

**Assunto:** Recurso contra decisão da SRE

**Interessado:** Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização

**Relator:** Marcelo Fernandez Trindade

## RELATÓRIO

### Origem

1. Trata-se de recurso interposto pela Rio Bravo Crédito Companhia de Securitização ("Rio Bravo" ou "Recorrente") contra decisão da Superintendência de Registro – SRE que indeferiu o registro definitivo de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI da 2ª série, 1ª emissão da Recorrente, protocolado em 25.09.2006.

#### A operação e as exigências formuladas pela área

2. A operação consiste na securitização do fluxo do recebimento de aluguéis das salas comerciais de um shopping center. O total securitizado compõe-se do fluxo de aluguéis de lojas já existentes, representados por contratos de locação já firmados e do fluxo esperado de novos direitos de crédito, assim definidos como os aluguéis devidos: (a) pelos locatários que vierem a substituir os atuais; (b) pelos locatários dos contratos cujos prazos de vigência vierem a ser prorrogados; (c) pelos locatários que vierem a alugar lojas desocupadas na data da cessão dos créditos; e (d) pelos locatários que vierem a alugar lojas oriundas da expansão do shopping center.
3. O indeferimento se deu porque a SRE considerou insuficientes os esclarecimentos prestados pela Recorrente a respeito de exigência, formulada por meio do Ofício CVM/SRE/SEP nº 133/2006 (fls. 221/222). A exigência refere-se à possibilidade de estruturação da operação quanto à parcela de direitos creditórios que ainda não haviam se constituído em crédito, uma vez que o art. 8º da Lei 9.514/97 exige a identificação, no Termo de Securitização, do devedor e do valor nominal de cada crédito, entre outras obrigações.
4. As considerações da SRE quanto a essa exigência foram as seguintes (fls. 303 e 304):
  - i. não é possível, à luz do art. 8º da Lei 9.514/97, a securitização de direitos de crédito ainda não constituídos;
  - ii. a Recorrente não negou este fato, antes respondeu à exigência feita dizendo *"que a operação foi estruturada com base na situação atual dos Direitos Creditórios existentes e com uma projeção nos novos direitos creditórios, sendo na condição atual todos os requisitos previstos na Lei, quanto na Instrução 414, estão preenchidos como se pode auferir do Termo de Securitização e seus anexos"*;
  - iii. os créditos referentes a contratos já existentes (que vierem a ser devidos pelos locatários que vierem a substituir os atuais e por locatários que prorrogarem o prazo de vigência de seus contratos), se expressamente vinculados ao Termo de Securitização, podem servir de lastro à operação. Nesse sentido, *"os contratos no âmbito do processo CVM nº RJ-2006-4827, foi concedido registro definitivo de operação de CRI semelhante, em que todos os contratos-lastro da distribuição estavam vinculados ao respectivo termo de securitização, sem prejuízo da ocorrência da substituição de créditos, em decorrência da mudança de locatários"*; e
  - iv. já os créditos relativos a contratos ainda não existentes (os que vierem a ser celebrados quanto às lojas que se encontravam desocupadas na data da cessão dos créditos e os que vierem a ser devidos pelos locatários futuros das lojas oriundas da expansão do shopping) não servem de lastro à operação *"dado que os respectivos contratos sequer foram celebrados e não estão vinculados ao Termo"*.
5. Esse entendimento contou com o parecer favorável da PFE (fls. 439/441) que, chamada a opinar, manifestou-se dizendo que *"não se pode nem classificar os referidos 'créditos' como futuros ou não performados, haja vista que não há indicação de quaisquer instrumentos jurídicos efetivamente celebrados que possam justificar seu recebimento futuro. (...) não existe nem devedor, nem credor, nem obrigação"*. Assim, não haveria lastro que assegurasse o recebimento de receitas futuras, mas apenas uma expectativa de celebração de novos contratos e de prorrogação ou substituição dos existentes. Esse entendimento, como destaca o Procurador Chefe da PFE, decorre dos *"estritos termos do art. 8º, inciso I, da Lei 9.514/97, que confirma, na espécie, a necessidade da existência dos créditos vinculados"* (fls. 441).

#### Divergência no valor dos aluguéis cedidos

6. Adicionalmente à exigência anterior, a área anota que, inicialmente, a Recorrente indicou no Termo de Securitização, como valor nominal dos créditos cedidos, o montante de R\$ 19.226.129,59. Entretanto, a soma dos créditos dos contratos de aluguel enumerados no Anexo I do Termo de Securitização alcançava R\$ 9.963.292,34. Como o pagamento dos aluguéis cedidos é composto de uma parcela fixa e outra variável, esta constituída de percentual sob faturamento da atividade comercial dos devedores, a SRE solicitou ao Recorrente uma estimativa dos recebimentos relacionados a esta última parte, a fim de verificar se esse valor cobriria os R\$ 11.895.195,68 faltantes.
7. Respondendo à solicitação, a Recorrente informou que o valor fixo dos aluguéis relacionados no Anexo I é de R\$ 11.194.514,68, diferente, portanto, dos R\$ 9.963.292,34 inicialmente informados. A diferença de valores refere-se ao fato de que, naquele montante, foi incorporada a variação do índice de preços decorrida e o pagamento do aluguel cobrado no mês de dezembro. Já para o cálculo da parte variável, a Rio Bravo apresentou o montante de R\$ 1.614.767,68, calculado com base no histórico de faturamento e nas projeções previstas no laudo de avaliação do shopping elaborado pela Consult Soluções Patrimoniais.
8. Assim, o montante dos créditos de locação das lojas, sem considerar sua substituição por novos direitos creditórios, totalizaria R\$ 12.809.282,36. Segundo a SRE, *"o valor dos créditos relacionados seria superior ao valor da presente distribuição e inferior ao valor nominal previsto no Termo, o que implicaria, necessariamente, na substituição dos créditos existentes por novos direitos de créditos, não constituídos, futuros e incertos"*. Por tal razão, a área entendeu que a oferta está em desacordo com o disposto no art. 8º da Lei 9.514/97, levando ao indeferimento do pedido de registro definitivo.

#### Recurso

9. A Rio Bravo interpôs recurso (fls. 7/14), acompanhado de parecer legal (fls. 154/167), aduzindo, em resumo, os seguintes argumentos:
  - i. o conceito de crédito e de direito creditório adotado pela CVM não se coaduna com o que prevê a legislação vigente, o que *"acabou produzindo um silogismo com premissas equivocadas sobre a interpretação do que diz o art. 8º da Lei 9.514/97"*;

- ii. a interpretação deste dispositivo não deve ser feita de forma *"positivista e taxativa, mas sim sob a ótica de que as informações ali constantes são meramente exemplificativas, haja vista que, em outras oportunidades, a CVM se valeu da faculdade de não exigir que tais quesitos fosse observados na sua totalidade por alguns emissores"*;
- iii. *"a previsão do parágrafo acima se deve ao fato de ser prática comum no mercado de securitização de recebíveis com lastro pulverizado, não se proceder à identificação de todos os devedores dos créditos vinculados aos CRIs, no ato da emissão dos CRIs, incluindo-se, assim, de modo a sanar tal problemática, a previsão no Termo de Securitização de que os créditos da operação podem ser alterados, substituídos, ou até mesmo acrescidos, através de aditamentos do referido documento"*;
- iv. *"(...) ao se trazer um novo sujeito de direito para representação do crédito imobiliário, está se acrescentando um novo devedor para compor o lastro do referido CRI, que quando da emissão do referido valor mobiliário não havia sido identificado, não tendo sido observado nessa circunstância todas as disposições do dispositivo legal em questão"*; e
- v. nas operações de securitização realizadas com créditos imobiliários originados pela própria securitizadora não há a tradicional cessão de créditos, que é comum a quase todas as operações desse gênero, haja vista que os créditos já são de titularidade da própria securitizadora. Ao apreciar esse tipo de situação, a CVM não exigiu *"que todos os requisitos do art. 8º não fossem observados, pois o seu inciso I prevê que além da identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito, faz-se necessário a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido"* (cf. decidido no Processo CVM RJ 2001/1981, julgado em 14.05.2002).

10. Quanto à segunda exigência da SRE, relativa à discrepância de valores, a Rio Bravo sustenta que:

- i. os R\$ 19.226.129,59, indicados como valor nominal dos créditos vinculados aos CRIs estão corretos, pois apurou-se os valores das locações por todo o período de 144 meses da operação, e não apenas pelo prazo de duração dos contratos de locação vigentes, como feito pela SRE;
- ii. essa sistemática de dimensionamento dos aluguéis é legal e possível e já foi aceita pela SRE quando analisou e deferiu o registro definitivo de outras operações, como no caso dos CRI da 1ª série da 1ª emissão da BI Cia Securitizadora de Créditos Imobiliários e os CRI da 3ª série da 1ª emissão, também desta mesma companhia, cujos Termos de Securitização foram anexados ao recurso;
- iii. não seria imparcial manter o indeferimento da presente emissão quando o mesmo registro já foi concedido em outras oportunidades para operações idênticas;
- iv. em que pese esse fato, a Recorrente dispõe-se a firmar contrato de locação, cuja minuta foi submetida à consideração da SRE, *"com condição suspensiva e interruptiva, onde os sócios, pessoas físicas do cedente dos créditos imobiliários, locam todas as lojas utilizadas no lastro da operação, por todo o seu período de vacância, caso venha a ocorrer, nos mesmos termos em que vigia o contrato anterior, no que toca a reajustes e valor do aluguel, por todo o prazo de vencimento dos CRIs ou até que seja implementada a condição interruptiva do contrato de locação, qual seja, a locação da loja por um novo lojista"*;
- v. *"com a adoção dessa alternativa, tem-se contratos de locação vigentes por todo o prazo do CRI, totalizando-se assim o valor nominal do CRI em questão, suprimindo-se, assim, as supostas irregularidades apontadas pela SRE"*.

11. Do parecer legal juntado destacam-se os seguintes trechos, a respeito do conceito de "créditos imobiliários":

- i. *"(...) o conceito de crédito e de direito creditório está, em verdade se valendo de duas palavras sinônimas para expressar exatamente a mesma situação, haja vista que o crédito nada mais é do que uma espécie de um direito que uma parte detém sobre a outra de exigir determinada obrigação, ou seja um direito. Em outras palavras, a terminologia empregada pela SRE de direito creditório, com o sentido de expectativa de direito ainda não performado, trata-se, em última instância, não de um desdobramento do conceito de crédito, mas sim, de uma expressão pleonástica, que tem o mesmo significado da palavra crédito"*;
- ii. *"o ato de constituição do crédito, portanto, nasce da celebração dos contratos e não na sua prorrogação, haja vista este último tratar-se de ato modificativo de relação jurídica já existente e não como ato constitutivo capaz de criar uma nova relação"*;
- iii. embora nem todos os contratos de locação possuíssem prazo de vigência que comporte todo o prazo da operação, *"os contratos de locação comercial têm na sua essência a sua prorrogação e não sua resolução"*, como se vê do parágrafo único do art. 56 (que dispõe que no silêncio das partes, expirado o prazo de duração do contrato e permanecendo o locatário no imóvel, renova-se o contrato) e do art. 51 da Lei 8.245/91 (garante ao locatário o direito à renovação compulsória do contrato);
- iv. A emissão de CRIs baseada em créditos locatícios futuros tem como lastro créditos imobiliários e não expectativa de constituição de créditos, ou direitos creditórios, como entendeu a SRE, *"uma vez que tais créditos, no ato da emissão do CRI, já haviam sido devidamente constituídos, na medida em que a prorrogação dos contratos não se trata de ato constitutivo de uma nova relação, mas sim modificativo de uma relação já existente"*; e
- v. como todos os créditos já se encontravam devidamente formalizados, não se pode falar em expectativa de créditos, uma vez que os contratos que todos os contratos que servem de lastro para a emissão dos CRIs já se encontravam em vigor. Poder-se-ia, entretanto, falar em *"condição de eficácia desses créditos"* (e não quanto à sua constituição), sustentando o parecerista que *"os contratos que lastreiam a emissão de CRIs em questão possuem, sim, validade, e, portanto, surtem efeitos no momento presente, ficando para o futuro somente a concretização da eficácia após o prazo inicialmente estabelecido para perdurar a referida manifestação de vontade"*.

#### **Manutenção da decisão pela SRE**

12. A área técnica manteve sua decisão, nos termos da transcrição abaixo (fls. 304/309):

*"No que tange ao entendimento desta área técnica sobre os conceitos de crédito e direito de crédito, vale salientar que se tratam de conceitos distintos, sendo que a securitização dos mais variados segmentos de direitos creditórios, inclusive imobiliário, encontra respaldo na legislação pertinente a fundos de recebíveis, os FIDC. No que concerne à securitização via Certificados de Recebíveis Imobiliários, essencial se faz a constituição do crédito, não sendo suficiente a existência do direito creditório.*

*De fato, as operações citadas especificamente pela Recorrente (1ª e 3ª séries da 1ª emissão de CRI da BI Securitizadora de Créditos Imobiliários) foram indevidamente registradas e em desacordo com o entendimento da área técnica a respeito da correta formalização dos créditos imobiliários que lastreiam emissões de CRI.*

*Entretanto, de acordo com o disposto no art. 2º, parágrafo único, inciso XIII, da Lei nº 9.784/99, nos processos administrativos, a Administração Pública deve observar a interpretação da norma da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se*

dirige, vedada a aplicação retroativa da nova interpretação. Logo, não identificamos irregularidades na linha adotada, desde que esteja em consonância com o dispositivo legal retromencionado.

Por fim, no que se refere à proposta alternativa de utilização de contrato atípico de locação, nada temos a obstar, desde que os créditos decorrentes dessa locação cubram o valor nominal estipulado no Termo de Securitização e, para tanto, entendemos que a condição interruptiva disposta na cláusula 5ª do referido contrato só deve ser implementada, caso o novo locador pague um valor de aluguel ao menos igual àquele previsto no termo. Se o novo valor acordado for inferior ao anteriormente acordado, devem os locatários Carlos Jafet Jr., Ricardo Jafet Sobrinho e Virginia Jafet cobrir a diferença.

Pelo acima exposto, esta GER-1 sugere que seja mantido o indeferimento do pedido de registro definitivo do CRI, haja vista a previsão de securitização de créditos não-constituídos representados por fluxo futuro dos aluguéis das lojas do shopping center já existentes, bem como pelo fluxo futuro relacionado a créditos futuros e incertos, que não observa o disposto no art. 8º da Lei 9.514/97. No que tange à proposta alternativa da Recorrente, nada temos a opor ao mecanismo apresentado, feita a consideração do item 3 acima".

É o relatório.

## VOTO

1. O principal ponto a ser decidido neste processo refere-se à possibilidade, à luz do art. 8º da Lei 9.514/97, de estruturação de emissão de certificados de recebíveis imobiliários com base em "*créditos ainda não constituídos*", nas palavras da SRE, ou, como a eles se refere a PFE, com lastro em "*expectativa de celebração de novos contratos e de prorrogação ou substituição dos existentes*".
2. Para que se possa responder a essa pergunta é preciso examinar o significado da expressão "*créditos imobiliários*" utilizada pelo art. 8º da Lei 9.514/97. Convém transcrever o dispositivo:  
*"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)  
*II - a identificação dos títulos emitidos;*  
*III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso.*  
*Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964."*
3. O conceito de crédito a que se refere a Lei 9.514/97 tem sido constantemente objeto de exame pela CVM, e portanto de evolução de interpretação da autarquia. Em 2002, em processo de que foi Relator o Diretor Wladimir Castelo Branco, decidiu-se que os aluguéis oriundos de contrato de locação registrado podiam ser considerados como créditos imobiliários, para efeito de securitização (Processo RJ 2001/1981, decidido em 14.05.02).
4. Em 2003, examinou-se novamente o significado da expressão créditos imobiliários, tendo sido decidido, em processo relatado pelo Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, que o crédito imobiliário que pode servir de lastro ao CRI é aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel, isto é, tem por origem a exploração de um imóvel, e não aquele que representa uma dívida tomada para investimento em imóvel, que seria imobiliário por força de sua destinação (Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003).<sup>(1)</sup>
5. Mais recentemente discutimos, no âmbito dos FIDC, a distinção entre os conceitos de créditos e de direitos creditórios, identificando que "*[a] regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque freqüentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período*" (Processo CVM RJ 2004/6913, de que fui Relator, decidido em 04.10.2005).
6. Finalmente, com a edição da Instrução 444/06, que disciplina os FIDC não padronizados, ficou claro que os direitos creditórios podem ter por objeto créditos "*de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas*" (art. 1º, §1º, VI). Assim, a regulamentação estabeleceu que mesmo os direitos creditórios deverão ter por base relações já existentes, embora a existência do próprio crédito e seu montante possam ser incertos.<sup>(2)</sup>
7. Diante disso, parece-me que a interpretação que a área técnica está dando ao art. 8º da Lei 9.514/97 é correta. A lei não fala em direitos creditórios, mas em "*créditos imobiliários (...) expressamente vinculados à emissão*", e ainda exige que do Termo de Securitização conste "*a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis a que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido*". O art. 6º da lei define como CRI o "*título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro*".
8. Portanto, concordo em que os ativos passíveis de securitização por meio de CRI são os créditos imobiliários, e não os direitos creditórios de origem imobiliária — adotando-se a distinção antes referida. Isto é: é preciso que o crédito esteja constituído, e seu valor seja determinado, para que se possa proceder à emissão de CRI com base nele. E isto se dá porque o CRI é um título de crédito criado por lei, cujas características não podem ser alteradas pela CVM.
9. Nada impede, naturalmente, que operações com base em créditos futuros sejam estruturadas através de FIDC, pois a regulamentação da CVM expressamente o admite, observadas as ressalvas antes feitas quanto à prévia existência de uma relação jurídica, como previsto na Instrução 444/06.
10. Logo, os aluguéis que ainda virão a ser contratados, seja sobre imóveis desocupados, seja sobre imóveis que ainda virão a ser construídos (a futura expansão do *shopping center*), não se constituem em créditos imobiliários (e talvez nem mesmo em direitos creditórios). Já os aluguéis decorrentes da renovação futura de contratos de locação hoje existentes, também não constituem créditos imobiliários, mas talvez possam ser considerados como direitos creditórios.

11. Por outro lado, é forçoso reconhecer, como fez a SRE, que em outros processos foi deferido o registro de operações similares para a emissão de CRI, por erro. Esse erro, entretanto, não confere à recorrente o direito a que a CVM persista no mesmo equívoco, o qual, uma vez verificado, deve ser corrigido. Não se aplica, aqui, o disposto no inciso XII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99, segundo o qual nos processos administrativos deve ser assegurada a *"interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação"*. Isto porque a interpretação erroneamente adotada — ainda que por omissão — não diz respeito à aplicação de sanções, ou a questões que repercutam nas relações do administrado com terceiros, mas apenas na concessão do registro, que deve ser sempre efetuado apenas nos casos e formas legais.
12. Por fim, não me parece que a proposta alternativa do Recorrente possa ser acolhida. A Recorrente apresenta um "Contrato Atípico de Locação com Condição Suspensiva e Interruptiva e Outras Avenças" (fls. 15/27) tendo como objeto, de acordo com a cláusula 1ª, a locação de até 24% das lojas especificadas no Anexo I ao contrato, cada qual com um valor de aluguel indicado (cláusula 3ª). O valor e o início da contagem do prazo do aluguel estão sujeitos à condição suspensiva representada, de acordo com a cláusula 4ª do contrato, pela locação das lojas a terceiros, e à condição interruptiva correspondente, segundo a cláusula 5ª, à nova locação das lojas identificadas em anexo.
13. O contrato é, na verdade, uma tentativa de contornar o conceito de créditos imobiliários da Lei 9.874/99 que, como visto, é restritivo. Pelas razões antes expostas, não me parece que os créditos constituídos por meio desse contrato atípico de locação sejam passíveis de securitização via CRI. Tais créditos, a meu juízo, não têm origem na exploração do imóvel, mas apenas representam uma dívida das pessoas físicas dos controladores da Evocar Empreendimentos e Participações Imobiliárias Ltda. — detentora de fração de 24% das lojas e cedente dos créditos — em relação a esta empresa. Em outras palavras estaríamos falando de créditos imobiliários por força da destinação, na linha do precedente do Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003. Quando muito, a meu juízo, poder-se-ia considerar o contrato como documento de base para futura emissão de direitos creditórios não padronizados para efeitos da Instrução 444/06. Adicionalmente, o contrato não resolve a questão das lojas que vierem a ser construídas em decorrência do plano de expansão do shopping, que não podem, dado que ainda não existem, ser identificadas.

É como voto.

Rio de Janeiro, 10 de julho de 2007.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente e Relator

(1) O Relator explicava, no voto, o raciocínio da parte postulante: "A recorrente sustenta que o crédito imobiliário é caracterizado pela destinação do recurso, ou seja, o crédito deveria ser considerado imobiliário se os recursos que geram o direito de crédito forem dirigidos a um determinado imóvel. Nessa linha, a recorrente entende que a operação é imobiliária porque o crédito foi constituído através de cessão fiduciária de recebíveis decorrentes da comercialização de energia elétrica, sendo os recursos financeiros oriundos da cessão canalizados para a ampliação e reforma de usina hidroeétrica". E concluiu: "Nesse passo, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel ou do financiamento do imóvel, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta. Ou, como destaca a PJU, embora a geração de energia e sua comercialização possam constituir receita de uma "planta industrial", não pode tal receita ser considerada como um crédito imobiliário".

(2) Anote-se, como consta de meu voto no processo CVM RJ 2004/6913, que os "créditos futuros, por sua vez, podem representar (e freqüentemente representam), quando de sua cessão para o fundo, a contraprestação pela entrega futura de produtos ou serviços. Tais créditos são normalmente denominados de não performados, em oposição àqueles (performados) em que já existe uma obrigação de pagamento por parte do devedor desvinculada de qualquer conduta do credor."