

DECISÃO DO COLEGIADO DE 14/05/2002

Participantes

JOSÉ LUIZ OSORIO DE ALMEIDA FILHO – PRESIDENTE

LUIZ ANTONIO DE SAMPAIO CAMPOS – DIRETOR

NORMA JONSSSEN PARENTE - DIRETORA (*)

WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO - DIRETOR

(*) Não participou da discussão dos itens 5 (PROC. RJ2002/2118), 8 (PROC. RJ2002/2415) e 9 (PROC. RJ99/0113)

CONSULTA AO COLEGIADO - SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS - ADMINISTRAÇÃO E PARTICIPAÇÕES WALTER TORRE JUNIOR LTDA - WT ADMINISTRADORA - PROC. RJ2001/1981

Reg. nº 3267/01

Relator: DWB

O Colegiado acompanhou o voto do Diretor-Relator, abaixo transcrito:

PROCESSO CVM RJ 2001/1981

CONSULTA AO COLEGIADO - SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS
Interessado: Administração e Participações Walter Torre Júnior Ltda.

Relator: Diretor Wladimir Castelo Branco Castro

Relatório

Trata-se de consulta acerca *"da possibilidade de emissão de CRIs, nos termos da Lei 9.514/97 e da Instrução CVM 284/98, lastreados em créditos oriundos de contrato de construção e locação da WT Administradora"* (fls. 01), cujo negócio é resumido pelo consulente da seguinte forma: *"a WT adquiere terrenos, constrói em tais áreas galpões industriais sob medida para seus clientes e posteriormente aluga tais galpões por um prazo médio de 10 anos"* (fls. 04-05).

Tal consulta, formulada pelo escritório Levy & Salomão Advogados, solicita que a CVM *"emita parecer manifestando seu posicionamento sobre a estrutura de securitização proposta"* (cf. fls. 1 a 15), *"confirmando - ou não - o entendimento de que (i) os créditos decorrentes das locações comerciais do WT podem ser securitizados por companhia securitizadora de créditos imobiliários, nos termos da Lei 9.514/97, e (ii) a companhia securitizadora de créditos imobiliários pode, nos termos do art. 3º da Lei 9.514/97, adquirir ou originar os créditos imobiliários (no caso, alugueis) a serem securitizados"* (fls. 15) - grifou-se.

Entende o consulente que:

1) "**o negócio do WT também possui natureza de financiamento à construção.** O locatário, ao invés de adquirir o imóvel e contratar a construção por sua conta e risco, opta por contratar com o WT a aquisição e construção de imóvel, locando o galpão pelo prazo necessário para que o WT obtenha o retorno completo do seu investimento na aquisição e construção do galpão. Ou seja, o locatário transfere para o WT todos os gastos com aquisição e construção do imóvel que de outra forma deveriam ser despendidos desde logo pelo locatário. Pode-se assim dizer que o WT financia o locatário, buscando recursos de terceiros para construção do galpão"(fls. 03 e 64) - grifou-se.

2) "**créditos de alugueis' são modalidades de 'créditos imobiliários'**" (grifou-se), já que "a lei optou por não restringir a definição de créditos imobiliários, indicando, por exemplo, que apenas poderiam ser securitizados créditos oriundos de financiamentos imobiliários. Assim, sendo certo que 'imobiliário' é tudo que se refere a 'imóvel' e que 'alugueis' referem-se à contraprestação por uso de imóveis, entendemos que nossa hipótese se enquadre na previsão legal, sendo 'aluguel' espécie do gênero 'crédito imobiliário'. (...) O entendimento de que alugueis são créditos imobiliários também é confirmado pela própria Lei nº 9.514/97 que, em seu artigo 17, § 3º, indica que operações do SFI podem envolver locações, além de prever a possibilidade de os títulos de emissão da Securitizadora Imobiliária serem garantidos suplementarmente por anticrese:

'Art. 17 - As operações de financiamento imobiliário em geral poderão ser garantidas por: (...)

§ 3º As operações do SFI que envolvam locação poderão ser garantidas suplementarmente por anticrese'" (fls. 07-08);

Adicionalmente, o consultante apresenta o entendimento da CIBRASEC - Companhia Brasileira de Securitização, "uma das maiores empresas do mercado de securitização de créditos imobiliários no Brasil, tendo inclusive participado na elaboração da Lei 9.514/97", segundo o qual "...A CIBRASEC tem como principal atividade a aquisição de créditos imobiliários gerados no mercado primário, a serem utilizados como lastro para a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, que são títulos de crédito destinados a investidores em geral, possibilitando dessa forma o incremento dos recursos para o financiamento desse mercado. Os principais produtos derivados dessa operação são os seguintes: (...) **CRIs lastreados em recebíveis de alugueis comerciais: Tem como lastro créditos originados da locação de áreas comerciais, com garantia de caução dos contratos de locação e alienação judiciária de imóvel**" (fls. 08-09) - grifou-se.

O consultante também apresenta algumas informações sobre a securitização em outros países, relatando que "a França ampliou o leque de operações securitizáveis ao permitir, dentre outras, a securitização de créditos sujeitos à inadimplência, recebíveis futuros e **recebíveis de alugueis**" (fls. 13) e dando conta da "diversidade cada vez maior de ativos que têm sido securitizados na Europa, de novo indicando a tendência em securitizar **créditos locatícios, especialmente os comerciais**" (fls. 14) - grifou-se.

A modalidade de securitização pretendida pelo consultante é apresentada da seguinte forma:

"A estrutura submetida à apreciação de V.Sas. ...é a securitização de **créditos imobiliários, constituídos dos alugueis e eventual indenização por rescisão voluntária do locatário**, oriundos dos contratos de construção e locação do WT, por meio da emissão de CRIs por companhia securitizadora de créditos imobiliários..., tal como previsto no art. 3º da Lei 9.514/97" - grifou-se.

"Na estrutura proposta, a **Securitizadora imobiliária será proprietária do imóvel onde o galpão será construído. Por acessão, será também proprietária do galpão que será locado** (art. 536, V, do Código Civil)" - grifou-se.

"Como os contratos de construção e locação firmados prevêm que os aluguéis passam a ser devidos pelos locatários a partir do término da construção dos galpões e conseqüente imissão dos locatários na posse do imóvel, **durante a fase de construção, a Securitizadora Imobiliária - integrante do WT - contratará financiamento bancário para construção do galpão, e o imóvel será dado em garantia ao banco financiador.** Tão logo a construção do galpão for finalizada e o locatário começar a pagar os aluguéis, os CRIs serão emitidos com expressa vinculação aos aluguéis devidos pelos locatários, **recebendo como garantia o imóvel em alienação fiduciária.** Com os recursos capatados com a emissão dos CRIs, a Securitizadora Imobiliária liquidará o financiamento bancário. Os aluguéis mensais serão utilizados para amortização e pagamento de juros aos detentores dos CRIs." (fls. 70) - grifou-se.

Em atenção ao pedido do consulente, a PJU elaborou o Parecer/CVM/PJU/nº 002/01 (fls. 17 a 27), em que o procurador federal, Dr. Adail Blanco, manifestou seu entendimento de que:

- a. aluguéis são recebíveis imobiliários (fls. 22 e 26);
- b. há "impossibilidade jurídica formal e material da CVM aprovar o requerimento da securitizadora poder originar a seqüência de atos que levarão à emissão dos CRI's";
- c. há "óbice expresse a essa autorização/inclusão";
- d. "tal aprovação deve ser examinada e concedida, se for o caso, por ato do CMN" (fls. 26).

O despacho do procurador-chefe, Dr. Henrique Vergara, que acompanhou o citado Parecer, foi no seguinte sentido:

"De acordo. Não obstante a competência do CMN para fixar condições para o funcionamento das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, não se vislumbra, na estrutura da operação engendrada pela consulente, uma efetiva securitização de créditos. (...)

Conceitualmente, uma operação de securitização consiste na cessão de créditos, pela sociedade operacional, qual seja a originadora de créditos objeto da cessão, a uma sociedade de propósito específico, a qual então emitirá títulos lastreados nestes mesmos créditos.

Nesse passo, resta evidente que o modelo de operação proposto pela consulente refoge ao conceito de securitização, não se podendo encarar a empresa veículo do empreendimento como uma sociedade securitizadora, para efeito do disposto na Lei 9.514/97.

Tendo em vista, outrossim, o disposto no parágrafo único do art. 6º da mencionada Lei, o CRI é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras. Não se tratando, na hipótese, de uma efetiva securitização, entendo que é vedada a emissão desse título nas condições postas na presente consulta, por contrariar o escopo da Lei" (fls. 27).

Buscando responder às ponderações do Parecer/PJU/002/01, o consulente retornou aos autos (fls. 55-59) afirmando que:

"i) a definição da Lei 9.514/97 de securitização de créditos imobiliários é 'a vinculação de uma emissão de títulos de crédito a determinados créditos', não sendo elemento essencial a cessão dos créditos, que podem nascer originariamente na própria Securitizadora Imobiliária;

ii) a estrutura proposta é mais segura para o investidor, pois a propriedade do imóvel pela Securitizadora Imobiliária confere garantia adicional à emissão;

iii) ainda que fosse teoricamente possível a insolvência da Securitizadora Imobiliária, os créditos que servem de lastro para os CRIs estariam segregados pelo regime fiduciário" - instituído pela Lei 9.514/97 (fls. 59).

Memorando da SRE que encaminha a consulta em exame, por sua vez, afirma que: " ...para popularizar um valor mobiliário no mercado de capitais é necessária a adoção de regras simples e certa padronização dos títulos e das emissoras, para que o risco do CRI seja avaliado somente em função dos créditos que servem de lastro. Assim, limitar a emissão de CRI por securitizadoras puras seria uma política a ser perseguida pela CVM;

...todavia, não podemos esquecer que o regime fiduciário 'imuniza' o investidor do risco de insolvência da companhia. No caso, o fato de ter imóvel e, eventualmente, passivos relacionados ao mesmo, não retira do CRI emitido sob esse regime a garantia do recebimento dos créditos imobiliários. Isto posto, trata-se de um exercício em que o investidor só tem a ganhar, quando o imóvel proporciona uma 'gordura' de garantia para o CRI, e nada a perder, pois seus títulos estão garantidos por fluxo de pagamentos apartados do caixa da companhia. Aqui não se entra em consideração sobre quais os requisitos que devem ser observados na emissão de CRI, em razão da existência de credor anterior na empresa.

Em nova manifestação da PJU (fls. 62-65), o Dr. Adail Blanco resumiu seu entendimento no sentido de que "o negócio-finalidade de uma securitizadora é securitizar créditos. Créditos cedidos. Não a esses dar origem. Isto posto, existente - na proposta da replicadora - faticamente a confusão - em síntese, ser o credor e devedor a mesma pessoa - e sendo essa, s.m.j., elisiva do regime fiduciário - que, bom lembrar, advém, de fidúcia [confiança, segurança, entre partes distintas] -, e mantido o entendimento pela obrigatoriedade - essencialidade - da cessão, não se vislumbra situação que reforme o entendimento anterior"(grifado como no original), tendo sido acompanhado com o "de acordo" do Procurador-Chefe.

Ainda motivado pelas manifestações da PJU, o consultante retornou mais uma vez aos autos (fls. 68-76) para acrescentar:

- a. "a possibilidade de securitização de aluguéis não se subordina a autorização do CMN, nos termos da Lei nº 9.514/97, na medida em que decorre diretamente do artigo 3º de tal diploma; o CMN nunca restringiu a securitização de aluguéis e mesmo que o tivesse feito, isso não deslocaria para tal órgão a competência da CVM para registrar as Securitizadoras Imobiliárias e autorizar as emissões de CRIs, que aliás expediu a Instrução nº 284 dispendo sobre o assunto."
- b. "a possibilidade de a Securitizadora Imobiliária originar os próprios créditos não prejudica a atuação das 'securitizadoras puras', pois atualmente as incorporadoras imobiliárias já podem constituir as próprias Securitizadoras Imobiliárias;"
- c. "a estrutura viabiliza o financiamento dos empreendimentos de menor porte do WT, pois elimina diversos custos despendidos em uma securitização via SPE com emissão de debêntures;"
- d. "a possibilidade de a Securitizadora Imobiliária deduzir de sua base de cálculo de PIS/COFINS todo o seu custo de captação torna a estrutura ainda mais viável financeiramente" (fls. 76).

A PJU manifestou-se novamente então (fls. 78), desta feita apenas para reiterar seu entendimento de fls. 62-65.

Em carta datada de 18/01/2002, o consultante retornou aos autos afirmando que: *"Todas as emissões de CRIs realizadas pela Securitizadora Imobiliária contarão com regime fiduciário, isto é, os créditos-lastro de cada emissão de CRIs constituirão patrimônio separado na Securitizadora Imobiliária. Portanto, as novas emissões de CRIs não contaminarão as antigas, ficando cada emissão completamente segregada em relação às outras.*

O terreno onde será construído o galpão ficará hipotecado para o banco financiador da obra somente durante a fase de construção. Tão logo seja concedido o "Habite-se" do galpão, a Securitizadora Imobiliária emitirá CRIs cujos recursos serão destinados ao pagamento do financiamento bancário. O banco financiador será interveniente no Termo de Securitização de Créditos declarando que tão logo o financiamento seja liquidado, o terreno ficará livre de ônus da hipoteca e o galpão será alienado fiduciariamente em favor dos detentores dos CRIs." (grifado como no original)

"Assim, não haverá o risco de os investidores dos CRIs ficarem com a sua garantia subordinada ao banco financiador. Ao contrário, o galpão será garantia de pagamento dos CRIs até a liquidação final dos CRIs" (fls. 80-81).

Às fls. 82-89, há novas manifestações da PJU. No Memo/GJU-1/052/02 (fls. 82), o procurador Adail Blanco afirma, acerca da última assertiva do consultante, que *"não se vislumbra argumentação nova que possibilite alteração do entendimento anterior"*.

Já o despacho do sub-procurador chefe em exercício, Dr. Adriano Salvi, que acompanha o Memo/GJU-1/052/02, vai no seguinte sentido: *"De acordo. (...) já me manifestei em outra oportunidade pela impossibilidade de registros de CRI lastreados em créditos não originados no âmbito do SFI. As razões de tal entendimento, abraçado pela PJU, estão lançadas no MEMO/GJU-2/118/2000",* de 09/06/00.

O citado Memo (fls. 87-88), transcrevendo o Parecer/PJU/09/98, da lavra do Dr. Darwin Lourenço Correa, indica que *"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."* (grifado como no original). 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. Vale ressaltar que, mesmo não estando tal operação sob o manto da Lei 9.514/97, a cessão desses créditos é perfeitamente possível, à luz do nosso Código Civil (arts. 1.065 a 1.078). O que não há é autorização legal para o registro de um valor mobiliário (CRI) referenciado em tal operação"*(grifou-se). Tal entendimento obteve o "de acordo" da PJU, à época, Dra. Sueli da Silva.

Por fim, em despacho da PJU ao Memo/GJU-1/052/02, o Dr. Henrique Vergara pondera que:

"... a Lei nº 9.514, de 1997, ao permitir a constituição do regime fiduciário, no âmbito da empresa originadora dos créditos, permite que, mediante a instituição de um tal regime, obtenha-se os mesmos resultados práticos decorrentes da cessão de créditos para uma sociedade de propósito específico, nomeadamente a especialização do risco que advém da segregação patrimonial implementada por meio da cessão de créditos. (...)

... sob o prisma jurídico, a emissão de CRI levada a efeito pela própria originadora dos créditos que, porém, são segregados patrimonialmente com base no regime fiduciário, guarda plena equivalência com uma operação típica de securitização. Desse modo, é lícito entender-se que, em tal hipótese, a empresa originadora dos créditos pode ser equiparada à companhia securitizadora, para efeito do disposto no parágrafo único do art. 6º da Lei nº 9.514.

Adicionalmente, importa observar o disposto no art. 8º da Lei nº 9.514, de 1997, que estabelece um conceito próprio de securitização, nos seguintes termos:

' 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, da 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 indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como o número do registro do ato pelo qual o crédito foi cedido; (vide Medida Provisória nº2.223, de 4.9.2001)

II - a identificação dos títulos emitidos;

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

(...)'

Satisfeitos, portanto, os requisitos legais acima identificados para que se tenha caracterizada a securitização dos créditos, aliando-se à constituição de regime fiduciário, entendo que não há óbice à emissão de CRI pela empresa originadora.

No que se refere à manifestação constante do MEMO/CVM/GJU-2/Nº118/2000, é minha opinião que a restrição ali aventada não exsurge de forma evidente da lei. Em que pesem os argumentos expendidos pelo Procurador à época, não há vedação expressa relativa à emissão de CRI por instituições outras que não as elencadas no art. 2º da Lei nº 9.514.

Outrossim, tratando-se a emissão de CRI de uma operação de desintermediação financeira, conforme assinalado pelo próprio procurador naquele ensejo, não faria sentido que somente as entidades mencionadas em tais dispositivos - são instituições financeiras mencionadas no referido dispositivo legal - fossem autorizadas a emitir CRI, por se tratarem de instituições financeiras (caixas econômicas, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de crédito imobiliário, associações de poupança e empréstimo, companhias hipotecárias e outras que vierem a ser autorizadas pelo Conselho Monetário Nacional), cuja atuação tem por finalidade, precisamente, a intermediação de recursos financeiros.

Isto posto, não comungo do entendimento manifestado no MEMO/CVM/GJU-2/Nº118/2000" (fls. 83-86).

É o Relatório.

Voto

À luz da diversidade de manifestações presentes nestes autos, seja do consulente, da SRE ou da PJU, só posso reconhecer a matéria objeto da consulta como bastante controversa. Contudo, entendo que a proposta de securitização apresentada possa ser examinada a partir das seguintes premissas:

- a. trata-se de negócio privado não vedado em lei e sujeito ao princípio constitucional da legalidade;
- b. a índole de direito público inerente à matéria do CRI está preservada pela exigência de prévio registro na CVM, tanto da distribuição do CRI quanto da companhia securitizadora.

Fixadas tais premissas, passo a analisar as questões suscitadas ao longo deste processo, como forma de embasar as respostas que proponho à consulta formulada.

1. - O negócio da WT possui natureza de financiamento?

Em face do entendimento do consulente de que "*o negócio da WT também possui natureza de financiamento à construção*" (fls. 03), observo que o modelo de "*contrato padrão de locação da Administração e Participações Walter Torre Jr. Ltda.*" (fls. 28) fornecido pela consulente (fls. 29 a 47) adota a denominação "*Instrumento Particular de Contrato de Construção, Locação com Condição Suspensiva e Outras Avenças*" (fls. 29), não tendo em seu escopo elemento que o identifique como um contrato de financiamento, considerando-se *financiamento* uma operação em que uma parte *financia* a outra, isto é, a provê de recursos *financeiros*. Não se verifica no contrato padrão da WT qualquer transferência de recursos financeiros dessa empresa para seus clientes, nem tal modalidade de operação foi apresentada pelo consulente como componente do negócio da WT.

Ademais, adotando-se como referência a Lei 9.514/97, verifico que esta apresenta em seu "*Art 1º - O Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI*", estabelecendo que este "*tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral*". Mais adiante, em seu artigo 5º, a Lei diz que:

"Art 5º - As operações de financiamento imobiliário em geral, no âmbito do SFI, serão livremente pactuadas pelas partes, observadas as seguintes condições essenciais:

I - reposição integral do valor emprestado e respectivo reajuste;

II - remuneração do capital emprestado às taxas convencionadas no contrato;

III - capitalização dos juros;

IV - contratação, pelos tomadores de financiamento, de seguros contra os riscos de morte e invalidez permanente. (...)."

É possível concluir então que o negócio da WT, na forma trazida ao exame da CVM, não observa nenhuma das condições essenciais das operações de financiamento imobiliário em geral, no âmbito do SFI.

O artigo 2º da Lei 9.514 prescreve ainda que:

"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."

A leitura de tal dispositivo permite inferir que a WT, cujas atividades empresariais são de "incorporação imobiliária e construção" (fls. 2), não parece estar incluída entre as entidades autorizadas a operar no SFI - todas elas instituições financeiras.

Considerados esses aspectos, entendo que o negócio da WT, ao contrário do que afirma o consultante, não possui natureza de financiamento à construção, e que tal empresa, à luz da Lei 9.514/97, não pode operar no SFI, ao menos enquanto o CMN não alargar o rol de entidades previsto no mencionado art. 2º.

2. - Créditos de aluguéis são modalidades de créditos imobiliários?

Ao defender essa hipótese, o consultante começa estabelecendo que "a lei optou por não restringir a definição de créditos imobiliários, indicando, por exemplo, que apenas poderiam ser securitizados créditos oriundos de financiamentos imobiliários" (fls. 7). Sem necessariamente reconhecer, em princípio, que se trata de uma opção, isto é, de uma intenção do legislador, devo concordar que a Lei 9.514/97 não trouxe uma definição para "crédito imobiliário", nem estabeleceu que a securitização só pode abarcar créditos oriundos de financiamentos imobiliários.

Tem-se apenas a expressa menção àquele instituto nos artigos 3º e 6º da Lei 9.514, que dizem:

*"Art 3º - As companhias securitizadoras de **créditos imobiliários**, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.*

*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." Verifico, outrossim, que a Lei 9.514 trata do Sistema de Financiamento Imobiliário ao mesmo tempo em que define Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários - CS (art. 3º), Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI (art. 6º e § único) e Securitização de Créditos Imobiliários (art. 8º).

A Lei estabeleceu liames definitivos entre os três últimos institutos, como se verifica nos artigos 3º e 6º, acima transcritos, porém não vinculou expressamente tais institutos ao SFI, muito embora trate deste em seu artigo 2º e das CS imediatamente após, em seu artigo 3º.

Uma interpretação "sistemático-restritiva" da Lei talvez indicasse que apenas créditos oriundos de financiamentos obtidos no âmbito do SFI poderiam lastrear CRIs.

Contudo, manifestações qualificadas do mercado trazidas aos autos (fls. 8-9 e 13-14), aliadas à própria Instrução CVM 284/98 que, ao dispor sobre as CS e distribuição pública de CRI, não cuidou de especificar a natureza dos créditos imobiliários, colocam tal interpretação numa posição anacrônica.

Ressalto, por fim, a assertiva do consultante segundo a qual "o entendimento de que aluguéis são créditos imobiliários também é confirmado pela própria Lei nº 9.514/97 que, em seu artigo 17, § 3º, indica que operações do SFI podem envolver locações, além de prever a possibilidade de os títulos de emissão da Securitizadora Imobiliária serem garantidos suplementarmente por anticrese" (fls. 7-8)

Com efeito, diz o mencionado artigo da Lei:

"DAS GARANTIAS"

Art 17. As operações de financiamento imobiliário em geral poderão ser garantidas por:

(...)

§ 3º - As operações do SFI que envolvam locação poderão ser garantidas suplementarmente por anticrese."

A anticrese é um direito real de garantia previsto no art. 805 do Código Civil, que diz:

"Art. 805. Pode o devedor, ou outrem por ele, entregando ao credor um imóvel, ceder-lhe o direito de perceber, em compensação da dívida, os frutos e rendimentos."

Entendo, ao contrário do consultante, não ser possível reconhecer de imediato, na Lei nº 9.514, a confirmação de que aluguéis são créditos imobiliários, apenas por depreender-se que o devedor de uma operação de financiamento imobiliário pode, por anticrese, ceder ao credor o direito de receber, em compensação da dívida, os frutos e rendimentos - ou aluguéis - do imóvel financiado, estabelecendo assim uma garantia suplementar à operação, nos termos do parágrafo 3º do art. 17 da Lei 9.514/97.

Tal garantia suplementar por anticrese, à luz do que dispõe o Código Civil, tomaria a forma de uma espécie de crédito do financiador contra o locatário do imóvel. Ou seja, seriam créditos de aluguéis a garantir o crédito imobiliário, sem que se possa haver confusão entre ambos, já que um estaria garantindo o outro. Assim, o parágrafo 3º do art. 17 da Lei 9.514 apresenta os créditos locatícios como garantia de operações realizadas no âmbito do SFI - que, por sinal, não abarca as operações de locação - e não como créditos securitizáveis (estes seriam, na hipótese do citado parágrafo, os créditos oriundos das operações no SFI), ao contrário do que parece crer o consultante.

Contudo, considerados os demais aspectos acima descritos, entendo 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. Desta forma respondo ao primeiro quesito da consulta formulada.

3 - Competência do CMN e da CVM

Já observei que o art. 2º da Lei 9.514 estabelece a competência do CMN para estabelecer quais entidades podem operar no SFI, valendo lembrar que as companhias securitizadoras estão fora do âmbito do SFI e sequer podem ser instituições financeiras (cf. artigos 2º e 3º da Lei 9.514/97). Quanto à competência para *aprovar o requerimento da securitizadora poder originar a seqüência de atos que levarão à emissão de CRIs* (fls. 26) ou *para fixar condições para o funcionamento das companhias securitizadoras de créditos imobiliários* (fls. 27), entendo que tanto à *aprovação* quanto à *fixação de condições* mencionadas correspondem, sem prejuízo de outras condições que o CMN possa vir a fixar, à concessão, pela CVM, dos registros de emissão de CRI e de companhia securitizadora, respectivamente.

É certo que a Lei 9.514 dispõe:

"Art 3º - As companhias securitizadoras de créditos imobiliários....

Parágrafo único - O Conselho Monetário Nacional - CMN poderá fixar condições para o funcionamento das companhias de que trata este artigo."

Contudo, a competência da CVM, no caso, emana do próprio CMN que, em sua Resolução 2.517, de 1998, resolveu:

"Art. 1. Considerar como valores mobiliários, para os efeitos do art. 2., inciso III, da Lei n. 6.385, de 7.12.76, os Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI, de que trata o art. 6. da Lei n. 9.514, de 20.11.97.

Art. 2. Fica a Comissão de Valores Mobiliários autorizada a adotar as medidas e a baixar as normas complementares que se fizerem necessárias a execução do disposto nesta Resolução."

Com efeito, a Instrução CVM 284/98, veio estabelecer que:

"Art. 1º São regulados pelas disposições da presente Instrução os registros de companhia aberta de companhia securitizadora de créditos imobiliários e de distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI."

Art. 2º A companhia securitizadora de créditos imobiliários deve requerer à CVM o registro de companhia de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385/76, nos termos da Instrução CVM nº 202, de 6 de dezembro de 1993.

(...)

Art. 4º A distribuição pública de CRI só pode ser iniciada estando o registro de companhia da emissora atualizado.

(...) Art. 5º Será concedido registro provisório para a distribuição pública de CRI mediante comunicação da emissora, formulada por meio eletrônico à CVM, no mesmo dia de sua colocação no mercado, em que constem as características principais do CRI, tais como:

(...)"

Etc.

4 - A aquisição/cessão dos créditos é essencial para caracterizar a securitização de créditos imobiliários ou estes podem nascer originariamente na própria securitizadora?

A PJU manifestara seu entendimento inicial no sentido de que "conceitualmente, uma operação de securitização consiste na cessão de créditos...a uma sociedade de propósito específico, a qual ...emitirá títulos lastreados nestes mesmos créditos. (...) Nesse passo, resta evidente que o modelo de operação proposto pela consulente refoge ao conceito de securitização" - grifou-se (fls. 27).

Já o consulente afirmou que "a aquisição dos créditos não faz parte da definição necessária de securitização. A vinculação é o elemento essencial e suficiente. Todos os outros elementos são acessórios e secundários" - grifado como no original (fls. 57).

O consulente não considerou, porém, que a aquisição faz parte da definição de companhia securitizadora (art. 3º da Lei 9.514) e que o CRI é de emissão exclusiva de companhias securitizadoras (parágrafo único do art. 6º da Lei 9.514).

O consulente também afirmou que a cessão de créditos não seria "elemento essencial" da securitização, e que tais créditos "podem nascer originariamente na própria securitizadora imobiliária" sem, contudo, fundamentar seu entendimento (fls. 59).

O art. 3º da Lei 9.514/97 estabelece que:

*"Art 3º - As **companhias securitizadoras de créditos imobiliários**, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a **aquisição** e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.*

(...)"

Entendo ser possível depreender que a finalidade de aquisição de créditos imobiliários, imposta pela Lei às companhias securitizadoras, não significa necessariamente que tais aquisições devam ocorrer apenas por meio de transferência de créditos imobiliários. Tanto a definição vernacular quanto a jurídica dadas para o termo *aquisição* abrangem mais possibilidades do que a simples aquisição por transferência - aí incluída a cessão. A propósito, no direito civil, a aquisição apresenta duas modalidades, aquisição *originária* - realizada pelo primeiro dono da coisa, e aquisição *derivada* - realizada quando a coisa, tendo dono, é transferida deste para outro.

Tenho como razoável, portanto, considerar-se a locação de imóvel como uma forma de aquisição de créditos locatícios pelo locador, de maneira assemelhada à *aquisição originária* do direito civil, não havendo, a meu juízo, quanto a este aspecto, dissonância entre a estrutura de securitização proposta pelo consulente e a disposição legal do art. 3º acima transcrito.

5 - O CRI pode ser emitido pela originadora dos créditos?

Em sua última manifestação nos autos, a PJU ponderou que *"a emissão pura e simples de CRI pela própria originadora dos créditos imobiliários"* - não havendo cessão de créditos, portanto - *"não corresponde a uma operação de securitização, o que inviabilizaria a pretensão do requerente, dado o teor do art. 6º da Lei 9.514"* (fls. 84) mas, *"sob o prisma jurídico, a emissão de CRI levada a efeito pela própria originadora dos créditos que, porém, são segregados patrimonialmente com base no regime fiduciário, guarda plena equivalência com uma operação típica de securitização. Desse modo, é lícito entender-se que, em tal hipótese, a empresa originadora dos créditos pode ser equiparada à companhia securitizadora, para efeito do disposto no parágrafo único do art. 6º da Lei 9.514"* (fls. 85).

Alinho-me com esse último entendimento da PJU, acrescentando que, para efeito da Instrução CVM 284/98, a empresa originadora dos créditos no caso em exame, mais do que equiparada, deverá ser efetivamente registrada na CVM como companhia securitizadora, nos moldes do art. 21 da Lei 6.385/76 e da Instrução CVM 202/93, ou seja, será, de fato e de direito, uma companhia securitizadora, e não apenas uma equiparada a essa categoria.

Considerados os aspectos aventados neste item e no anterior, entendo não haver óbice a que uma companhia securitizadora de créditos imobiliários, nos termos do art. 3º da Lei 9.514/97, origine os créditos imobiliários (no caso, aluguéis) a serem securitizados, desde que, como dispôs a PJU, *"tais créditos sejam segregados patrimonialmente com base no regime fiduciário"* previsto no art. 9º e seguintes da Lei 9.514/97, e sejam atendidas as demais exigências dessa Lei, em especial as do art. 8º, como também observado pela PJU, que asseverou: *"satisfeitos, portanto, os requisitos legais acima identificados"* - do art. 8º da Lei 9.514 (transcrito no Relatório) - *"para que se tenha caracterizada a securitização dos créditos, aliando-se à constituição de regime fiduciário, entendo que não há óbice à emissão de CRI pela empresa originadora"* (fls. 86).

Assim, acredito ter respondido ao segundo e último quesito da consulta formulada.

6 - Opinião sobre a estrutura de securitização proposta

Na carta de 18/01/2002 (fls. 80-81), o consultante procurou esclarecer os pontos mais sensíveis da estrutura de securitização por ele pretendida, de forma que vale a pena repetir:

*"Todas as emissões de CRIs realizadas pela Securitizadora Imobiliária contarão com **regime fiduciário**, isto é, os créditos-lastro de cada emissão de CRIs constituirão patrimônio separado na Securitizadora Imobiliária.*
(...)

***O terreno onde será construído o galpão ficará hipotecado para o banco financiador da obra somente durante a fase de construção.** Tão logo seja concedido o "Habite-se" do galpão, a Securitizadora Imobiliária emitirá CRIs cujos recursos serão destinados ao pagamento do financiamento bancário. O banco financiador será interveniente no Termo de Securitização de Créditos declarando que tão logo o financiamento seja liquidado, o terreno ficará livre de ônus da hipoteca e o galpão será alienado fiduciariamente em favor dos detentores dos CRIs. Assim, não haverá o risco de os investidores dos CRIs ficarem com a sua garantia subordinada ao banco financiador. Ao contrário, o galpão será garantia de pagamento dos CRIs até a liquidação final dos CRIs" (grifou-se).*

Verifico que o consultante apresenta duas formas de garantia da operação de securitização de recebíveis de aluguel da WT Administradora: o regime fiduciário da Lei 9.514/97 e a alienação fiduciária dos imóveis locados aos titulares dos CRIs. Entendo - em linha inclusive com a manifestação da CIBRASEC trazida pelo consultante (fls. 8-9) - que tais garantias são fundamentais para a sustentação de uma operação de securitização de recebíveis de aluguéis por meio da emissão de CRIs, sem as quais tal operação, no meu entender, muito perderia em sua caracterização como securitização de recebíveis imobiliários, já que deixaria de ter como garantia um imóvel (sem a alienação fiduciária) e um patrimônio separado (sem o regime fiduciário).

Vale salientar, ainda, que os galpões da WT, ao que me parece, ficarão hipotecados ao banco financiador não só durante a fase de construção, como afirma o consultante, mas até a efetiva colocação dos CRIs e a consequente utilização dos recursos obtidos para o pagamento do financiamento bancário.

Além da atuação do banco financiador como interveniente no Termo de Securitização de Créditos, na forma descrita, entendo ser imprescindível que tal condição necessária ao levantamento da hipoteca - qual seja, a efetiva colocação dos CRIs - fique devida e corretamente esclarecida aos tomadores dos CRIs da WT, assim como os eventuais riscos inerentes à rescisão involuntária dos contratos de locação correspondentes.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 14 de maio de 2002

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor"