



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.001522/2017-12

Reg. Col. nº 1365/2019

Interessados: XP Investimentos C.C.T.V.M. S.A.
Cantidiano Advogados
Stocche Forbes Advogados

Assunto: Consulta sobre a possibilidade de estruturação de Certificados de Recebíveis Imobiliários com lastro em “crédito imobiliário por destinação” que envolva o reembolso de despesas de natureza imobiliária incorridas antes da emissão dos CRIs.

Diretora: Flávia Perlingeiro

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de consulta¹ formulada por XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“XPI”) e por Cantidiano Advogados (em conjunto, “Consulentes”)², com base no disposto no art. 13³ da Lei nº 6.385, de 07.12.1976, acerca do entendimento da CVM quanto à possibilidade de estruturação de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRIs”) que tenham como lastro **crédito imobiliário**, caracterizado por força de sua **destinação**, que possa envolver, total ou parcialmente, o reembolso de despesas incorridas no setor imobiliário anteriormente à emissão dos CRIs (“Reembolso”).
2. De início, cabe esclarecer que a Consulta não se remete a quaisquer despesas incorridas no setor imobiliário, mas sim a despesas de **natureza imobiliária**, *de per si*, diretamente

¹ Consulta de 16.02.2017 (Doc. SEI nº 0231598 - “Consulta”), aditada em 19.09.2017 (Doc. SEI nº 0362665).

² Consoante informado por XPI, em audiência realizada na CVM, em 10.05.2019, a Consulta passou a ser também acompanhada por Stocche Forbes Advogados (v. apresentação constante do Doc. SEI nº 0785984).

³ Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

atinentes a aquisição, construção e/ou reforma de imóveis⁴, e **predeterminadas**, a serem, nos termos explicitados na própria Consulta, *“detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento dos gastos, a especificação individualizada dos imóveis aos quais os gastos estejam vinculados, e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula”*⁵ (doravante referidas como “Despesas Imobiliárias”) (grifos meus).

3. Ainda nos termos da Consulta, as Despesas Imobiliárias com Reembolso financiado pelo crédito imobiliário em questão abrangeriam apenas gastos que *“tenham sido incorridos em data igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses do encerramento da oferta pública”* dos CRIs, observando-se, também, requisito de que *“todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem os gastos sejam disponibilizados ao agente fiduciário”*⁶.

4. A SRE elaborou relatório com minuciosa descrição da Consulta e do histórico de precedentes relativos à estruturação de CRIs apreciados, nos últimos anos, pelo Colegiado, contida no Memorando nº 42/2019-CVM/SRE/GER-1, de 29.03.2019 (“Memorando SRE”⁷).

5. Em 09.04.2019, a Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE submeteu a matéria ao Colegiado, tendo sua apreciação sido suspensa em decorrência do meu pedido de vistas, para um exame mais detido dos argumentos contrapostos.

6. Em breve síntese, para os Consulentes, não só a referida estrutura de Reembolso é admitida pela legislação em vigor, por atender às finalidades da Lei nº 9.514, de 20.11.1997⁸, e contar com menção expressa no art. 1º, § 1º-B, VI, da Lei nº 12.431, de 24.06.2011⁹, como

⁴ Ou seja, gastos incorridos diretamente com a aquisição, construção ou reforma de imóvel, e não gastos referentes a custos correlatos, como, por exemplo, com corretagem, registro, tributos ou despesas com advogados na elaboração/negociação de escrituras, etc.

⁵ Item 4 da Consulta de 16.02.2017, pp. 2-3.

⁶ Idem.

⁷ Doc. SEI nº 0723092.

⁸ Sustentam os Consulentes que a Exposição de Motivos da Lei nº 9.514/97 evidencia ter sido proposital a ausência de definição legal taxativa quanto ao que sejam “créditos imobiliários” para fins de emissão de CRIs, de forma a criar um *“ambiente de maior liberdade e dinamismo no mercado de capitais”*, estimulando o *“direcionamento de recursos ao desenvolvimento imobiliário a taxas mais atrativas”* (Item 13 da Consulta).

⁹ Art. 1º Fica reduzida a 0 (zero) a alíquota do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos definidos nos termos da (...). § 1º-B. Para fins do disposto no inciso I do caput, os **certificados de recebíveis imobiliários** deverão ser remunerados por taxa de juros (...) e ainda, cumulativamente, apresentar os seguintes **requisitos**: (...) VI - procedimento simplificado que demonstre o compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro **ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas** relacionados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação (grifos meus).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

também é significativamente benéfica ao mercado de capitais, tendo em vista que traz mais segurança¹⁰ e eficiência¹¹ para a estruturação de CRIs e para o mercado.

7. Após discorrer sobre a evolução do entendimento da CVM¹² quanto à abrangência do conceito de crédito imobiliário, para fins de constituição de lastro para emissão de CRIs, e analisar os argumentos trazidos pelos Consulentes, a SRE opinou pela **impossibilidade** de estruturação de CRI com lastro imobiliário por força de sua destinação, que envolva, parcial ou totalmente, o Reembolso de Despesas Imobiliárias, entendendo que essa conclusão estaria em linha com os precedentes da Autarquia.

8. Em suas considerações, a SRE reconhece que *“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)”*¹³. Nesse contexto, explicita que se encontra atualmente pacificada na CVM a possibilidade de emissão de CRI com lastro em dívida contraída com destinação integral de recursos a imóveis previamente identificados na documentação da oferta, considerados como *“créditos imobiliários por sua destinação”* (refletidos nas chamadas dívidas corporativas)¹⁴.

9. Assevera, contudo, que, mesmo tendo se passado a admitir a caracterização do crédito como *“imobiliário”* em decorrência da *“sua destinação”*, para que se configure o *“vínculo”*

¹⁰ Isso na medida em que a estrutura de Reembolso de Despesas eliminaria o risco de aplicação inadequada dos recursos captados, pois, quando emitidos os CRIs, já haveria a comprovação concreta da destinação pactuada.

¹¹ Os Consulentes argumentam que haveria maior agilidade, pois os empreendedores poderiam dar início a aquisição ou reforma de certo imóvel sem ter de aguardar todo o trâmite de registro e liquidação financeira da oferta pública, sem prejuízo de, ao captarem a taxas potencialmente mais baixas no âmbito do mercado de capitais, poderem utilizar os recursos provenientes do reembolso do valor despendido com as Despesas Imobiliárias anteriormente incorridas, inclusive na quitação de eventuais empréstimos tomados a custos mais elevados.

¹² O Memorando SRE aborda decisões do Colegiado da CVM tomadas em: (i) 10.07.2007, no Processo nº RJ-2007-0547 (*“Caso Rio Bravo”*), que cita decisões de 14.05.2002, no Processo nº RJ 2001/1981, e de 13.05.2003, no Processo nº 2002/3032; (ii) 26.03.2013, no Processo nº RJ-2012-1277 (*“Primeiro Caso Rede D’Or”*); (iii) 16.08.2016, no Processo nº 19957.000587/2016-51 (*“Caso Cyrela”*); (iv) 12.12.2017, no Processo nº 19957.010578/2017-50 (*“Segundo Caso Rede D’Or”*); (v) 26.06.2017, no Processo nº 19957.009618/2016-30 (*“Caso BR Properties”*); e (vi) 16.01.2018, no Processo nº 19957.008927/2017-73 (*“Caso Barigui”*)

¹³ Item 10 do Memorando SRE.

¹⁴ Apenas para que fique bastante claro, a Consulta, o Memorando SRE e esta manifestação de voto não estão a tratar (e, assim, não reiteram nem alteram qualquer entendimento) acerca dos créditos que já foram considerados pela CVM como *“imobiliários na sua origem”*, como os que tenham lastro em: (i) contrato de compra e venda de imóvel; (ii) contrato de financiamento imobiliário; (iii) contrato de aluguel de imóvel; e (iv) empréstimo a pessoa natural com pacto adjeto de alienação fiduciária de imóvel em garantia, originado por companhia hipotecária (v. Item 32 do memorando SRE).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

previsto no art. 8º, I, da Lei nº 9.514/97¹⁵, o direcionamento dos recursos captados por meio da oferta pública de CRIs a imóveis previamente identificados deve ocorrer após a emissão dos CRIs e até a data de seu vencimento, o que deve ser objeto de comprovação¹⁶.

10. Com relação ao lastro em crédito imobiliário que envolva o Reembolso de Despesas Imobiliárias, a SRE ressalta que o tema ainda não foi objeto de manifestação pelo Colegiado.

11. Com efeito, embora no Caso BR Properties a SRE tenha chegado a se posicionar contrariamente à possibilidade de criação de vínculo imobiliário por meio de reembolso de valores pagos no âmbito de transações imobiliárias passadas¹⁷, a questão não chegou a ser apreciada pelo Colegiado. No caso, apesar de ter sido novamente reconhecido que dívidas corporativas podem lastrear a emissão de CRIs, entendeu-se que, em razão de suas particularidades, a operação era desprovida de “*substância econômica*” e fora “*idealizada com o objetivo principal de constituir, de maneira artificial, o lastro do CRI*”¹⁸, tendo se dispensado a avaliação sobre a regularidade das demais características da oferta, não se tendo, assim, analisado especificamente a questão do Reembolso em si.

12. De todo modo, a manifestação contrária da SRE no Caso BR Properties refletiu seu entendimento no sentido de que o vínculo imobiliário exigido pela Lei nº 9.514/97 requer que a destinação seja realizada a partir da emissão dos CRIs, o que, naquela oportunidade, foi corroborado pela Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”), que enfatizou que a Lei nº 9.514/97 “*exige a caracterização do vínculo real no momento da emissão do CRI*”¹⁹.

¹⁵ 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; (Redação dada pela Lei nº 10.931, de 2004)(...) (grifos meus).

¹⁶ Nessa linha, destaca a decisão unânime do Colegiado no Caso Cyrela, bem como o decidido no Segundo Caso Rede D’Or, enfatizando, no que tange à destinação dos recursos, a relevância da “*fiscalização e dos mecanismos de controle que garantam a aplicação integral dos recursos em imóveis pré-determinados durante a vigência dos CRI*” (Itens 18 a 25 do Memorando SRE).

¹⁷ Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1, como detalhado no Item 37 do Memorando SRE.

¹⁸ v. voto do então Presidente da CVM Leonardo Perreira, em 26.06.2017, em que destacou, ainda, que, no CRI por destinação, “os recursos arrecadados com a dívida corporativa devem sempre ser empregados pela devedora em atividade legítima relacionada ao mercado imobiliário, previamente indicada dos documentos da oferta”, e a “emissão pública de CRI não pode representar mera operação de capitalização da empresa devedora, o que desvirtuaria a essência da Lei nº 9.514, mas sim estar vinculada ao efetivo financiamento de um projeto imobiliário” (v. também Item 35 do Memorando ser, sobre o Caso BR Properties).

¹⁹ Item 37 do Memorando SRE.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

13. Na visão da SRE, “a destinação dos recursos a imóveis somente cumprirá o objetivo de desenvolver o mercado imobiliário brasileiro, em linha com a Lei 9.514, se ocorrer **posteriormente** à captação dos recursos oriundos da emissão dos CRI”²⁰. Igualmente, para a PFE, a estrutura de reembolso “apenas reforça a ausência de direcionamento dos recursos ao fomento do mercado imobiliário”, tratando-se de “mera operação de capitalização”²¹.

14. No que tange à Consulta, entretanto, a própria Área Técnica reconhece que se apresenta para análise da CVM estrutura diversa do Caso BR Properties, tendo em vista que, conforme descrevem os próprios Consulentes, as operações teriam substrato econômico e haveria limitação de prazo em linha com o disposto na Lei nº 12.431/11, contemplando apenas despesas incorridas nos 24 meses que antecederem o encerramento da oferta²², a fim de que seja evitado desvirtuamento do mecanismo.

15. Ademais, após ratificar o entendimento anteriormente externado no Caso BR Properties, a SRE refuta também o argumento trazido pelos Consulentes com relação ao previsto na Lei nº 12.431/11, quanto ao que o mercado passou a chamar de “CRI de Infraestrutura”²³.

16. Pontua que a Lei nº 12.431/11 criou condições especiais para a emissão de CRIs (e outros valores mobiliários) para que tenham o tratamento tributário nela previsto, buscando o atendimento a uma política de Estado que visa promover o financiamento de longo prazo voltado para projetos de investimento com ênfase em infraestrutura. Na visão da SRE, a menção expressa na Lei nº 12.431/11 a “reembolso” de gastos e despesas só poderia ser aceitável na emissão de CRIs que se enquadrem integralmente ao disposto da referida lei, observando todos os requisitos nela exigidos²⁴.

17. Por fim, esclarece a SRE que, a seu ver, embora o Reembolso não atenda à finalidade da Lei nº 9.514/97, no caso específico dos chamados “CRIs de Infraestrutura”, a norma especial (Lei nº 12.431/11) afasta a incidência da norma geral (Lei nº 9.514/97) e, portanto, apenas nesse caso, pode haver o reembolso de despesas anteriormente incorridas entre a destinação dos recursos provenientes da oferta dos referidos valores mobiliários²⁵.

²⁰ Trecho da manifestação da SRE no Caso BR Properties, transcrito no Item 35 do Memorando SRE (grifou-se).

²¹ Trechos do PARECER n. 00010/2017/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, no Caso BR Properties, transcritos no Item 37 do Memorando SRE.

²² Item 40 do Memorando SRE.

²³ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados nesta manifestação de voto que não estiverem nela definidos têm o significado que lhes foi atribuído no Memorando SRE.

²⁴ Itens 51 a 53 do Memorando SRE.

²⁵ Itens 53 e 54 do Memorando SRE.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

II. CONTEXTO DA CONSULTA

18. Primeiramente, cabe destacar que se trata de Consulta formulada em tese, ou seja, não relacionada a qualquer oferta específica de CRIs pendente de análise ou registro.

19. Os Consulentes apontam a inexistência de precedente desta Autarquia que tenha esclarecido especificamente o entendimento do Colegiado sobre a possibilidade de destinação de crédito imobiliário que lastreie a emissão de CRIs ao Reembolso de Despesas Imobiliárias anteriormente incorridas. Nesse sentido, consignam que a ausência de clareza acerca da questão gera significativa imprevisibilidade, o que, por sua vez, resulta em expressivo desestímulo à estruturação de operações que contem com a estrutura de Reembolso. Após a decisão tomada no Caso BR Properties, os Consulentes inclusive aditaram a Consulta de modo a reforçar seus argumentos, tendo em vista que o referido precedente não chegou a esclarecer a questão.

20. Destacam, ainda, que, em razão da dúvida, muitos acabam recorrendo a fontes de financiamento mais caras, temendo eventual indeferimento de registro da oferta e o consequente risco de imagem associado a tal indeferimento.

21. Aqui cabe reiterar, conforme enfatizado em recente manifestação de voto do Diretor Gustavo Gonzalez²⁶, a importância de a CVM analisar, em sede de consulta, questões jurídicas complexas, e abordar temas inéditos, que demandem um exame mais detido, por vezes incompatível com a dinâmica e os prazos envolvidos no registro de uma oferta.

22. Ressalto também que a atividade consultiva da CVM, já prevista originalmente no art. 13 da Lei nº 6.385/76, tem caráter orientador e preventivo, contribuindo para o incremento da segurança jurídica na aplicação das normas, em sintonia, inclusive, com o disposto na Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro²⁷ e seu recém editado regulamento²⁸.

23. Para além do objetivo de eliminar a incerteza regulatória que ainda persiste sobre o tema, no âmbito da Consulta, tanto os Consulentes quanto a SRE demonstram pertinente preocupação com relação ao fato de que, tendo em vista as isenções e incentivos previstos na legislação tributária com relação ao investimento em CRIs (assim como quanto a certos outros títulos e/ou

²⁶ Manifestação de voto de 18.06.2019, no Processo Administrativo CVM nº 19957.001012/2019-07.

²⁷ Decreto-Lei nº 4.657, de 04.09.1942, alterado pelas Leis nº 12.376, de 30.12.2010, e nº 13.655, de 25.04.2018, Art. 30. As autoridades públicas devem atuar para **aumentar a segurança jurídica na aplicação das normas**, inclusive por meio de regulamentos, súmulas administrativas e **respostas a consultas**. Parágrafo único. Os instrumentos previstos no caput deste artigo terão caráter vinculante em relação ao órgão ou entidade a que se destinam, até ulterior revisão. (grifos meus)

²⁸ v. art. 19 do Decreto nº 9.830, de 10.06.2019.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

valores mobiliários incentivados), devendo-se zelar para que a utilização de tais instrumentos de captação de recursos não seja deturpada, buscando-se preservar o sentido e o alcance almejados pelas políticas públicas atinentes.

24. Isso não quer dizer, entretanto, que o tratamento tributário incentivado relativo aos CRIs imponha peremptoriamente uma interpretação restritiva da Lei nº 9.514/97 no que tange ao conceito de crédito imobiliário apto a lastrear tais títulos. Como muito bem ponderado pelo então Diretor Pablo Renteria, em voto também citado pelos Consulentes, na hipótese, deve-se interpretar a lei de forma estrita (nem restritiva nem ampliativa), sistemática e funcionalmente alinhada aos fins perseguidos pelo respectivo diploma legal²⁹. Como assevera a doutrina, quando “se procura e transmite o sentido exato, sem nada reduzir nem acrescentar, opera-se a moderna interpretação *estrita*”³⁰, sem que se deixe de atingir o conteúdo integral da norma.

25. Nesse contexto, restam evidenciadas a relevância e a sensibilidade da matéria.

26. Como visto, as conclusões da SRE quanto à impossibilidade de estruturação de CRIs nos moldes da Consulta têm amparo, essencialmente, nos seguintes fundamentos: (i) a configuração do vínculo exigido pelo disposto no art. 8º, I, da Lei nº 9.514/97 requer que o direcionamento dos recursos captados por meio da oferta pública de CRIs ocorra, necessariamente, após a emissão dos CRIs; e (ii) a estrutura de Reembolso de Despesas Imobiliárias anteriormente incorridas não atende à finalidade da Lei nº 9.514/97, aplicando-se apenas ao caso específico dos “CRIs de Infraestrutura”, em razão da prevalência da norma especial (Lei nº 12.431/11) que afasta a incidência da norma geral (Lei nº 9.514/97).

27. Em que pese o minucioso trabalho de análise refletido no Memorando SRE, divirjo, respeitosamente, quanto a ambos os fundamentos, pelas razões que passo a expor.

III. DESTINAÇÃO DE RECURSOS AO REEMBOLSO DE DESPESAS IMOBILIÁRIAS

28. Em linha com o comentado tanto pelos Consulentes quanto pela Área Técnica, atualmente não resta dúvida sobre a possibilidade de emissão de CRIs lastreados em créditos considerados imobiliários em razão da **destinação** dos recursos captados.

²⁹ Em manifestação de voto no âmbito do Processo SEI nº 19957.001669/2016-13 (“Caso Burger King”), acompanhada pelo Colegiado, em 30.08.2016, a tratar da lei que instituiu os Certificados de Recebíveis do Agronegócio - CRAs, em linha também aplicável à lei que instituiu os CRIs, como observam os Consulentes.

³⁰ MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e aplicação do direito*, Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 164.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

29. Entende-se que tais créditos estão abrangidos pelo termo “créditos imobiliários”, utilizado sem definição específica pela Lei nº 9.514/97, ao criar os CRIs³¹, e que tampouco foi definido pela Instrução CVM nº 414, de 30.12.2004, ao regulamentar as companhias securitizadoras e as ofertas públicas de CRIs³², servindo-se do conceito de conteúdo propositalmente aberto que é³³.

30. Tem-se, por certo, que os CRIs devem ser lastreados em créditos imobiliários, incluindo os assim considerados por destinação, e que tais créditos imobiliários devem estar vinculados a imóveis específicos, exaustivamente indicados na documentação da oferta (doravante referidos como “Imóveis Vinculados”).

31. Também não há discordância quanto ao fato de que (i) o direcionamento dos recursos obtidos com a emissão dos CRIs para os Imóveis Vinculados deve ser verificado pelo respectivo agente fiduciário³⁴; e (ii) a efetiva destinação de tais recursos deve se dar até no máximo a data de vencimento dos CRIs.

32. Em síntese, o objeto da divergência de entendimento entre a SRE/PFE e os Consultentes diz respeito apenas ao momento a partir do qual podem ser incorridas as Despesas Imobiliárias amparadas pelo crédito imobiliário por destinação apto a lastrear a emissão dos CRIs, ou seja, o **crédito** objeto da **securitização**.

33. Para SRE/PFE, tais Despesas Imobiliárias somente poderão ser incorridas após a emissão dos títulos, sob pena de não se configurar a *destinação* necessária para a criação do vínculo exigido por lei. Partem, assim, da concepção de que, se o ônus financeiro já foi suportado pelo devedor (com recursos próprios ou de terceiros) disponíveis antes da emissão dos CRIs (portanto, arcadas com outros recursos), quando captados os novos recursos resultantes da oferta pública de distribuição dos títulos, tais recursos serão necessariamente

³¹ O art. 6º da Lei nº 9.514/97 define o CRI como “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.” (grifei)

³² Como também já não havia definição específica na Instrução CVM nº 284, de 24.07.1998, que a antecedeu.

³³ Acerca dos créditos imobiliários, explicita a ex-diretora Norma Jonssen Parente, que “a doutrina e jurisprudência vêm construindo paulatinamente este conceito, que deve continuar aberto para acompanhar as inovações do mercado, tendo sempre presente a necessidade de preservar a finalidade da lei, ou seja, proporcionar o efeito multiplicador que a construção civil tem na economia como um todo” (*Mercado de Capitais*, 2. ed. rev., atual. e ampl., São Paulo: Thompson Reuters Brasil, 2018 (*Coleção tratado de direito empresarial*: v. 6, coordenação Modesto Carvalhosa), p. 235).

³⁴ Instrução CVM nº 414/04, art.13. Aplicam-se ao agente fiduciário de CRI os direitos, as obrigações e os deveres estabelecidos pela Lei nº 9.514, de 1997, e pelas regras que dispõem acerca do exercício da função de agente fiduciário. (redação dada pela Instrução nº CVM 583, de 20.12.2016).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

empregados em outros fins (ou seja, terão destinação diversa). Por isso, entendem que os novos recursos representariam *mera capitalização*, não fomentando o setor imobiliário e, portanto, não atendendo a finalidade da Lei nº 9.514/97.

34. Não compartilho, entretanto, dessa visão.

35. Em primeiro lugar, porque concordo com os Consulentes quando argumentam que a lei não estabeleceu a restrição temporal apontada e que tal restrição não é intrínseca ao conceito de crédito imobiliário. Entendo que o fato de o ônus financeiro ter sido inicialmente suportado em momento antecedente à emissão dos CRIs não descaracteriza *de per si* a natureza do crédito que venha a financiá-lo como crédito imobiliário por **destinação**.

36. Isso não significa que as Despesas Imobiliárias financiadas possam ter sido incorridas indiscriminadamente a qualquer tempo, sob pena de desvirtuamento conceitual, como detalharei mais adiante. Os próprios Consulentes reconhecem a importância da limitação de prazo e, nesse sentido, propõem que sejam consideradas apenas despesas incorridas nos 24 meses que antecederem o encerramento da oferta pública dos CRIs, tomando “emprestado” para tanto, como dito, o prazo previsto na Lei nº 12.431/11, ainda que o respectivo dispositivo legal se aplique apenas para os fins de que trata a lei.

37. Note-se que, no Caso BR Properties, a SRE já havia alertado, com propriedade, para o risco de que a estrutura de Reembolso pudesse acabar dando amparo a operações desalinhadas com os objetivos da Lei nº 9.514/97, consubstanciados no fomento ao setor imobiliário brasileiro e financiamento por meio do mercado de valores mobiliários. Como exemplo, a SRE destacou o risco de abrir-se a possibilidade de emissão de CRIs com lastro em debêntures que tenham sido emitidas há anos atrás, para captação de recursos para aquisição de um dado imóvel, quanto às quais o emissor apenas repactue cláusulas da respectiva escritura de emissão (alongando prazo e ajustando a remuneração a mercado).

38. Ou, ainda, que debêntures com cláusula de repactuação que já constituam lastro de CRIs (como crédito imobiliário por destinação), “*por exemplo, com prazo de 5 anos, possam vir a ser repactuadas muito próximas de seu vencimento, gerando a liquidação antecipada dos CRI que lastreavam, mas ficando disponíveis, agora com prazo de vencimento repactuado, a constituir lastro de um novo CRI, tudo porque **um dia** tais debêntures foram emitidas com a finalidade de se adquirir um imóvel*”³⁵ (grifei). A SRE pontuou também que o risco seria ainda

³⁵ Item 76 do Memorando nº 19/2017-CVM/SRE/GER-1, transcrito no Item 37 do Memorando SRE.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

mais nocivo, nesse caso, ao se repetir a dinâmica de repactuação sempre com muita proximidade ao vencimento original dos CRIs, propiciando ao emissor das debêntures a criação de lastro com *prazo indeterminado* para futuras emissões de CRIs.

39. Quanto a isso, cabe ressaltar que o risco de desvirtuamento da estrutura objeto da Consulta, com vistas à estruturação ou perpetuação artificial de lastro para emissões de CRIs, deve ser afastado, mas não pela redução, por via interpretativa restritiva, da efetiva abrangência do conceito de crédito imobiliário, e sim, a meu juízo, pela definição de prazo condizente com o que conceitualmente se entenda abarcado pela norma, em linha, inclusive, com o que propuseram os Consulentes. Da mesma forma, riscos relativos a desvios de finalidade não são afastados proibindo-se que operações sejam adstritas a determinadas finalidades, mas mitigados pela criação de mecanismos e procedimentos de verificação e controles que permitam prevenir, fiscalizar ou penalizar tais desvios, conforme aplicável.

40. De todo modo, antes de discutir a questão da fixação do limite temporal propriamente dito, volto ao cerne da questão, que, a meu ver, repousa nos conceitos de vínculo e destinação.

41. Acerca do **vínculo** exigido pela Lei nº 9.514/97, cabe conferir o que dispõe seu art. 8º:

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. (...)

(grifou-se)

42. Observe-se que o caput nos remete ao **vínculo** a ser estabelecido entre os créditos imobiliários (lastro) e os CRIs e o inciso I exige a configuração do vínculo entre tal crédito e imóvel específico, previamente identificado no termo de securitização, inclusive com identificação da matrícula e registro no RGI. Não há qualquer menção na lei a requisito de temporalidade que impeça a vinculação de crédito imobiliário por destinação por meio do qual tenham sido financiadas, total ou parcialmente, Despesas Imobiliárias incorridas anteriormente à emissão dos CRIs. Consoante apontado na própria Consulta, tais despesas também estariam



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida, portanto aptas a demonstrar inequívoco liame com os Imóveis Vinculados³⁶.

43. Cabe repisar que o crédito imobiliário “por força de sua destinação” se caracteriza justamente, com o perdão da redundância, pela “**destinação**”, a qual, no caso dos CRIs, estará necessariamente atrelada aos Imóveis Vinculados. Pertinente, portanto, admitir que o direcionamento de recursos que não se amolde, desviando-se da destinação exigida, não se configuraria como crédito imobiliário e não poderia ser abarcado pela Lei nº 9.514/97.

44. Entretanto, parece-me que tal destinação deve ser tida e verificada não dentro de um espectro estritamente considerado pelo fluxo financeiro, ou seja, não sob a ótica da mera utilização do caixa relativo aos recursos captados, como se fosse mandatário, para tal fim, seguir o fluxo do dinheiro levantado com a operação. A meu ver, tal como em outras operações de financiamento, a destinação deve ser considerada sob seu aspecto jurídico-creditício, à luz da vinculação contratual/obrigacional e do efetivo cumprimento da obrigação de atrelar usos e fontes, com comprovação de suficiência e equivalência dos respectivos valores, bem como de especificação que evidencie a existência e a correlação da despesa-lastro (i.e. uso) com o Imóvel Vinculado.

45. É o que ocorre, por exemplo, nas mais diversas operações de financiamento, que são, em si próprias, definidas justamente a partir do conceito de destinação específica. Para melhor ilustrar meu argumento, tomo, como exemplo, a distinção entre **mútuos** e **financiamentos**, espécies abrangidas pelo gênero “operações de **crédito**”.

46. O mútuo é contrato típico, definido pelo Código Civil³⁷, que se caracteriza pelo empréstimo de coisas fungíveis, em que o mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisas do mesmo gênero, qualidade e quantidade. No mútuo feneratício (i.e.

³⁶ Veja-se que a viabilidade de verificação efetiva da Despesa Imobiliária, por sua natureza, é um elemento relevante na análise da questão. A título ilustrativo, observe-se que, no âmbito da Audiência Pública SDM 01/2017, que versou sobre a regulamentação dos CRAs, a CVM, ao não acatar sugestão de incluir como lastro de operações dos referidos certificados créditos cuja destinação de recursos fosse relativa a reembolso de investimentos agrícolas realizados em prazo anterior à emissão dos CRAs, ressaltou exergar diferenças relevantes entre os CRAs e os CRIs. Na oportunidade, com relação aos projetos de empreendimentos imobiliários, destacou-se que “[t]ais empreendimentos, por sua natureza física, são facilmente verificáveis, tornando o reembolso uma operação muito mais simples”, ressaltando que “[n]o contexto de um CRA, por outro lado, não há um projeto, um prédio ou uma instalação que comprove que determinado montante financeiro foi alocado para sua construção. O produto agrícola é fungível e o reembolso de despesas já incorridas não traz a mesma lógica.” (v. Item 2.8 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM 01/2017, Processo CVM nº RJ/2014-1167).

³⁷ Lei nº 10.406, de 10.01.2002 (Código Civil), Art. 586: O mútuo é o empréstimo de coisas fungíveis. O mutuário é obrigado a restituir ao mutuante o que dele recebeu em coisa do mesmo gênero, qualidade e quantidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de empréstimo de dinheiro a juros)³⁸, o mutuário poderá utilizar os recursos mutuados da maneira e para os fins que lhe aprovar.

47. Já na operação de financiamento³⁹, o fator distintivo basilar, quando contrastada com o mútuo, é justamente a ausência de liberdade do financiado quanto à destinação dos recursos, que restará pactuada contratualmente. O financiamento é, em essência, o mútuo com destinação predefinida, da qual o financiado não poderá se desviar.

48. Note-se que, na praxe do mercado de crédito *lato sensu*, sem entrar nas especificidades dos diversos tipos de financiamento existentes, pode-se dizer que, em geral, são admitidas, sob esse mesmo guarda-chuva conceitual, operações em que a efetiva destinação dos recursos:

- (i) é feita diretamente pelo financiador, que os desembolsa diretamente aquele que constitui a finalidade, por exemplo, o vendedor de equipamentos ou prestador de serviços, por conta e ordem do financiado;
- (ii) é feita pelo financiado, ao utilizar ele mesmo os recursos para os fins pactuados (com posterior comprovação);
- (iii) é assegurada por mecanismos específicos de vinculação de pagamento, como, por exemplo, cartas de crédito; e/ou
- (iv) já foi, no todo ou em parte, anteriormente efetivada pelo financiado (com recursos próprios ou de terceiros), em **antecipação** à sua expectativa de obtenção de financiamento, sendo então objeto de reembolso pelo financiador (após verificar elementos/documentos de comprovação).

49. Por óbvio, a utilização de uma ou mais dessas opções depende do que seja contratado pelas partes, bem como, por vezes, da existência ou não de restrições legais ou regulamentares, a depender do tipo de operação.

50. A ilustração serve, entretanto, como indicativo de que não se deve tomar como premissa o fato de que a possibilidade de concessão de crédito com destinação específica (em essência, um financiamento), com previsão de reembolso de montantes despendidos na referida destinação anteriormente à concessão do referido crédito, por si só, descaracteriza a própria destinação, convertendo-se em mera capitalização do financiado. Fosse, assim, operações de financiamento imobiliário, rural, à exportação, ponte (*bridge financing*), de projetos (*project*

³⁸ Código Civil, Art. 591. Destinando-se o mútuo a fins econômicos, presumem-se devidos juros, os quais, sob pena de redução, não poderão exceder a taxa a que se refere o art. 406, permitida a capitalização anual.

³⁹ Instituto não tipificado no Código, mas tradicional no âmbito do direito civil e do direito bancário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

finance), entre tanto outros, em que se admitisse a dinâmica referida no item (iv), acima, seriam todas reputadas mútuos e não financiamentos, o que, entretanto, não é o que ocorre.

51. Como substrato em comum em tais operações, pode-se dizer que, conceitualmente, o emprego antecedente de recursos próprios ou de terceiros na destinação a ser objeto de financiamento se concretiza como uma espécie de “adiantamento”⁴⁰, já realizado com base em expectativa de um acontecimento futuro, qual seja, a obtenção de financiamento ou refinanciamento (aí tomadas em seu sentido econômico, independentemente da forma jurídica adotada) via mercado de capitais⁴¹, por exemplo, por meio da estruturação de oferta de CRI.

52. E é justamente dentro dessa perspectiva que entendo que a estrutura de Reembolso, nos termos descritos na Consulta, não desnatura a destinação necessária para consubstanciar o “crédito imobiliário por destinação”, desde que observados os demais elementos também apontados na Consulta, em especial a previsão de prazo razoavelmente próximo à data de encerramento da oferta, de modo a que o direcionamento prévio de recursos possa ser tido na essência como um adiantamento e que não se abra espaço para artificiosa perpetuação de lastro para novas emissões de CRIs, como apontado pela SRE.

53. Nesse sentido, a meu ver, o prazo de até 24 meses antecedentes ao encerramento da oferta de CRIs, que os Consulentes tomaram “emprestado” do disposto na Lei nº 12.431/11, atende ao referido propósito e deve ser adotado. Não porque se aplique como regra geral a todos os CRIs (o que não é o caso, como detalharei na próxima Seção), mas porque revela-se razoável (tanto que adotado como parâmetro pela referida lei) para que seja mantida a coerência conceitual acima referida.

54. Observe-se que, com isso, não estaria a Autarquia a instituir um novo requisito não previsto na legislação de regência dos CRIs, aos quais, como títulos de crédito que são (além

⁴⁰ Na praxe do mercado de crédito bancário, o termo “adiantamentos” (ao lado de “empréstimos” e “financiamentos”) é também utilizado, embora não tenha definição específica na lei civil nem na comercial (aliás, nem na bancária, especificamente). O art. 34 da Lei Bancária (Lei nº 4.595, de 31.12.1964), por exemplo, em sua redação original, dispunha sobre operações vedadas de “empréstimos e adiantamentos” entre partes relacionadas. Com nova redação, dada pela Lei nº 13.506, de 13.11.2017, com muita propriedade, tal dispositivo passou a se referir a “operação de crédito”, ou seja, a dispor sobre o gênero das referidas operações bancárias e não sobre duas de suas espécies. Note-se que o Conselho Monetário Nacional (“CMN”), ao disciplinar a definição de operação de crédito para tais fins, listou, entre outras operações, empréstimos, financiamentos e adiantamentos (art. 4º da Resolução CMN 4.693, de 29.10.2018).

⁴¹ Em geral, as datas de corte para a definição de montantes passíveis de reembolso guardam alguma relação com o tempo necessário para a estruturação do financiamento, que varia conforme o tipo de operação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de valores mobiliários), aplica-se o princípio da tipicidade legal⁴². Tal prazo, assim como os demais elementos trazidos pela Consulta, são apenas componentes interpretativos do conceito de crédito imobiliário, previsto, mas não especificamente definido, na Lei nº 9.514/97.

55. Assim, da mesma forma que, por meio da análise de precedente, a CVM veio a esclarecer que a destinação de recursos deve se dar até, no máximo, a data de vencimento dos CRIs, estar-se-ia estabelecendo prazo máximo de antecedência para a destinação previamente realizada.

56. Por fim, antes de passar ao exame do tratamento dado aos “CRIs de Infraestrutura” pela Lei nº 12.431/11, destaco, ainda, que também concordo com os Consulentes quando sustentam que essa interpretação está em linha com as finalidades almejadas pela Lei nº 9.514/97, editada notadamente “sob a diretriz da desregulamentação da economia, com o objetivo de financiar a atividade produtiva, atrair recursos, e estimular o mercado secundário de créditos imobiliários”⁴³ e que a estrutura de Reembolso se presta ao fomento do referido setor e seu financiamento por meio do mercado de valores mobiliários.

57. Isso porque o fomento não se concretiza apenas por meio de captações de recursos para investimentos subsequentes à emissão dos CRIs. A clareza quanto à própria possibilidade de recuperação (via Reembolso) de recursos destinados ao setor imobiliário tem também o condão de estimular a antecipação de investimentos, já se sabendo que possam vir a ser financiados a taxas mais atrativas no âmbito de securitização no mercado de capitais.

58. Ademais, entendo que também procedem as ponderações dos Consulentes quanto às vantagens que a estrutura de Reembolso apresenta em termos de (i) incremento de eficiência, e (ii) eliminação do risco de aplicação inadequada de recursos. O aumento de eficiência deriva da maior agilidade com que poderiam ser estruturados projetos imobiliários, dando início a investimentos arcados com recursos próprios ou de terceiros (por exemplo, por meio de mútuos), sem ter de aguardar todo o trâmite de registro e liquidação financeira da oferta dos

⁴² Código Civil, Art. 887. O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei.

⁴³ Itens 15 e 16 da Consulta. Destaco, ainda, o seguinte trecho da exposição de motivos da Lei nº 9.514/97: “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 financeiro 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.” (grifos meus)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

CRIs, mas sem que seja tolhida a perspectiva de, na sequência, levar a operação para o âmbito do mercado de valores mobiliários e, assim, diminuir seu custo médio ponderado de capital.

59. Além disso, a estrutura de Reembolso traz em si a grande vantagem de eliminação do risco de desvio de finalidade (uma vez que a destinação já será comprovada na partida), bem como de eventual risco de que, por alterações subsequentes no cenário macroeconômico ou do próprio setor imobiliário, o financiado passe a não ter mais a perspectiva de direcionamento dos recursos aos Imóveis Vinculados antes do prazo de vencimento dos CRIs.

60. Desse modo, parece-me correto concluir que, além de pertinente do ponto de vista conceitual, a estrutura apresentada na Consulta é aderente aos propósitos da legislação de regência, propícia ao fomento do setor imobiliário e tem repercussões positivas no funcionamento e desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

IV. TRATAMENTO DADO AOS “CRIS DE INFRAESTRUTURA” PELA LEI Nº 12.431/11

61. Com relação à natureza tributária da Lei nº 12.431/11, que dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações de que trata e altera as leis que especifica⁴⁴, cabe ressaltar, desde logo, que não se está aqui a tratar de interpretação da legislação tributária, tampouco a manifestar qualquer opinião ou orientação quanto ao tratamento fiscal aplicável aos CRIs, o que certamente não faz parte das competências legais atribuídas à CVM.

62. Trata-se, pelo contrário, de análise que tem por escopo apenas compreender o contexto da menção expressa feita pela Lei nº 12.431/11 à hipótese de reembolso de gastos e despesas com recursos captados por meio da emissão de CRIs. Isso de modo a perquirir se o alcance do termo “crédito imobiliário” adotado na legislação não tributária que instituiu os CRIs (Lei nº 9.514/97) teria sido alterado pela lei tributária (Lei nº 12.431/11), para fins fiscais, ou teria sido por ela simplesmente preservado, tendo essa se servido de seus componentes apenas para estabelecer um subconjunto de requisitos exigíveis, aí sim para assegurar um determinado tratamento tributário que não está aqui em análise ou discussão.

63. Note-se que o próprio Código Tributário Nacional, ao dispor sobre a interpretação e integração da legislação tributária, prevê que serão utilizados os princípios gerais de direito privado para “pesquisa da definição, do conteúdo e do alcance de seus institutos, conceitos e

⁴⁴ Promove alterações expressas em dezenove leis ordinárias, dentre as quais não está incluída a Lei nº 9.514/97.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

formas, mas não para a definição dos respectivos efeitos tributários⁴⁵, bem como que, salvo quanto àqueles utilizados expressa ou implicitamente pela Constituição Federal para definir ou limitar competências tributárias, a lei tributária pode alterar a definição, o conteúdo e o alcance de tais institutos, para aplicação no âmbito do direito tributário⁴⁶.

64. Assim, em regra, o direito tributário, como direito de superposição que é, deve respeitar os contornos determinados pelo próprio direito privado, não tendo o condão de criar realidades jurídicas novas e alterar os conceitos de direito privado.

65. Por outro lado, para fins tributários e desde que sem alterar as competências tributárias constitucionais, seria possível fazê-lo. Assim, caso a Lei nº 12.431/11 quisesse redefinir o que deva ser considerado “certificado de recebíveis imobiliários” ou “crédito imobiliário”, para fins da incidência ou isenção⁴⁷ do imposto de renda sobre rendimentos e ganhos em operações com CRIs, poderia tê-lo feito, observando-se que tais novos contornos conceituais seriam então aplicáveis para tais fins.

66. Não me parece, entretanto, que tenha sido esse o escopo dos §§ 1º-B, 1º-C e 1º-D do art. 1º da Lei nº 12.431/11, *in verbis*:

Art. 1º Fica reduzida a **0 (zero) a alíquota** do imposto sobre a renda incidente sobre os rendimentos definidos nos termos da alínea a do § 2º do art. 81 da Lei nº 8.981, de 20 de janeiro de 1995, quando pagos, creditados, entregues ou remetidos a **beneficiário residente ou domiciliado no exterior**⁴⁸, exceto em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20% (vinte por cento), produzidos por:

I - títulos ou valores mobiliários adquiridos a partir de 1º de janeiro de 2011, objeto de distribuição pública, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificadas como instituições financeiras; ou

.....

⁴⁵ Art. 109 da Lei nº 5.172, de 25.10.1966 (“CTN”), que dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios, tendo sido recepcionada, pela Constituição Federal de 1988, com status de Lei Complementar.

⁴⁶ CTN, Art. 110 A lei tributária não pode alterar a definição, o conteúdo e o alcance de institutos, conceitos e formas de direito privado, utilizados, expressa ou implicitamente, pela Constituição Federal, pelas Constituições dos Estados, ou pelas Leis Orgânicas (...), para definir ou limitar competências tributárias.

⁴⁷ No que diz respeito à isenção, note-se que, nos termos do art. 111 do CTN: Interpreta-se literalmente a legislação tributária que disponha sobre: I - (...); II - outorga de isenção; (...).

⁴⁸ Note-se que a redução de alíquotas de imposto de renda com relação a pessoas físicas (a zero) e jurídicas (a 15%) é regulada pelo disposto no art. 2º da lei (esse sim a tratar especificamente de projetos de infraestrutura considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo federal), o qual, por sua vez, também requer, para tais fins, que os CRIs atendam ao disposto nos §§ 1º-B e 1º-C do art. 1º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

§ 1º-B. **Para fins do disposto no inciso I do caput, os certificados de recebíveis imobiliários** deverão ser remunerados por taxa de juros (...) e ainda, cumulativamente, **apresentar os seguintes requisitos:**

I - prazo médio ponderado superior a 4 (quatro) anos, na data de sua emissão;
II - vedação à recompra dos certificados de recebíveis imobiliários pelo emissor ou parte a ele relacionada e o cedente ou originador nos 2 (dois) primeiros anos após a sua emissão e à liquidação antecipada por meio de resgate ou pré-pagamento, salvo na forma a ser regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional;

III - inexistência de compromisso de revenda assumido pelo comprador;

IV - prazo de pagamento periódico de rendimentos, se existente, com intervalos de, no mínimo, 180 (cento e oitenta) dias;

V - comprovação de que os certificados de recebíveis imobiliários estejam registrados em sistema de registro, devidamente autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM, nas respectivas áreas de competência; e

VI - **procedimento simplificado** que demonstre o **compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas** relacionados a projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, ao desenvolvimento e à inovação.

§ 1º-C. O **procedimento simplificado** previsto nos incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º-B deve **demonstrar** que os gastos, despesas ou dívidas passíveis de reembolso **ocorreram em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses** da data de encerramento da oferta pública.

§ 1º-D. **Para fins do disposto neste artigo,** os fundos de investimento em direitos creditórios e os **certificados de recebíveis imobiliários** podem ser constituídos para adquirir recebíveis de um único cedente ou devedor ou de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico. (...) (grifou-se)

67. Pelo disposto na Lei nº 12.431/11, verifica-se que não houve redefinição do que sejam os CRIs ou o “crédito imobiliário” apto a lastreá-lo, tampouco a criação de um novo CRI propriamente dito que pode, *excepcionalmente*, se utilizar da estrutura de reembolso referida no inciso VI, do § 1º-B, acima transcrito. Se assim fosse, o texto legal teria sido expresso nesse sentido⁴⁹ e não há qualquer menção a alteração, para fins fiscais, da concepção de CRI ou de crédito imobiliário, tampouco foi explicitada qualquer alteração à Lei nº 9.514/97. Também não se diga que o legislador já tivesse em mente, à época da edição da Lei nº 12.431/11, o

⁴⁹ Item 26 da Consulta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

conceito de “crédito imobiliário por destinação” para fins de emissão de CRIs, tendo em vista que esse veio a ser adotado pela CVM apenas tempos depois.

68. A meu ver, o que efetivamente se estabeleceu com o advento da Lei nº 12.431/11 foi que, para fazer jus ao tratamento fiscal incentivado previsto no caput e inciso I do art. 1º, o CRI (tal qual definido em sua legislação de regência) deverá atender cumulativamente aos requisitos nela previstos, em observância ao disposto nos incisos I a VI do § 1º-B, que representam um subconjunto dos requisitos aplicáveis aos CRIs em geral. Nesse sentido, e aí sim para fins de redução da alíquota a zero de que trata o caput, tais requisitos deverão ser interpretados *restritivamente*, por se tratar de norma que rege tratamento fiscal favorecido. Além disso, observe-se que, conforme previsto no §2º⁵⁰, o referido procedimento simplificado de demonstração dos gastos, despesas e dívidas deve atender ao definido pelo CMN.

69. Como ressaltam os Consulentes, o art. 1º, § 1º-B, VI, da Lei nº 12.431/11 traz um rol taxativo com requisitos específicos (e mais restritivos) que os CRIs devem atender para que o titular de que trata o caput possa gozar do tratamento fiscal mais benéfico trazido pela lei. Também me parece que não faria sentido incluir, no referido rol restritivo, a previsão de uma estrutura conceitualmente mais flexível do que a aplicável aos CRIs em geral, não cabendo assumir que a possibilidade de lastro em crédito imobiliário que envolva o reembolso de despesas incorridas antes da emissão dos títulos não seja uma característica dos CRIs em geral, mas sim tenha sido só então ali “criada” como uma inovação, erigida para fins tributários.

70. Nesse passo, a meu ver, a interpretação que melhor coaduna o disposto na legislação não tributária (Lei nº 9.514/97) com a disposição sobre reembolso prevista na legislação fiscal é a de que, também quanto a esse aspecto, a Lei nº 12.431/11 estabeleceu requisito mais restritivo para o que o mercado passou a chamar de “CRI de Infraestrutura” (mas que não é propriamente um “novo CRI”), ao exigir que haja um procedimento específico (ainda que simplificado) que demonstre o compromisso de alocação dos recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas e dívidas, que atenda ao definido pelo CMN.

71. Por fim, observo que dada a natureza diversa das referidas leis e a inexistência de antinomia entre elas, com a devida vênia, entendo que não se aplicaria à hipótese a exegese de

⁵⁰ Art. 1º (...) § 2º O Conselho Monetário Nacional definirá a fórmula de cômputo do prazo médio a que se refere o inciso I dos §§ 1º e 1º-B, e o **procedimento simplificado** a que se referem os incisos VI dos §§ 1º, 1º-A e 1º -B (incluído pela Lei nº 12.844, de 19.07.2013) (grifos meus).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que a Lei nº 12.431/11 consubstanciaria norma especial a afastar a incidência da norma geral (Lei nº 9.514/97), como sustenta a SRE.

72. A meu ver, não há qualquer conflito entre o disposto (i) na lei de criação dos CRIs (regra geral), a qual, como detalhado acima, utiliza-se de conceito propositalmente aberto (crédito imobiliário), e (ii) na referida lei tributária (regra específica), que se serviu de um subconjunto de possíveis características dos referidos títulos, para fixar os limites em que aplicável o tratamento tributário incentivado de que trata. Não há, portanto, antagonismo entre elas, são normas compatíveis e conciliáveis, com diferentes espectros de aplicação.

V. CONCLUSÃO

73. Por todo o exposto, voto pelo reconhecimento da possibilidade de estruturação de CRIs com lastro em crédito imobiliário considerado por força de sua destinação, que envolva, parcial ou totalmente, o reembolso de despesas de natureza imobiliária *de per se* e predeterminadas, diretamente atinentes a aquisição, construção e/ou reforma de imóveis específicos, exaustivamente indicados na documentação da oferta, incorridas anteriormente à emissão dos CRIs, desde que, nesse caso:

(i) sejam detalhadamente especificadas no termo de securitização e no instrumento de dívida que contenha os termos do financiamento imobiliário em questão, contendo, no mínimo, a identificação dos valores envolvidos, detalhamento das despesas, a especificação individualizada dos imóveis vinculados aos quais as despesas se referem e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula;

(ii) tenham sido incorridas em prazo igual ou inferior a 24 (vinte e quatro) meses de antecedência com relação à data de encerramento da oferta pública dos CRIs; e

(iii) sejam objeto de verificação pelo agente fiduciário, ao qual deverão ser apresentadas todas as notas fiscais, escrituras e demais documentos que comprovem tais despesas.

74. Adicionalmente, na hipótese de prevalecer no Colegiado o presente entendimento, recomenda-se que seja oportunamente avaliada a melhor forma de refleti-lo na Instrução CVM nº 414/04, como normativo específico de regência dos CRIs, facilitando sua



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil - Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

divulgação e compreensão e em prol da segurança jurídica, observados, ainda, os procedimentos da Autarquia aplicáveis às revisões normativas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 2 de julho de 2019.

Original assinado por

Flávia Sant'Anna Perlingeiro

Diretora