplicação integral dos recursos em imóveis pré-determinados durante a vigência dos CRI.

34. Com a aprovação dessa operação pelo Colegiado da CVM, em conjunto com a decisão proferida no âmbito do caso de Cyrela, em nosso entendimento, a possibilidade de emissão de CRI lastreados em créditos imobiliários em sua destinação passou a estar pacificada nos casos em que fique comprovado o efetivo direcionamento dos recursos levantados por meio de oferta pública a imóveis previamente identificados nos documentos da operação.

35. Com base no acima exposto, verifica-se que, com a evolução dos casos apreciados pelo Colegiado da CVM, encontra-se atualmente pacificada a possibilidade de emissão de CRI com lastro em: (i) contrato de compra e venda de imóvel; (ii) contrato de financiamento imobiliário; (iii) contrato de aluguel de imóvel; e (iv) dívida contraída com destinação integral de recursos a imóveis previamente identificados na documentação da oferta.

36. Cabe salientar que os créditos envolvidos nas 3 primeiras possibilidades de lastro acima mencionadas seriam aqueles considerados como imobiliários na sua origem, ou seja, *“aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel”*, nos termos do voto do então Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, acompanhado pelo Colegiado da CVM no caso tratado no âmbito do Processo CVM RJ-2002-3032, conforme mencionamos na parte inicial desta seção.

37. Já os créditos envolvidos na 4ª possibilidade de lastro elencada no parágrafo acima seriam aqueles considerados como imobiliários pela sua destinação.

38. Com relação ao tema objeto do presente Recurso, qual seja, a possibilidade de emissão de CRI lastreado em empréstimos que contam com a garantia de alienação fiduciária de imóveis, vale ressaltar que o mesmo não teve, até o momento, a oportunidade de ser apreciado pelo Colegiado da CVM, porém, foi objeto de manifestação por parte desta área técnica em duas ocasiões, no âmbito da análise de consultas em tese sobre o tema, nos seguintes termos:

- Ofício nº 1.654/2006-CVM/SRE/GER-1, datado de 08/09/2005 (Processo CVM nº RJ-5180/2005):

*“esta área técnica considera que contratos de mútuo desvinculados de transações imobiliárias não podem ser utilizados como lastro para a emissão de CRI, haja vista a natureza jurídica dos créditos imobiliários elegíveis para tal não é caracterizada pela caução que os assegura, e sim por decorrer de negócio envolvendo bem imóvel.”*

- Ofício nº 336/2016-CVM/SRE/GER-1, datado de 05/10/2016 (Processo CVM nº RJ-2015-1539):

*“8. (...) consideramos que são passíveis de securitização por meio de CRI, créditos imobiliários cujo fluxo de pagamento esteja relacionado diretamente a imóveis ou,*

*alternativamente, relacionado ao setor imobiliário por meio da destinação dos recursos a serem captados por meio da emissão do CRI.*

*9. Assim, a emissão de CRI lastreados em empréstimos de mútuos, em nosso entendimento, não se enquadra em nenhuma das duas hipóteses supra, pois o fluxo de pagamentos de uma operação com tal lastro não seria originado dos imóveis, os quais serviriam apenas como garantia dos empréstimos, bem como a destinação de tais recursos não estaria vinculada a aportes no setor imobiliário, pois, nos empréstimos de mútuos, tal destinação seria livre.*

*10. Por fim, entendemos que a possibilidade de direcionamento de um percentual dos recursos da caderneta de poupança para tal finalidade (empréstimos de mútuos garantidos por hipoteca ou alienação fiduciária), ou a possibilidade de utilização de tal lastro em emissões de Letras de Crédito Imobiliário, conforme Circular do Banco Central nº 3.614/12, não alteram nossa interpretação sobre créditos imobiliários e os CRI, em observância à Lei nº 9.514/97, que os criou, à Instrução CVM nº 414/04, que normatizou os mesmos e aos precedentes sobre o tema já deliberados pelo Colegiado da CVM.*

*(...)"*

39. Como se percebe das manifestações acima expostas, considerando ainda as possibilidades de lastro em operações de emissão de CRI referendadas pelo Colegiado da CVM até o momento, **os créditos oriundos de empréstimos de mútuo com garantia imobiliária não se enquadrariam no conceito de crédito imobiliário na sua origem, dado que não “provém [proveem] da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel”, tampouco se enquadrariam no conceito de crédito imobiliário na sua destinação, dado que os recursos obtidos com a operação de securitização de tais créditos não seriam necessariamente destinados a imóveis previamente identificados.**

40. Ainda que se possa considerar que o instituto da alienação fiduciária de bem imóvel (o qual foi instituído pela mesma Lei que criou os CRI - Lei nº 9.514/97), sendo ele utilizado em operações imobiliárias ou não, amplia os usos possíveis para um bem imóvel, estando, portanto, em consonância com os objetivos da referida Lei, tal fato não implica dizer que qualquer crédito garantido por alienação fiduciária de bem imóvel possa ser considerado como crédito imobiliário para fins de constituição de lastro em operações de emissão de CRI.

41. Isso porque o simples fato de um crédito contar com garantia imobiliária não quer dizer que o mesmo se origine da exploração ou do financiamento de um imóvel, muito menos que os recursos obtidos por meio dele sejam destinados a imóveis, características, como vimos, consideradas essenciais pelo Colegiado da CVM para os créditos que podem constituir lastro de CRI.

42. Dito isso, teceremos a seguir comentários a respeito das alegações trazidas pelos Recorrentes.

43. Os Recorrentes entendem que os Empréstimos Garantidos seriam passíveis de securitização via emissão de CRI, pois: (i) fomentam o mercado imobiliário em geral; (ii) são considerados créditos imobiliários para fins de lastro de Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e Letra Imobiliária Garantida (LIG), nos termos da Portaria BCB nº 3.614/12 e da Resolução CMN nº 4.598/17; e (iii) estariam embasados na atualização de decisões anteriores da CVM, tanto para casos de CRI, quanto para casos de CRA.

44. Os Recorrentes requerem ainda que lhes seja possibilitada a sustentação oral do presente recurso na sessão em que o mesmo for apreciado pelo Colegiado da CVM.

45. Quanto à alegação de que a emissão de CRI lastreado nos Empréstimos Garantidos fomenta o mercado imobiliário, entendemos que toda emissão desses títulos deve observar



a finalidade para a qual o mesmo foi criado.

46. Nesse sentido, depreende-se da leitura da Exposição de Motivos da referida Lei quais foram os objetivos gerais almejados com a sua promulgação e mais especificamente aqueles relacionados com a criação dos CRI, conforme trechos transcritos abaixo:

*12. O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes de desregulamentação da economia e modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva. **Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado de financiamento imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização.***

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

(...)

*23. Além dessas garantias, o projeto de lei permite a aplicação, na negociação de bens imóveis, do contrato de alienação fiduciária, que já integra nosso ordenamento jurídico quanto aos bens móveis. Reside aí a grande inovação: por oferecer segurança quanto à execução sem delongas da garantia, **o contrato de alienação fiduciária constitui poderoso estímulo ao crédito, ao investimento nos Certificados de Recebíveis Imobiliários e portanto à aquisição e produção de imóvel mediante pagamento a prazo.** Trata-se de verdadeira pedra angular no novo modelo de financiamento habitacional ora proposto.*

(...)

*26. Pelas razões apresentadas, estamos convictos de que o presente projeto de lei **crie as condições para mobilizar volume crescente de recursos para o setor habitacional, com redução tendencial dos custos dos financiamentos, seja pela ampliação da oferta de imóveis, seja pela diminuição dos riscos implícitos na concessão de crédito.** Estaremos assim atingindo três objetivos fundamentais do governo de Vossa Excelência, nomeadamente: geração de renda e empregos, ampliação do acesso da população à moradia e promoção do crescimento sustentado da economia.” (grifos nossos)*

47. Diante do exposto acima, depreende-se que a criação dos CRI visou ao desenvolvimento do mercado de financiamento imobiliário, promovendo a dinamização desse setor e a ampliação da oferta de imóveis.

48. Desse modo, entendemos que os Empréstimos Garantidos, ao contrário do que é alegado pelos Recorrentes, não fomentam necessariamente o financiamento imobiliário, nem estimulam o desenvolvimento do mercado imobiliário brasileiro, pois os mesmos não advêm de transações imobiliárias ou da exploração de imóveis, bem como não resultarão na aplicação de recursos na atividade imobiliária.

49. Os Recorrentes alegam, ainda, que os Empréstimos Garantidos são considerados créditos imobiliários para fins de lastro de LCI e LIG e, portanto, deveriam servir de lastro para CRI.

50. Antes de analisarmos as diferenças entre os CRI, as LCI e as LIG, cabe frisar que a Lei

9.514, que criou os CRI, também dispôs sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, cabendo destacar as seguintes passagens da referida Lei:

*“Do Sistema de Financiamento Imobiliário*

### ***Seção I***

#### ***Da finalidade***

*Art. 1º O Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos.*

### ***Seção II***

#### ***Das entidades***

*Art. 2º Poderão operar no SFI as caixas econômicas, os bancos comerciais, os bancos de investimento, os bancos com carteira de crédito imobiliário, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e, a critério do Conselho Monetário Nacional - CMN, outras entidades.*

### ***Seção III***

#### ***Do financiamento imobiliário***

*Art. 4º As operações de financiamento imobiliário em geral serão livremente efetuadas pelas entidades autorizadas a operar no SFI, segundo condições de mercado e observadas as prescrições legais.*

*Parágrafo único. Nas operações de que trata este artigo, poderão ser empregados recursos provenientes da captação nos mercados financeiro e de valores mobiliários, de acordo com a legislação pertinente. (grifos nossos)*

51. Dos dispositivos legais supra, destaca-se que o SFI visa promover o financiamento imobiliário em geral e que determinadas instituições, que foram expressamente autorizadas a operar no SFI, realizam livremente as operações de financiamento imobiliário.

52. Ainda, destaque-se que, dentre as fontes de recursos de tais instituições a serem direcionados ao financiamento imobiliário constam as captações, tanto por meio de emissão de valores mobiliários, como por meio do mercado financeiro.

53. Por sua vez, a LCI foi criada por meio da Lei nº 10.931/04 (“Lei 10.931”), a qual estabeleceu, ainda, que a emissão das LCI seria de exclusividade das mesmas instituições que foram expressamente autorizadas a operar no SFI pela Lei 9.514, nos seguintes termos:

*“DA LETRA DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO*

*Art. 12. Os bancos comerciais, os bancos múltiplos com carteira de crédito imobiliário, a Caixa Econômica Federal, as sociedades de crédito imobiliário, as associações de poupança e empréstimo, as companhias hipotecárias e demais espécies de instituições que, para as operações a que se refere este artigo, venham a ser expressamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, poderão emitir, independentemente de tradição efetiva, Letra de Crédito Imobiliário - LCI, lastreada por créditos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, conferindo aos seus tomadores direito de crédito pelo valor nominal, juros e, se for o caso, atualização monetária nelas estipulados.”*

*§ 1º A LCI será emitida sob a forma nominativa, podendo ser transferível mediante endosso em preto, e conterá:*

*I - o nome da instituição emitente e as assinaturas de seus representantes;*

II - o número de ordem, o local e a data de emissão;

III - a denominação "Letra de Crédito Imobiliário";

IV - o valor nominal e a data de vencimento;

V - a forma, a periodicidade e o local de pagamento do principal, dos juros e, se for o caso, da atualização monetária;

VI - os juros, fixos ou flutuantes, que poderão ser renegociáveis, a critério das partes;

VII - **a identificação dos créditos caucionados e seu valor;**

VIII - o nome do titular; e

IX - cláusula à ordem, se endossável.

§ 2º A critério do credor, poderá ser dispensada a emissão de certificado, devendo a LCI sob a forma escritural ser registrada em sistemas de registro e liquidação financeira de títulos privados autorizados pelo Banco Central do Brasil. (grifos nossos)

54. Posteriormente, por meio da Portaria BCB nº 3.614/12, foi editada uma série de regras a serem observadas na emissão das LCI pelas instituições autorizadas. Tal Portaria categorizou ainda os créditos que seriam passíveis de lastrear a emissão das referidas letras, conforme abaixo:

*“Art. 4º A partir de 1º de janeiro de 2013, o registro de LCI emitida após a entrada em vigor desta Circular em sistemas de registro e liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil deve permitir a identificação:*

*I - das condições de emissão da LCI, conforme previstas nos arts. 12 a 15 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004;*

*II - **do crédito ou dos créditos que lastreiam a emissão da LCI, classificados de acordo com as seguintes categorias:***

*a) financiamentos habitacionais contratados no âmbito do Sistema Financeiro de Habitação (SFH), garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis;*

*b) outros financiamentos imobiliários garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis;*

*c) empréstimos a pessoas naturais garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis residenciais; e*

*d) **outros empréstimos e financiamentos garantidos por hipoteca ou por alienação fiduciária de bens imóveis;***

*(...)” (grifos nossos)*

55. Mais recentemente, foi criada a LIG, por meio da Lei nº 13.097/15 (“Lei 13.097”) e regulamentada por meio da Resolução CMN nº 4.598/17 (“Resolução 4.598”), dos quais destacamos as seguintes passagens:

**Lei 13.097:**

*“Art. 63. A Letra Imobiliária Garantida - LIG é título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário disciplinado na forma desta Lei.*

*Parágrafo único. A instituição emissora responde pelo adimplemento de todas as obrigações decorrentes da LIG, independentemente da suficiência da Carteira de Ativos.*

Art. 64. A *LIG* consiste em promessa de pagamento em dinheiro e **será emitida por instituições financeiras**, exclusivamente sob a forma escritural, mediante registro em depositário central autorizado pelo Banco Central do Brasil com as seguintes características:

I - a denominação “Letra Imobiliária Garantida”;

II - o nome da instituição financeira emitente;

III - o nome do titular;

IV - o número de ordem, o local e a data de emissão;

V - o valor nominal;

VI - a data de vencimento;

VII - a taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização;

VIII - outras formas de remuneração, quando houver, inclusive baseadas em índices ou taxas de conhecimento público;

IX - a cláusula de correção pela variação cambial, quando houver;

X - a forma, a periodicidade e o local de pagamento;

**XI - a identificação da Carteira de Ativos;**

**XII - a identificação e o valor dos créditos imobiliários e demais ativos que integram a Carteira de Ativos;**

XIII - a instituição do regime fiduciário sobre a Carteira de Ativos, nos termos desta Lei;

XIV - a identificação do agente fiduciário, indicando suas obrigações, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; e

XV - a descrição da garantia real ou fidejussória, quando houver.”

#### **Resolução 4.598:**

**“Art. 2º A *LIG* somente pode ser emitida por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, caixas econômicas, companhias hipotecárias e associações de poupança e empréstimo.**

(...)

Art. 19. A carteira de ativos somente pode ser integrada por:

**I - créditos imobiliários;**

**II - títulos de emissão do Tesouro Nacional;**

**III - instrumentos derivativos; e**

**IV - disponibilidades financeiras provenientes dos ativos integrantes da carteira de ativos.**

Art. 20. **Para fins desta Resolução, consideram-se créditos imobiliários os créditos constituídos por meio das seguintes operações:**

I - financiamento para a aquisição de imóvel residencial ou não residencial;

II - financiamento para a construção de imóvel residencial ou não residencial;

III - financiamento a pessoa jurídica para a produção de imóveis residenciais ou

não residenciais; e

**IV - empréstimo a pessoa natural com garantia hipotecária ou com cláusula de alienação fiduciária de bens imóveis residenciais.**

§ 1º O crédito imobiliário somente pode ser incluído na carteira de ativos se:

I - adimplente;

II - livre de qualquer tipo de ônus, exceto os relacionados com a garantia dos direitos dos titulares das LIGs;

III - garantido por hipoteca em primeiro grau ou por alienação fiduciária de coisa imóvel, nos casos dos incisos I, II e IV do caput;

IV - a incorporação imobiliária objeto da operação de crédito, no caso do inciso III do caput, estiver submetida ao regime de afetação a que se refere o art. 31-A da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964;

V - a classificação de risco de crédito da operação não for inferior a "B", conforme regulamentação em vigor;

VI - atender aos limites estabelecidos nos §§ 2º e 3º deste artigo, observada a natureza da operação;

VII - no caso de operação com pessoa natural na forma dos incisos I e II do caput, o financiamento possuir cobertura securitária, no mínimo, quanto aos riscos de morte e invalidez permanente do mutuário e de danos físicos ao imóvel, nos termos da regulamentação em vigor;

VIII - no caso de operação mencionada no inciso III do caput, houver cobertura securitária, no mínimo, de danos físicos ao imóvel e de responsabilidade civil do construtor, nos termos da regulamentação em vigor; e

IX - representado pelo seu valor integral.

§ 2º A razão entre o valor nominal atualizado da operação, compreendendo principal e despesas acessórias, e o valor de avaliação da respectiva garantia, na data da contratação, não pode superar o limite de:

I - 80% (oitenta por cento), nas operações mencionadas nos incisos I e II do caput, no caso de imóveis residenciais;

II - 60% (sessenta por cento), nas operações mencionadas nos incisos I e II do caput, no caso de imóveis não residenciais; e

III - 60% (sessenta por cento), nas operações mencionadas no inciso IV do caput.

§ 3º A razão entre o valor nominal atualizado do financiamento mencionado no inciso III do caput e o custo de produção do imóvel não pode superar o limite de 80% (oitenta por cento).

Art. 21. A verificação do disposto nos §§ 2º e 3º do art. 20 deve ser efetuada, no máximo, a cada três anos.

Parágrafo único. Para os fins de que trata o caput, o valor da garantia deve ser apurado por meio de:

I - nova avaliação do imóvel, observado o disposto na legislação e regulamentação em vigor; ou

II - metodologia própria, baseada em critérios, premissas e procedimentos consistentes, documentados e passíveis de verificação.

Art. 22. Somente podem integrar a carteira de ativos os títulos emitidos pelo Tesouro Nacional admitidos para realização de operações compromissadas com o Banco

*Central do Brasil.*

*Art. 23. O instrumento derivativo somente pode integrar a carteira de ativos se:*

*I - for destinado exclusivamente a hedge, nos termos da regulamentação em vigor; e  
II - não possuir cláusula de vencimento antecipado relacionada às hipóteses previstas no art. 47.*

(...)

**Art. 25. A soma dos valores nominais atualizados dos créditos imobiliários, incluindo o valor dos instrumentos derivativos, deve representar, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do valor nominal atualizado total da carteira de ativos.**

(grifos nossos)

56. Como se percebe do disposto acima, tanto as LCI (art. 12 da Lei 10.931) quanto as LIG (art. 2º da Resolução 4.598) só podem ser emitidas pelas instituições que são, pela Lei 9.514, autorizadas a operar no SFI, ou seja, os recursos captados via emissão das LCI e das LIG espera-se resultarão em maior oferta de crédito para a realização de operações de financiamento imobiliário por parte dessas instituições.

57. Já os CRI são de emissão exclusiva das companhias securitizadoras, nos termos do parágrafo único do art. 6º da Lei 9.514, que não estão, como vimos, no “roll” de instituições autorizadas a operar no SFI.

58. Essa diferença de requisito, por si só, já justificaria um tratamento mais rígido na conceituação daquilo que pode ser considerado como crédito imobiliário para fins de emissões de CRI, quando comparado ao que poderia ser considerado como crédito imobiliário passível de lastrear LCI e LIG.

59. Nesse sentido, cabe destacar que uma emissão de CRI, para fins de observância aos objetivos da Lei 9.514, dependeria das operações que originaram os créditos que constituem seu lastro, enquanto que uma emissão de LCI ou de LIG atingiria tal objetivo naturalmente, considerando que a emissão de tais títulos teriam como intuito a capitalização das instituições expressamente autorizadas a operar no SFI, que por sua vez “*tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral*”.

60. Ademais, ressalta-se ainda outras diferenças relevantes nas regras a serem observadas em emissões de CRI, LCI e LIG, como o fato de os créditos que lastreiam as LCI deverem contar com garantia de hipoteca ou alienação fiduciária de coisa imóvel, enquanto que no caso dos CRI e da LIG, não há nos dispositivos legais ou regulamentares a serem observados por tais títulos a obrigatoriedade de se constituir garantia no bojo de sua emissão.

61. A LIG, por sua vez, traz inovações quanto às garantias de seu pagamento. Além da responsabilidade pelo adimplemento de todas as suas obrigações por parte da instituição financeira emissora, a LIG conta ainda com a garantia de uma carteira de ativos que serve de lastro à sua emissão.

62. Nota-se também que a carteira de ativos que lastreia a LIG é mais flexível, pois pode contar, por exemplo, com até 20% de títulos públicos em sua composição, situação incabível em uma emissão de CRI.

63. Desse modo, conclui-se que o lastro das LCI e das LIG é composto de títulos que compõe a carteira de ativos das instituições financeiras autorizadas a emitir tais letras. Com a emissão das LCI e das LIG, as referidas instituições visam, ainda que indiretamente, a aumentar a oferta de financiamento imobiliário, nos termos dos objetivos da criação do SFI, fazendo sentido, a nosso ver, a maior abrangência dos créditos passíveis de lastrear as LCI e as LIG.

64. No caso dos CRI, por sua vez, vê-se que a definição de créditos imobiliários passíveis de securitização deve ser mais restritiva, para que se possa ter maior segurança na observância

da finalidade da Lei 9.514 nas emissões desses títulos, definição na qual entendemos não se enquadrarem, conforme já expusemos anteriormente, os Empréstimos Garantidos.

65. Assim, reafirmamos que, em nosso entendimento, a definição de crédito imobiliário passível de securitização por meio da emissão de CRI não deve observar necessariamente as regulamentações para a emissão de LCI e LIG, pois, como já exposto, sua natureza e seus objetivos são distintos dos previstos para aqueles títulos.

**66. Nesse sentido, reiteramos nosso entendimento de que empréstimos com garantia de alienação fiduciária de coisa imóvel não devem ser considerados créditos imobiliários para fins de securitização via emissão de CRI.**

67. Finalmente, os Recorrentes alegam que a emissão da oferta em tela, na forma em que foi estruturada, seria uma atualização de decisões anteriores da Autarquia, tanto para casos de CRI, quanto para casos de CRA.

68. Conforme já demonstramos, a CVM considera, para fins de emissão de CRI, créditos imobiliários assim caracterizados pela sua origem ou então créditos imobiliários assim caracterizados pela sua destinação.

69. Em relação aos créditos imobiliários em sua origem, entendemos que o requisito essencial para verificar se a operação observa os objetivos para os quais tais títulos foram criados é que o crédito imobiliário que pode servir de lastro ao CRI seja aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel.

70. Nesse sentido, cabe destacar que vários tipos de lastros de CRI já consagrados são comumente utilizados, tais como: contratos de locação típicos, contratos de locação atípicos, contratos de compra e venda de imóvel, contratos de financiamento imobiliário, ou seja, situações em que os objetivos do SFI previstos pela Lei nº 9.514/97 (*“promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos”*) são cumpridos na origem do crédito.

71. Desse modo, em relação aos Empréstimos Garantidos, não vemos sua caracterização como crédito imobiliário em sua origem, pois tais instrumentos se originam de um empréstimo desvinculado de transações imobiliárias.

72. Podemos ainda verificar a possibilidade de enquadramento dos Empréstimos Garantidos como crédito imobiliário pela sua destinação.

73. Nesse caso, em linha com o mais recente precedente de Rede D’or, entendemos que o fluxo de pagamento de uma estruturação de CRI não precisaria estar relacionada aos imóveis lastro, desde que tal crédito possa ser caracterizado como “imobiliário” pela destinação de recursos, e desde que haja efetivo direcionamento dos recursos a imóveis, configurando o vínculo previsto pelo inciso I do art. 8º da Lei 9.514.

74. Portanto, percebe-se que os recursos advindos dos Empréstimos Garantidos têm livre destinação e não há qualquer vínculo quanto ao direcionamento dos recursos a imóveis previamente identificados, portanto não cabendo sua caracterização como crédito imobiliário em sua destinação.

75. Vale destacar, ainda, a Decisão do Colegiado da CVM de 30/08/2016, no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 79ª série da 1ª emissão de CRA da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“Precedente Burger King”), precedente que foi citado pelos Recorrentes de forma a embasar seu pedido.

76. No Precedente Burger King, a emissão de CRA seria lastreada em debêntures de emissão de uma rede de restaurantes que não desenvolve atividade rural, e a destinação final dos recursos a serem captados seria a aquisição de carne a ser utilizada em suas atividades ordinárias.

77. A nosso ver, o Precedente Burger King não está relacionado ao caso em tela, pois naquele

caso, embora o devedor não atuasse diretamente na atividade rural, os recursos captados por meio daquela oferta deveriam ser destinados especificamente à compra de carne *in natura* diretamente de produtor rural, ficando dessa forma caracterizada a observância à Lei nº 11.076/09 (“Lei 11.079”).

78. Cabe mencionar ainda que, ao contrário do que ocorre com a Lei que criou os CRI (Lei 9.514), a Lei 11.079 traz a definição de direito creditório do agronegócio para fins de lastro de CRA (“*direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária*”), fato que torna a análise das emissões de CRA mais objetiva em relação aos CRI.

79. No presente caso, conforme já expusemos, não há o direcionamento dos recursos a serem captados a imóveis, não havendo, portanto, a mesma vinculação existente naquele precedente de CRA.

80. Por todo o exposto, entendemos que os Empréstimos Garantidos não são passíveis de lastrear emissão de CRI, tendo em vista que não atendem aos objetivos da Lei 9.514 e não encontram correspondência com os créditos que podem ser considerados imobiliários, tanto na origem, quanto na destinação, conforme se verifica da análise dos precedentes desta Autarquia.

81. Cabe esclarecer que o entendimento acima não inviabilizaria, a princípio, no tocante aos Empréstimos Garantidos, a realização da captação pretendida pela Barigui Companhia Hipotecária, que, segundo a Recorrente, é a originadora desses empréstimos, uma vez que tais créditos poderiam ser utilizados como lastro para uma emissão de LCI ou LIG, considerando que a referida companhia figura entre as instituições autorizadas a emitir tais títulos pela Lei 10.931 (no caso da LCI) e pela Resolução 4.598 (no caso da LIG).

82. Quanto ao pedido dos Recorrentes de que lhes seja possibilitada a sustentação oral do presente recurso na sessão em que o mesmo for apreciado pelo Colegiado da CVM, em linha com a Decisão do Colegiado de 09/10/2007 no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-7345 (Apreciação de recurso interposto contra decisão do Colegiado de determinação de apresentação de estudo de viabilidade econômico-financeira em registro inicial de companhia aberta de companhia em fase pré-operacional), entendemos ser desnecessário o atendimento ao referido pleito, seguindo a manifestação do Colegiado sobre o tema nos seguintes termos:

*“Preliminarmente, o Relator votou pela desnecessidade de que a Recorrente proceda a sustentação oral, bem como da presença de seus advogados durante o julgamento do recurso, por falta de previsão legal e à luz do interesse público, não tendo havido qualquer cerceamento a sua ampla manifestação, inclusive por intermédio de entrega de memorial. O legislador, ao tratar de sessões públicas de julgamento pelo Colegiado, o fez no âmbito do processo administrativo sancionador, consoante artigo 9º, § 5º, da Lei nº 6.385/76, o que não é o caso ora em comento.*

(...)

*Diante do exposto, o Colegiado acompanhou o voto apresentado pelo Relator (...)*”

#### IV. Conclusão

83. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente caso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando nosso entendimento de que:

(i) a oferta só possa ser registrada após a exclusão dos “Instrumentos Particulares de Empréstimo com Pacto Adjetivo de Alienação Fiduciária de Imóvel em garantia” entre seus lastros, tendo em vista que, em nosso entendimento, tais Instrumentos



não podem ser considerados créditos imobiliários para fins de lastro de CRI, nem na origem, tampouco na sua destinação, pois os mesmos não proveem da exploração ou do financiamento do imóvel, além de não haver qualquer previsão de direcionamento dos recursos a serem captados por meio da oferta a imóveis previamente identificados; e

(ii) não deve ser concedida a possibilidade de sustentação oral da Recorrente na reunião do Colegiado da CVM em que o Recurso for apreciado, “*por falta de previsão legal e a luz do interesse público, não tendo havido qualquer cerceamento a sua ampla manifestação (...)*”, em linha com a Decisão do Colegiado da CVM de 09/10/2007 (Processo CVM nº RJ-2007-7345).

84. Por fim, caso o Colegiado da CVM, ao receber o presente caso, entenda ser possível a sustentação oral por parte da Recorrente, que notifique esta área técnica em tempo hábil para que se possa fazer chegar ao conhecimento da Recorrente tal possibilidade.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER  
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Gerente de Registros – 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

LUIS MIGUEL R. SONO  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários – em exercício

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

PATRICK VALPAÇOS FONSECA LIMA  
Superintendente Geral - em exercício

---

**[1] Art. 41. “O Conselho Monetário Nacional poderá regulamentar o disposto nesta Lei, inclusive estabelecer prazos mínimos e outras condições para emissão e resgate de CRI e diferenciar tais condições de acordo com o tipo de crédito imobiliário vinculado à emissão e com o indexador adotado contratualmente.” (Destacamos)**

**[2] Top Direito do Mercado de Valores Mobiliários, 1ª Edição, Rio de Janeiro Comissão de Valores Mobiliários, 2017, disponível no site [http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro\\_top\\_Direito.pdf](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export/sites/portaldoinvestidor/publicacao/Livro/Livro_top_Direito.pdf)**

**[3] Top Direito do Mercado de Valores Mobiliários, 1ª Edição, Rio de Janeiro Comissão de Valores Mobiliários, 2017, página 90, disponível no site <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/portaldoinvestidor/export>**

[4] <https://www.sindusconsp.com.br/revistas/o-papel-do-credito-imobiliario-no-brasil-por-henrique-meirelles/>.

[5] [https://www.moodys.com/research/Moodys-Brasil-abre-novo-mercado-para-letras-imobiliaras-garantidas-covered--PR\\_311500?WT.mc\\_id=AM~RmluYW56ZW4ubmV0X1JTQl9SYXRpbmdzX05ld3NfTm9fVHJhbnNsYXRpb25z~20141029\\_PR\\_311500](https://www.moodys.com/research/Moodys-Brasil-abre-novo-mercado-para-letras-imobiliaras-garantidas-covered--PR_311500?WT.mc_id=AM~RmluYW56ZW4ubmV0X1JTQl9SYXRpbmdzX05ld3NfTm9fVHJhbnNsYXRpb25z~20141029_PR_311500).



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 10/01/2018, às 15:45, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 10/01/2018, às 15:45, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro em exercício**, em 10/01/2018, às 18:29, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Patrick Valpaços Fonseca Lima, Superintendente Geral em exercício**, em 11/01/2018, às 11:59, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0417990** e o código CRC **6CE09B75**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0417990** and the "Código CRC" **6CE09B75**.*



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 2/2018-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 15 de janeiro de 2018.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Aditamento ao Memorando nº 01/2018-CVM/SRE/GER-1 – Processo CVM nº 19957.008927/2017-73**

Senhor Superintendente,

1. Apresentamos abaixo redação completa do parágrafo 4º constante do Memorando nº 01/2018-CVM/SRE/GER-1 ("Memorando 1"), que trata de expediente encaminhado à CVM em 21/12/2017 (documento 0386006) por CM Capital Markets DTVM Ltda. e Barigui Securitizadora S.A. com interposição de recurso contra decisão desta Superintendência ("Recurso"), no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição ("Oferta") de Certificados de Recebíveis Imobiliários das séries 62ª e 63ª da 1ª emissão da Barigui Securitizadora S.A.

2. Nesse sentido, a correta redação para o parágrafo 4º do Memorando 1 deve ser lida da seguinte forma:

*4. Em 22/12/2017, a SRE encaminhou o Ofício nº 433/2017/CVM/SRE/GER-1 (documento 0412438), comunicando o deferimento do pleito de efeito suspensivo ao Recurso, ficando suspenso o prazo para atendimento das exigências constantes do Ofício 95, até que o Colegiado da CVM decida o sobre o tema.*

3. Por fim, vale ressaltar que, com exceção do aditamento acima mencionado, o conteúdo do Memorando 1 permanece inalterado.

Atenciosamente,

GUSTAVO LUCHESE UNFER  
Analista GER-1

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Gerente de Registros – 1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

LUIS MIGUEL R. SONO

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários – em exercício

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

PATRICK VALPAÇOS FONSECA LIMA

Superintendente Geral - em exercício



Documento assinado eletronicamente por **Gustavo Luchese Unfer, Analista**, em 15/01/2018, às 11:51, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 15/01/2018, às 12:53, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro em exercício**, em 15/01/2018, às 14:36, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Patrick Valpaços Fonseca Lima, Superintendente Geral em exercício**, em 17/01/2018, às 17:30, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0421301** e o código CRC **2CF744F6**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0421301** and the "Código CRC" **2CF744F6**.*