

**Interessados:** Brazilian Securities Companhia de Securitização e Banco BTG Pactual S.A.

**Assunto:** Pedido de reconsideração da decisão do Colegiado que indeferiu o pedido de registro definitivo de oferta pública de distribuição da 289ª série de Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI da 1ª emissão da Brazilian Securities Companhia de Securitização.

**Diretor-Relator:** Roberto Tadeu Antunes Fernandes

### Relatório

1. Trata-se de pedido de reconsideração, formulado por Brazilian Securities Companhia de Securitização e Banco BTG Pactual S.A. ("**Requerentes**"), da decisão proferida pelo Colegiado da CVM que indeferiu o pedido de registro definitivo de oferta pública de distribuição da 289ª série de Certificados de Recebíveis Imobiliários ("**CRI**") da 1ª emissão da Brazilian Securities Companhia de Securitização (fls.2.800/2.821).
2. O pedido de registro foi analisado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários - SRE, por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 15/2013, que descreveu a oferta como sendo detentora de "*estrutura ainda sem precedente de análise por parte desta área técnica, uma vez que a devedora dos créditos que lastreiam os CRI é uma rede hospitalar que pretende captar recursos para financiar a aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, via emissão de debêntures que servirão de lastro para os referidos CRI*" (fls.2.784/2.791).
3. Os principais aspectos da oferta, conforme descrito pela SRE, são os seguintes:

*"1.1. Os CRI serão estruturados a partir da emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, da espécie com garantia flutuante, da 5ª emissão ("Debêntures") de Rede D'or São Luiz S.A. ("Devedora"), nos termos da Escritura das Debêntures.*

*1.2. Ainda nos termos da Escritura das Debêntures, todo o recurso captado será destinado exclusivamente para aquisição de terrenos, edificação e expansão de prédios hospitalares, todos individualmente identificados na referida Escritura das Debêntures, não havendo qualquer destinação para aquisição de máquinas, equipamentos ou demais bens relacionados à atividade comercial desenvolvida pela Devedora.*

*1.3. Tais Debêntures serão totalmente subscritas e integralizadas pelo Banco BTG Pactual S.A., que vem a ser, ainda, o líder da distribuição dos CRI ("BTG Pactual" ou "Coordenador Líder"), e deverão ser honradas pela Devedora sem que estejam vinculadas ou dependentes de qualquer fluxo de caixa gerado pela mesma. O agente fiduciário das Debêntures será a Pentágono S.A. DTVM ("Pentágono").*

*1.4. O BTG Pactual emitirá uma CCI com lastro nas Debêntures adquiridas, a qual será transferida por instrumento de cessão para a Securitizadora, e servirá de lastro para a emissão dos CRI objeto da oferta em tela, mediante Termo de Securitização de Créditos, que identifica individualmente todos os terrenos a serem adquiridos e os projetos de edificação e de expansão dos imóveis pretendidos pela Devedora, em linha com a relação já constante da Escritura das Debêntures, conforme mencionamos no item 1.2 acima.*

*1.5. Como a única devedora das Debêntures é a Rede D'or São Luiz S.A., foram protocoladas na CVM suas demonstrações financeiras referentes ao exercício findo em 31/12/2011 e ao período encerrado em 30/09/2012, auditadas por Ernst & Young Terco, nos termos do inciso III do art. 5º da Instrução CVM nº 414/04 ("Instrução CVM 414").*

*1.6. Ademais, pelo prospecto da oferta, a Devedora se compromete a arquivar anualmente suas demonstrações financeiras na CVM, em observação ao que preceitua os §§ 2º e 3º do dispositivo supramencionado.*

(...)

*1.8. A presente oferta prevê a distribuição de 822 CRI, em uma única série, já contando com o lote suplementar e o lote adicional de que tratam o art. 24 e o §2º do art. 14 da Instrução CVM nº 400/03, respectivamente.*

*1.9. O valor nominal unitário dos CRI é de R\$ 300.000,00, de modo que, caso todos os CRI sejam distribuídos, a oferta alcançará o valor total de R\$ 246.600.000,00.*

*1.10. Os CRI contam com atualização monetária corrigida pelo Índice Preço ao Consumidor Amplo - IPCA e com remuneração de juros de 5% a.a., conforme definida em procedimento de coleta de intenção (bookbuilding).*

1.11. Os CRI terão prazo de 7 anos e previsão de pagamento anual da atualização monetária e dos juros, a partir de 15/03/2014, com amortização do principal em 4 parcelas anuais nos últimos 4 anos do prazo em questão.

1.12. A estrutura dessa emissão de CRI conta com regime de patrimônio apartado, tendo a Pentágono como agente fiduciário, o mesmo das Debêntures.”.

4. A SRE manifestou-se favoravelmente ao pedido de registro por entender que “a Devedora, apesar de não ter como objeto social a exploração (com venda ou aluguel, por exemplo) dos imóveis que pretende adquirir, edificar ou expandir, utiliza-se de fato de financiamento imobiliário, ao emitir as Debêntures que serão subscritas pelo Coordenador Líder (o originador do crédito), com essa finalidade específica, consoante formalizada na Escritura das Debêntures”.
5. Ressaltou ainda a SRE que “as Debêntures deverão ser honradas em dinheiro pela Devedora, independentemente do fluxo de caixa gerado por sua atividade econômica”.
6. O Colegiado, em reunião realizada em 26.03.13, unanimemente discordou da manifestação da área técnica, “por entender que o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária.” (fls. 2.792/2.793).
7. Cientes da decisão, os Requerentes formularam pedido de reconsideração com base nos argumentos a seguir sintetizados:
  - Os créditos imobiliários decorrentes das debêntures imobiliárias se caracterizam como um financiamento imobiliário passível de lastrear uma emissão de CRI, dada a sua destinação exclusiva para a aquisição, construção e reforma de imóveis onde serão instalados os hospitais;
  - O precedente utilizado pela própria SRE como paradigma[1] não guarda relação com a presente oferta, uma vez que os créditos que lastreavam os CRI da emissão utilizada como precedente eram oriundos de contratos de venda e compra de energia elétrica e os da oferta em questão em créditos oriundos de um financiamento imobiliário;
  - O Colegiado e a própria Lei nº 9.514/97 reconhecem o crédito decorrente de financiamento imobiliário como passível de securitização por meio da emissão de CRI, inclusive em razão da exposição de motivos que precedeu a edição da referida Lei;
  - Tal interpretação não encontra amparo do conceito de “crédito imobiliário” estabelecido ao longo da legislação e regulamentação aplicáveis;
  - Na grande maioria dos financiamentos concedidos a pessoas físicas, a qualificação “imobiliária” independe de qualquer análise ou vinculação quanto à atividade exercida por tais pessoas físicas ou à natureza da renda por elas obtidas para fins de pagamento do respectivo financiamento imobiliário; e
  - A manifestação do Colegiado apresenta um obstáculo às medidas governamentais de incentivo à obtenção de financiamentos de longo prazo[2], bem como ao fomento da atividade imobiliária, envolvendo, inclusive, atividades da construção civil e desenvolvimento do setor, o que reflete imediatamente na economia brasileira.
8. Em 09.04.13, o Colegiado negou a concessão do efeito suspensivo pleiteada pelos Requerentes[3] (fls. 2.822/2.823) e, em 10.04.13, os Requerentes apresentaram argumentos adicionais ao pedido de reconsideração inicialmente formulado (fls. 2.824/2.831).
9. Em razão das alegações contidas no pedido de reconsideração, solicitei a manifestação da Procuradoria Federal Especializada junto à CVM - PFE, em despacho de fls. 2.833, e aquela Procuradoria, por intermédio do MEMO/Nº116/2013/GJU-2/PFE-CVM/PGF/AGU, de forma clara e didática, opinou sobre o assunto (fls.2.834/2.848).
10. De início, a PFE discorreu sobre os CRI e o Sistema de Financiamento Imobiliário (“SFI”), opinião que, pela sua importância para o que ora se discute, transcrevo *in verbis*:

“A adequada compreensão do tema demanda uma breve abordagem[4] sobre o papel dos Certificados de Recebíveis Imobiliários no contexto do Sistema de Financiamento Imobiliário, instituído pela Lei nº 9.514/97.

Após o advento da referida lei, passaram a coexistir no ordenamento jurídico dois sistemas de financiamento de bens imóveis, o Sistema Financeiro de Habitação - SFH e o Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI.

A Lei nº 9.514/97 trouxe a figura das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários - CSCI (art. 3º, caput), sociedades anônimas não financeiras, cujo objeto social consiste na aquisição e securitização de créditos imobiliários e a emissão e colocação, no mercado de capitais, dos chamados Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI.

Conforme previsto no art. 8º da Lei nº 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 (art. 2º).

Uma operação de securitização de recebíveis imobiliários apresenta, comumente, a seguinte cadeia de eventos<sup>[5]</sup>:

- a securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão, por parte de uma instituição financeira cedente, de créditos ou recebíveis imobiliários provenientes de empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil celebrados com terceiros (devedores);
- esses créditos são cedidos à CSCI, que terá a função de converter os recebíveis em lastro para a emissão posterior de CRIs, a serem ofertados aos investidores;
- uma vez adquiridos os CRIs, os recursos dos investidores são disponibilizados à CSCI, que os repassa à instituição financeira cedente, com o intuito de liquidar a operação de cessão ocorrida na etapa anterior;
- liquidada a cessão dos recebíveis acima descrita, a CSCI (cessionária) passa a ser a credora dos valores devidos pelos devedores ou mutuários, que pagarão, diretamente à securitizadora, os valores das prestações relativas aos empréstimos, financiamentos ou operações de arrendamento mercantil contratadas anteriormente;
- os montantes recebidos pela companhia securitizadora são então transferidos aos investidores, na proporção e prazo especificados nos CRIs, sendo que essas companhias geram seus resultados através do ganho decorrente do deságio obtido na operação de cessão dos recebíveis e da cobrança de taxa de administração.

Os CRIs são definidos como títulos de crédito (art. 6º, caput) de emissão privativa das CSCI, de livre negociação, "lastreados" (vinculados) a créditos imobiliários, e constituem promessa de pagamento em dinheiro. Tais títulos são causais, já que vinculados compulsoriamente a créditos de natureza específica, e, por isso, desprovidos de abstração; devem conter uma série de requisitos formais de existência, previstos no art. 7º da Lei nº 9.514/97.

Enquanto as operações do SFH são efetuadas com recursos provenientes das contas de poupança e do FGTS, as operações do SFI são realizadas com recursos captados livremente no mercado, junto aos investidores, o que justifica a atuação regulatória da Comissão de Valores Mobiliários, no escopo da Lei nº 6.385/76.

A distribuição pública de CRIs foi disciplinada inicialmente pela Instrução CVM nº 284/98, sucedida pela Instrução CVM nº 414/04, atualmente em vigor.

Conforme salientado na manifestação da SRE e no pedido de reconsideração submetido ao Colegiado, tampouco a Lei nº 9.514/97 ou a Instrução CVM nº 414/04 oferecem uma conceituação específica do seja crédito imobiliário, para fins de securitização.

Embora o conceito de crédito imobiliário não possua fluidez e vagueza típicas do conceito jurídico indeterminado, pode-se afirmar que a sua definição, no caso concreto, passa por uma atuação técnica do Ente Regulador, baseada em regras de experiência, precedentes ou mesmo elementos externos ao direito<sup>[6]</sup>.

Naturalmente, a CVM, nesse mister, levará em conta as finalidades que norteiam sua atuação, previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/76 e sintetizadas nas bases de regulação do mercado de valores mobiliários, divulgadas pela Autarquia em 1979<sup>[7]</sup>:

A CVM, obedecendo aos postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.

Constata-se que os fundamentos supracitados, apesar de divulgados pela CVM em 1979, constituem o núcleo duro da regulação do mercado de valores mobiliários, motivo pelo qual permanecem inegavelmente atuais.”.

11. Na análise do caso concreto, a PFE se reportou a decisões do Colegiado, entre elas aquela proferida no Processo CVM nº RJ2002/3032<sup>[8]</sup>, onde se firmou o entendimento que crédito imobiliário é “aquele que surge, ou garante-se, dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário”, ou, em outras palavras, que o crédito é imobiliário conforme sua origem e não sua destinação.
12. A PFE também faz menção à decisão adotada nos Processos CVM nº RJ2006/6905 e CVM nº RJ2007/0547<sup>[9]</sup>, onde o Relator fez uma análise sobre a evolução do conceito de crédito imobiliário no âmbito da CVM, destacou o precedente antes citado, bem como abordou a distinção entre os conceitos de créditos e direitos creditórios.
13. No entender da PFE, não obstante existir diferenças entre operações dessa natureza, existe uma nítida orientação da CVM no sentido de que 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.”.

14. A PFE destaca, ainda, que todos os registros de CRI citados como precedentes pelos Requerentes[10] tratam, invariavelmente, de securitização de créditos originados a partir da exploração comercial de imóvel (locação) ou de financiamento de unidades habitacionais (moradias).
15. A PFE ressalta que a estruturação de securitização em análise tem como devedor (único) a Rede Dor, e que o fluxo de pagamentos da operação está submetido ao seu fluxo de caixa, em outras palavras, aos riscos específicos desse setor, o que pode não estar em sintonia com os objetivos do SFI, e lembra que a exposição de motivos da Lei nº 9.514/97 se utiliza da expressão “setor” referindo-se nitidamente ao setor imobiliário.
16. Ainda no entender da PFE, o Colegiado buscou limitar o financiamento imobiliário (comercial) no âmbito do SFI às empresas que exerçam atividades típicas do setor imobiliário, excluindo, assim, empresas de outros setores, cujas atividades estão sujeitas a riscos estranhos aos que são esperados dos empreendimentos imobiliários em geral.
17. Para os Requerentes, tal interpretação acaba por restringir indevidamente o alcance da Lei no 9.514/97, mas, como diz a PFE, não se pode perder de vista que a securitização de recebíveis imobiliários destina-se à captação de recursos da poupança pública, obrigatoriamente submetida ao poder regulatório da CVM que, como já visto, é exercido de acordo com as finalidades previstas na Lei nº 6.385/76.
18. Mais do que se ater aos aspectos meramente formais da operação, continua a PFE, a CVM pode identificar potenciais riscos ao regular o funcionamento do mercado e adotar as medidas preventivas necessárias. A análise de um pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários segue necessariamente essa lógica, pois é inegável que a operação ora analisada possui potencial considerável de multiplicação, uma vez que são inúmeras as atividades empresariais que podem se interessar por estruturas de securitizações similares, sobretudo por conta dos benefícios fiscais previstos na Lei nº 12.431/11.
19. Dessa forma, conclui a PFE que o Colegiado da CVM, ao indeferir o pedido de registro com base no argumento de que *“o fluxo de pagamento da operação proposta não estaria relacionado aos imóveis, mas ao fluxo de caixa da Devedora, o que não permitiria a caracterização dos recebíveis como sendo de natureza imobiliária”*, exerceu sua competência decisória de acordo com as finalidades previstas na Lei nº 6.385/76.
20. Ao restringir a estruturação de securitizações ao setor imobiliário estritamente considerado, zela o Colegiado pela adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que transacionam no mercado de valores mobiliários.
21. Não obstante, tratando-se de decisão claramente regulatória, outros elementos presentes podem ensejar, do Colegiado, tratamento distinto (excepcional ou não) ao caso concreto examinado.
22. Se por um lado é legítima a preocupação com o potencial multiplicador que certos precedentes podem apresentar, por outro, pode-se cogitar de solução que leve em conta o caso concreto, conforme seus contornos específicos, com a clara sinalização aos participantes do mercado de que se está diante de uma hipótese singular, o que não prejudicaria ou vincularia, de forma alguma, eventuais futuras deliberações do Colegiado sobre casos semelhantes.
23. Numa análise objetiva, pode-se argumentar que a emissão pretendida traz em si algumas características específicas que eventualmente, se assim se entender, ensejariam tal tratamento diferenciado. Para maior reflexão, a PFE pinça as seguintes:
  - (i) O valor dos CRI em questão faz com que se destinem exclusivamente a investidores qualificados (conforme definição da Instrução CVM nº 409) e investidores estrangeiros;
  - (ii) Ainda de acordo com a Instrução 409, somente fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados se caracterizam como “investidores qualificados”, de sorte que tais CRI não chegariam ao varejo nem mesmo através de Fundos de Investimento Imobiliário;
  - (iii) Os imóveis objeto do financiamento estão detalhadamente descritos na escritura das debêntures emitidas pela Rede D’or e no Termo de Securitização, que também explicitam a obrigação do agente fiduciário (Pentágono) acompanhar a devida aplicação dos recursos;
  - (iv) O BTG, que concedeu o financiamento imobiliário ao subscrever as debêntures, está autorizado a operar no SFI (art. 2º, Lei 9.514), por ser banco com carteira de crédito imobiliário.
24. Outrossim, nesse caso, a PFE entende plenamente pertinente que o Colegiado, se assim entender necessário, estabeleça outros requisitos que tragam maior proteção ao investidor – em especial por vincular, de forma mais clara (se assim concluir), o crédito aos imóveis que serão objeto de aquisição ou construção.
25. A PFE, com base em todo o exposto, e reconhecendo que a análise dos precedentes indica a manutenção da referida decisão objeto do pleito de reconsideração, entende que o Colegiado pode, analisadas as circunstâncias específicas, ou, ainda, efetivadas exigências adicionais que entender cabíveis, autorizar o registro da emissão de que se trata.
26. Os Requerentes, após tomarem conhecimento da manifestação da PFE, formalizaram a desistência da realização da oferta, em razão de questões estratégicas de negócios da Devedora, e solicitaram o encerramento deste

### Voto

27. Como exposto no relatório a este voto, os Requerentes desistiram da realização da oferta e solicitaram o encerramento do processo, conseqüentemente do pedido de reconsideração da decisão do Colegiado, o que a meu ver caracteriza perda de objeto, razão pela qual voto pela devolução dos autos à SRE, para as providências julgadas cabíveis.

Rio de Janeiro, 13 de junho de 2013.

ROBERTO TADEU ANTUNES FERNANDES  
DIRETOR-RELATOR

[1] Processo CVM nº RJ2002/3032 (Reunião do Colegiado de 13.05.03, Diretor-Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos), no âmbito do qual foi indeferido pedido de concessão de registro definitivo de oferta pública de distribuição de CRI da Companhia Energética Paulista - EP, considerando que, nesse precedente, a companhia securitizadora (Companhia Brasileira de Securitização - CIBRASEC) não se propunha a adquirir créditos oriundos de dívida contraída pela EP junto a terceiros para a realização de obras civis em seu parque industrial, os quais viessem a servir de lastro para os CRI que seriam emitidos, mas pretendia adquirir efetivamente o fluxo de caixa gerado pela atividade econômica exercida pela EP (o pagamento dos CRI estavam vinculados a um fluxo de caixa de EP, gerado pelo fornecimento de energia elétrica à CPFL Geração).

[2] Os Requerentes se reportam à Lei nº 12.431/11, que reduziu a zero a alíquota do imposto de renda sobre rendimentos produzidos por valores mobiliários, desde que, entre outros requisitos, exista compromisso de alocar os recursos captados no pagamento futuro ou no reembolso de gastos, despesas ou dívidas relacionados a projetos de investimento, que demandem financiamentos de longo prazo. Destacam que a alteração trazida pela Lei nº 12.715/12 explicita a possibilidade de CRI se enquadrar no benefício fiscal ali previsto uma vez que um dos principais lastros de tais valores mobiliários é o financiamento imobiliário. No entanto, arguem que o entendimento mantido pelo Colegiado a respeito da necessidade de que a origem dos recursos que serão utilizados para pagamento do financiamento imobiliário seja imobiliária para que seja possível emitir CRI com lastro em tal financiamento acaba por tornar quase inócua a alteração legislativa trazida pela Lei nº 12.715/12.

[3] O pedido fundamentava-se no fato de que a oferta já havia sido pacificada, tendo-se, inclusive, alocado CRI a investidores estrangeiros.

[4] Uma abordagem mais completa pode ser encontrada no PARECER/CVM/PJU/Nº 009/98, de 27.05.98, elaborado pouco após o advento da Lei nº 9.514/97.

[5] Alves, Paulo Roberto Rodrigues. O desenvolvimento do Sistema Financeiro Imobiliário e da securitização de recebíveis imobiliários na redução do déficit habitacional brasileiro. 2002. Monografia (Graduação) - Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro. 2005. Disponível em: [http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie\\_ufri\\_cvm/Paulo\\_Roberto\\_Rodrigues\\_Alves.pdf](http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/ie_ufri_cvm/Paulo_Roberto_Rodrigues_Alves.pdf)

[6] BARROSO, Luís Roberto. Curso de Direito Constitucional contemporâneo: os conceitos fundamentais e a construção de um novo modelo. São Paulo: Saraiva, 2009: "Atribuir sentido a um conceito jurídico indeterminado envolve uma atuação predominantemente técnica, baseada em regras de experiência, em precedentes ou, eventualmente, em elementos externos ao Direito".

[7] Comissão de Valores Mobiliários. Regulação do Mercado de Valores Mobiliários: Fundamentos e Princípios, 1979, p. 3.

[8] Nesse precedente, dispôs o Diretor-Relator em seu voto que:

*"14. 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 hidrelétrica.*

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

*16. 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 crédito imobiliário.*

*17. Dito de outro modo, parece-me que o crédito imobiliário pela origem e não pela destinação."*

[9] Dispôs o então Relator e Presidente da CVM, Marcelo Trindade, que:

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

*4. Em 2003, examinou-se novamente o significado da expressão créditos imobiliários, tendo sido decidido, em processo relatado pelo Diretor Luis Antonio de Sampaio Campos, que **o crédito imobiliário que pode servir de lastro ao CRI é aquele que provém da exploração de um imóvel, ou do financiamento do imóvel, isto é, tem por origem a exploração de um imóvel, e não aquele que representa uma dívida tomada para investimento em imóvel, que seria imobiliário por força de sua destinação** (Processo nº 2002/3032, decidido em 13.05.2003) (1)*

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

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

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

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

10. Logo, os aluguéis que ainda virão a ser contratados, seja sobre imóveis desocupados, seja sobre imóveis que ainda virão a ser construídos (a futura expansão do shopping center), não se constituem em créditos imobiliários (e talvez nem mesmo em direitos creditórios). Já os aluguéis decorrentes da renovação futura de contratos de locação hoje existentes, também não constituem créditos imobiliários, mas talvez possam ser considerados como direitos creditórios." (sem grifos no original).

[10] **CVM/SRE/CRI/2012/009 e 010** - 99ª e 100ª séries de CRI de RB Capital Securitizadora S.A. - registros definitivos em 01/06/2012: lastro créditos imobiliários decorrentes de contrato de locação celebrado entre Fundo de Investimento Imobiliário FCM e BR Petrobrás Distribuidora S.A.; **CVM/SRE/CRI/2012/018** - 69ª série de CRI da 1ª emissão de RB Capital Companhia de Securitização - registro definitivo em 27/11/2012: lastro em créditos imobiliários decorrentes de contrato de locação celebrado entre Confidere OGB Imobiliária e Incorporadora Ltda. e BR Petrobrás Distribuidora S.A.; **CVM/SRE/CRI/2009/039** - 42ª série da 1ª emissão de RB Capital Securitizadora S.A. - registro definitivo em 09/03/2010: lastro em créditos imobiliários decorrentes de contrato de locação de infraestrutura celebrado entre BR Petrobrás Distribuidora S.A. e Rio Bravo Investimentos DTVM S.A., atuando exclusivamente na qualidade de instituição administradora do Fundo de Investimento Imobiliários RB Logística; **CVM/SRE/CRI/2007/019** - 69ª série de CRI da 1ª emissão de Brazilian Securities Companhia de securitização - registro definitivo em 02/10/2007: lastro em créditos imobiliários decorrentes de contratos de financiamento celebrados entre diversos adquirentes de imóveis e Banco ABNAMRO e Banco Sudameris; **CVM/SRE/CRI/2005/031 a 062** - da 24ª à 51ª séries da 2ª emissão de CIBRASEC - registros definitivos em 26/07/2006: lastro em créditos imobiliários decorrentes de contratos de financiamento celebrados entre diversos adquirentes de imóveis e Banco Itaú S.A.; e **CVM/SRE/CRI/2012/007** - 21ª série CRI de PDG Companhia Securitizadora - registro definitivo em 02/08/2012: lastro em créditos imobiliários decorrentes de negociações de unidades imobiliárias, com a participação de Sociedades de Propósito Específico - SPE Imobiliárias.