

# A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento

Caio de Barros Santos\*  
Henrique Perlatto Moura\*\*

*Introdução. 1 Da conceituação terminológica. 2 Definição. 3 Da estrutura da operação de securitização. 3.1 Da constituição de veículo de propósito exclusivo. 3.2 A segregação de ativos e a cessão de créditos. 3.3 Dos créditos passíveis de cessão. 3.4 Emissão e subscrição de títulos. 3.5 Da securitização de créditos imobiliários. Conclusão. Referências*

## Resumo

O presente trabalho aborda o instituto da securitização, instrumento de crescente importância no contexto do mercado financeiro mundial. Estruturada por mecanismos de funcionamentos dinâmicos e eficientes, a operação de securitização de créditos aportou ao mundo dos negócios creditórios novas perspectivas de atuação, sobretudo por possibilitar a desintermediação financeira. Esta obra acadêmica buscará desenvolver uma compreensão acerca do arcabouço da operação de securitização, enfatizando, desde a sua aceção terminológica e conceitual, os procedimentos adotados, seus agentes e resultados.

**Palavras-chave:** Securitização. Desintermediação. Características. Funcionamento.

---

\* Mestre em Direito Empresarial pela Faculdade Milton Campos. Especialista em Direito Empresarial pelo Centro de Atualização em Direito. Advogado. Professor universitário. *E-mail:* caiobsantos@hotmail.com. Currículo: <http://lattes.cnpq.br/7453149393820684>. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-5723-7602>.

\*\* Advogado tributarista. Doutorando em Direito pela Universidade Federal de Minas Gerais. Mestre em Direito pela Faculdade de Direito Milton Campos. Especialista em Direito Tributário pelo Instituto Brasileiro de Direito Tributário (Ibet) e pelo Instituto Elpídio Donizetti (IED). Professor. *E-mail:* henrique.perlatto@gmail.com. Currículo: <http://lattes.cnpq.br/0721054953833990>. Orcid: <https://orcid.org/0000-0002-9920-8957>.

## *Debt securitization: features and dynamics*

### *Abstract*

*This paper addresses securitization, which is an increasingly important instrument in the global financial market. When structured using dynamic and efficient mechanisms, the securitization of lending has enabled new opportunities in the world of credit, especially opportunities for financial disintermediation. This academic paper aims to deliver a clear understanding of the framework, terms and concepts that underpin securitization, focusing on the processes, agents, and results.*

**Keywords:** *Securitization. Disintermediation. Features. Operation.*

## **Introdução**

A investigação do instituto jurídico da securitização justifica-se, sobretudo, por sua relevância e ascendência no atual cenário de um dos pilares da economia moderna, o já mencionado mercado de crédito.

Desde o momento em que a praxe humana não mais se contentou com a simples troca de bens e serviços, substituiu-se, gradualmente, a economia de escambo pela utilização de unidades padronizadas de valor, surgindo o crédito como hábil instrumento impulsionador do exercício da comercialização. Ao viabilizar a troca de valores presentes por futuros, a existência do crédito possibilitou o maior aproveitamento de potenciais econômicos e, via reflexa, o desenvolvimento econômico dos povos.

O crédito, em seu contexto de surgimento e evolução, deu-se primeiramente por meio do instituto da cessão. Entretanto, a necessidade de aperfeiçoamento e criação de novos mecanismos se deu naturalmente, haja vista as limitações legais próprias do instituto da cessão, como o cabimento de oposição de exceções pessoais do credor.

Em meados dos séculos XVII e XVIII, período de destaque da atuação da Companhia das Índias, inaugurou-se uma nova fase na circulação de crédito, marcada pela socialização do capital, por meio de instrumentos rentáveis de captação e distribuição de valores, tais como as ações. Esse cenário foi assim descrito por Natália Chaves (2006):

Desde então, seja mediante a emissão de ações ou de outros valores mobiliários, o capital passou a ser recolhido em massa, proveniente de uma pluralidade de investidores, detentores de títulos de investimento, transmissíveis a terceiros. Esses títulos, por sua vez, representativos dos recursos fornecidos às sociedades e, portanto, de uma relação creditícia, uma vez transferidos a terceiros, deram novo sentido à circulação do crédito, propiciando o aproveitamento das riquezas em escalas inconcebíveis.

A criação dos valores mobiliários, marco dotado de grande importância para a economia global, não encerrou o processo evolutivo dos mecanismos de mobilização e circulação de crédito, tendo sido procedida, a partir da década de 1970, de uma sistemática dinâmica, inovadora e eficaz, a securitização de créditos, objeto do presente trabalho acadêmico.

## 1 Da conceituação terminológica

Em razão da relativa incipiência do instrumento jurídico, não há, ainda, construções doutrinárias sólidas acerca da adequação terminológica da securitização, prevalecendo, pois, a existência de divergências acerca de sua denominação, definição técnica e origem semântica.

Segundo Fidelis Oditah (1996), a palavra “securitização”, cujo texto original em inglês é “*securitisation*”, ausenta-se de sentido técnico, pois foi adotada pelo mercado financeiro e incorporada ao sistema jurídico americano sem maiores cuidados.

Quanto à língua portuguesa, a incompatibilidade técnica se agrava, haja vista que a palavra de origem, “*securitiation*”, deriva da palavra “*security*”, cuja conotação que mais se aproxima de nosso idioma seria “valor mobiliário”. Não raras, ainda, são as confusões terminológicas com a atividade securitária, que em nada se assemelha ao instituto objeto do presente trabalho.

Para alguns autores, o vocábulo português que mais se assemelharia à atividade abordada seria a “titularização”, conceituada como “a ação de transformar créditos adquiridos em valores mobiliários”. Nesse sentido, poder-se-ia entender a securitização em um sentido mais amplo, em que vários negócios jurídicos, que não se confundem com a modalidade em sentido estrito, também seriam enquadrados como securitização. É essa, por exemplo, a ideia de “securitização de dívidas públicas”, praticadas pela Secretaria do Tesouro Nacional, que corresponde, juridicamente, a uma operação de novação.

Há entendimentos doutrinários, contudo, de que o termo “titularização” também não possui adequação terminológica quanto à atividade de securitização, na medida em que esta deve ser entendida em um sentido estrito, cuja especialidade de sua estrutura não se enquadra na concepção genérica de simples conversão de créditos em valores mobiliários.

Nesse sentido, convergir-se-á a abordagem terminológica do presente trabalho, no qual será objeto a operação de securitização em seu sentido estrito, investigando as suas principais características e a dinâmica jurídica de seu funcionamento.

## 2 Definição

A securitização, em sentido estrito, pode ser considerada como um instrumento jurídico de desintermediação financeira, por meio da qual se mobilizam ativos, presentes ou futuros, com o escopo de adiantamento de receitas a ela referentes ou financiamento de projetos, por meio da emissão de títulos lastreados naquela carteira.

De acordo com Armindo Matias (2005), a noção genérica e ampla que nos fica da “titularização” é a de uma emissão de títulos negociáveis, tendo por base e substrato fluxos de tesouraria gerados por ativos específicos.

Já na lição de Natália Cristina Chaves (2006), pode-se ver uma conceituação mais precisa acerca da atividade e seus agentes:

Partindo desses dados e de outros obtidos com a análise das diversas securitizações de crédito realizadas no Brasil, apontam-se os seguintes traços genéricos desse negócio jurídico:

- a) a existência de alguém (originadora) que pretende antecipar o recebimento de créditos;
- b) a constituição de uma entidade para a qual a originadora cederá os seus créditos, possibilitando que estes sejam segregados do seu ativo; e

- c) a emissão pela entidade no mercado interno ou externo, de títulos ou valores mobiliários com pagamento vinculado, de alguma forma, aos referidos créditos que lhe foram ou lhe serão cedidos pela originadora.

Sinopticamente, pode-se definir a securitização como um negócio jurídico coligado, no qual ativos são autonomizados em relação ao patrimônio do originador, servindo de lastro para títulos ou valores mobiliários representativos deste universo, emitidos pela entidade (VPE) e transferidos onerosamente aos investidores.

Vale lembrar que a Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, que instituiu a securitização de créditos imobiliários conceituou a securitização em seu art. 8º, como “a operação pela qual créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora”.

Todavia, há entendimentos no sentido de que a referida conceituação é limitadora, não se adequando à amplitude das operações de securitização, sobretudo às realizadas por fundos de investimento, entidades estas que não se emolduram juridicamente na definição de companhia securitizadora.

Divergências existem, portanto, acerca da precisão do conceito aportado pela Lei 9.514/1997, eis que, ao contrário do posicionamento acima mencionado, há corrente que perfilha não se confundirem as operações deflagradas pelos fundos de investimento com a típica atividade de securitização, por lhes faltarem o elemento de legitimidade como veículo securitizador.

### 3 Da estrutura da operação de securitização

A securitização, em seu conjunto, consubstancia-se em uma operação complexa, composta de vários negócios jurídicos encadeados, com o fito de concretizar a transação e desintermediação financeira.

Embora possua estrutura dotada de flexibilidade, a operação de securitização conta com uma dinâmica própria e características ínsitas, cujo funcionamento é essencial para o sucesso da desintermediação e pulverização do risco, consequências almejadas na securitização.

Será realizada, neste capítulo, portanto, a apresentação e a análise de cada uma das fases de concretização da securitização.

A estrutura da operação de securitização pode ser sintetizada por meio da presença dos seguintes elementos:

- a) um conjunto de ativos que serão securitizados;
- b) um veículo de propósito exclusivo;
- c) uma agência de classificação de risco, que deve classificar a emissão do veículo de propósito exclusivo.

A partir desses elementos, uma operação padrão de securitização pode ser descrita, sinteticamente, da seguinte forma:

- 1) uma sociedade, denominada “originador”, possui bens, direitos ou expectativas de direito, representadas por contratos ou títulos, os ativos;
- 2) o originador entabula avença com uma sociedade, Veículo de Propósito Exclusivo (VPE), que receberá tais ativos; os ativos são, portanto, segregados do patrimônio do originador, não podendo ser atingido por direitos oriundos de obrigações outras;
- 3) com lastro nos ativos recebidos, o VPE emite títulos ou valores mobiliários no mercado;
- 4) investidores compram os títulos emitidos pela sociedade VPE;
- 5) VPE paga ao originador, com os recursos obtidos das vendas dos títulos.

Ressalta-se que na operação podem ser aportadas garantias adicionais, ou até mesmo serem contratadas agências especializadas na classificação de riscos acerca das emissões dos títulos, atividade esta que será mais bem explicada em tópico posterior.

### 3.1 Da constituição de veículo de propósito exclusivo

Embora haja correntes doutrinárias que defendem que o VPE possa ser constituído sobre forma de *trust*, ou de fundos de investimento, adotar-se-á, no presente trabalho, a corrente que entende ser a forma societária a mais adequada para a constituição de um VPE com a finalidade de securitização, que servirá como captadora e distribuição dos créditos mobilizados por meio da desintermediação financeira. Abordaremos, portanto, a criação do VPE sob a forma de sociedade.

Uma VPE constituída sob forma societária guarda as mesmas características essenciais das demais sociedades, quer seja nos quesitos obrigatórios formais de constituição, quer seja no aspecto material comum a todos os tipos societários.

A sociedade VPE, entretanto, possuirá o objeto exclusivo (como denota a sua própria denominação) de receber os ativos utilizados e segregados na operação de securitização, bem como emitir títulos e valores mobiliários, devidamente lastreados nos ativos recebidos do originador.

No tocante às companhias securitizadoras de créditos imobiliários, a legislação delimita seu exato objeto, conforme se vê expresso na Lei 9.514/1997:

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 suas atividades.

A legislação acerca da securitização de créditos financeiros,<sup>1</sup> por seu turno, possui redação ainda mais restritiva, haja vista que somente por meio de uma sociedade anônima é possível a cessão de créditos das instituições financeiras para fins de securitização.

Além do objeto em si, uma VPE difere-se das demais sociedades, também, no tocante ao fim pretendido. A constituição e o funcionamento da sociedade VPE não exaurem o objeto de sua atividade. Esta é parte integrante de uma série de negócios jurídicos, encadeados com o objetivo de estruturar e operacionalizar o mecanismo de securitização.

Em regra, os VPEs são constituídos sob forma de sociedade por ações (SA), na medida em que se trata do tipo societário que pode realizar emissão de valores mobiliários, além de contar com maior solidez no que concerne à autonomia patrimonial dos bens em relação aos sócios. Além disso, a SA possui um regime jurídico mais completo e seguro em comparação aos demais tipos societários.

Os acionistas da VPE são, geralmente, pessoas físicas ou jurídicas ligadas ao originador, a não ser na hipótese de a securitização se dar por emissão de ações, sendo, nesse caso, os próprios investidores os acionistas da companhia. Essa modalidade de securitização, todavia, ainda não é muito utilizada, embora possível, e até vantajosa ao investidor.

---

<sup>1</sup> Conforme verifica-se no artigo 3º da Lei 9.514, de 1997, redação repetida no artigo 17 da Medida Provisória 1.103, de 5 de março de 2022.

### 3.2 A segregação de ativos e a cessão de créditos

Etapa crucial da securitização é a segregação do patrimônio que serve de lastro para os títulos emitidos, o que aportará segurança ao investidor, menor onerosidade ao originador, melhor classificação quanto ao risco, entre outras vantagens.

A redução de riscos, talvez a característica mais relevante do mecanismo da securitização, justifica-se pelo fato de que, uma vez segregados os ativos (lastros) do patrimônio da originadora, estes não ficarão sujeitos a demais credores na hipótese da decretação de sua falência.<sup>2</sup>

A possibilidade de expressa segregação patrimonial sobre os ativos que lastrearão a emissão de títulos ou valores mobiliários é considerada uma das características precípua no processo de securitização, sobretudo por “livrar” o investidor dos efeitos de uma eventual falência.

Caso assim não fosse disposto, na hipótese em que os títulos ou valores mobiliários fossem emitidos pela originadora diretamente para os investidores, mesmo que gravados com garantia real em favor destes, os créditos utilizados como lastro dos títulos poderiam ser desvinculados destes e direcionados ao procedimento concursal.

Desta feita, uma vez submetidos ao procedimento da falência, credores com prioridade legal teriam preferência na satisfação de seus créditos, fazendo com que os investidores ficassem sujeitos a não receberem da originadora o valor decorrente do resgate dos títulos ou valores imobiliários negociados.

O efeito decorrente da ausência de segregação patrimonial, portanto, retiraria a segurança dos investidores quanto aos valores oferecidos, o que simplesmente desnatura a dinâmica da operação de securitização, talvez sua própria existência no mundo jurídico fosse incerta.

A segregação patrimonial, portanto, é realizada por meio da cessão dos créditos a uma pessoa jurídica, o VPE, apartando, definitivamente, do patrimônio do originador, os bens que servirão como lastro para os títulos ou valores a serem emitidos no mercado.

Quanto à securitização tanto de créditos imobiliários como de outros setores econômicos após a edição da Medida Provisória 1.103, de 2022,<sup>3</sup> a lei prevê a possibilidade da instituição de regime fiduciário, conduzindo à segregação patrimonial, o que será pormenorizado no capítulo próprio.

Deve-se ressaltar que a cessão de crédito, instrumento da operação de securitização, não se confunde com a cessão de contratos. Na primeira modalidade, é cedida integralmente ao cessionário a “condição jurídica” do cedente, aquele (cessionário) assume então a posição contratual do cedente, incluindo todos os direitos e deveres inerentes à sua condição. Já na cessão de créditos, transfere-se tão somente o direito do cedente sobre determinado crédito. Juntamente com os créditos, são também cedidos, via consecutória, os direitos a eles acessórios, compondo os chamados “direitos creditórios”.

A cessão do crédito em favor do VPE, além de propiciar a segregação do patrimônio objeto do lastro, bem como integrar a cadeia da operação de securitização, possibilita ao originador a antecipação do recebimento de seu crédito.

No que tange à regulamentação, a cessão de créditos em estudo é regulada pelas normas do Código Civil e, por residir no âmbito do Sistema Financeiro Nacional (SFN), também sofre regulação por parte do Conselho Monetário Nacional (CMN).

---

<sup>2</sup> Conforme verifica-se no artigo 136, § 1º, da Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, e artigos 24 e seguintes da Medida Provisória 1.103, de 2022.

<sup>3</sup> A Medida Provisória 1.103, de 2022, aprimora e amplia o marco legal que dá suporte à desintermediação no mercado financeiro e no mercado de seguros, permitindo, por meio da expansão das possibilidades de securitização, que tanto as instituições financeiras quanto as seguradoras e resseguradoras repassem parte do risco de suas operações para investidores do mercado de capitais. A transferência dos riscos das operações que originam para o mercado de capitais torna as instituições financeiras e seguradoras mais eficientes e mais resilientes (BRASIL. Medida Provisória 1.103, de 2022. Publicada em 16 de março de 2022. Disponível em: <https://in.gov.br/web/dou/-/medida-provisoria-n-1.103-de-15-de-marco-de-2022-386092648>. Acesso em: 15 jul. 2022).

Sendo a cessão de crédito em análise oriunda da declaração de vontade das partes, não há forma especial para que produza validade entre cedente e cessionário, todavia, perante terceiros, a validade da cessão é condicionada à confecção de instrumento público ou particular. Necessário, pois, na modalidade particular, menção de local de celebração, qualificação das partes, data e objetivo da cessão, com especificação e extensão dos direitos cedidos ao veículo de propósito exclusivo.

Vale lembrar que, na hipótese de cessão hipotecária, cujo valor superar em 30 (trinta) vezes o maior salário-mínimo vigente no país, a operação deve necessariamente se operar por instrumento público.

### 3.3 Dos créditos passíveis de cessão

Embora qualquer crédito possa ser objeto de cessão, em razão da regra de negociabilidade dos direitos patrimoniais, na operação de securitização, o crédito cedido deve ser pecuniário, configurando uma obrigação de pagar soma em dinheiro. A regra se justifica pelo fato de que a securitização exige solvibilidade imediata, garantindo o potencial pronto pagamento dos investidores.

Deve-se dizer, também, que os créditos securitizados devem estar livres de restrições legais ou convencionais à sua transmissão. Sabe-se que tal norma se aplica a todas as espécies de crédito, conforme dispõe o artigo 286 do Código Civil, que prevê a possibilidade de cessão de crédito pelo credor, “se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei ou a convenção com o devedor”.

Desse modo, extrai-se da norma que não podem ser objeto de cessão os créditos acessórios (sem que haja a transferência do principal) e os oriundos de obrigações personalíssimas. Além disso, não pode haver cessão, na dicção de Caio Mario Pereira, quando, “não for possível realizar a prestação ao cessionário sem alterar o seu conteúdo e quando se levar, exclusivamente, em consideração a figura do credor para a constituição do vínculo obrigacional”.

O artigo 286 do Código Civil também aporta restrição à cessão de crédito, no caso daquele penhorado, ao credor que tem conhecimento da penhora. Já o artigo 1.749 proíbe ao tutor ser cessionário de crédito em desfavor do menor tutelado.

Voltando ao âmbito exclusivo da securitização, a cessão do crédito não poderá ser condicional, sujeita a condição suspensiva ou resolutiva, o que ensejaria fragilização ao negócio jurídico, enfraquecendo, por conseguinte, o restante da cadeia da securitização, desestimulando os investidores.

Considerado a relevância da qualidade do crédito nas operações de securitização, deve-se considerar, ainda, a ausência de litígios e ônus incidentes sobre estes, bem como não se tratar de créditos vencidos, o que, por si só, já macularia a certeza do lastro dos títulos negociados pelo VPE.

Atualmente, o universo das modalidades de créditos utilizados em operações de securitização vem crescendo de forma considerável, o que se torna possível pela engenhosidade cada vez maior dos financistas envolvidos. Além das formas clássicas, utilizadas nas primeiras operações de securitização, o mercado conta com securitizações ao consumidor, financeiros, à exportação, entre outros.

Nesse diapasão, o mercado já trabalha com a hipótese de utilização de créditos futuros, como os créditos decorrentes de prestação de serviços futuros ou contratos de compra e venda de produtos para entrega futura, créditos esses já conhecidos como “não performados”, a exemplo de créditos oriundos de direitos autorais, de *royalties* de franquias, de exploração mineral e de prestações de aluguéis.

Há estudos, ainda, acerca da possibilidade de securitização de créditos decorrentes de relações jurídicas ainda não constituídas. As possibilidades são amplas, as iniciativas são incipientes, trata-se de um mercado de grande potencial econômico, o fértil campo a ser explorado ainda é vasto.

### 3.4 Emissão e subscrição de títulos

Devido à importância da função do investidor na securitização, considerado por muitos o agente principal de sua estrutura, os títulos oferecidos devem, para o sucesso da operação, suprirem as necessidades de investimento, característica essa possível e importante no procedimento em estudo.

Acerca dessa adequabilidade, nos ensina Caminha (2007) que:

Quanto a esse aspecto, a securitização apresentava vantagem como relação a emissões sem segregação: podem-se escolher os ativos que darão lastro aos títulos, de forma a imprimir à emissão as características determinadas. Se há mercado para títulos de longo prazo e remuneração prefixada, pode-se lastrear a emissão em determinado tipo de ativo com essas características, como recebíveis oriundos de financiamento à habitação. Também é possível que se transformem qualitativamente certos ativos que têm características diversas para que adquiram o perfil desejado para a operação. Um exemplo disso é a “transformação” de créditos de curto prazo em longo prazo, mediante a substituição constante desses créditos por outros da mesma natureza, mas como termo de vencimento posterior. A essa técnica se dá o nome de crédito rotativo.

Com a emissão dos títulos, os ativos que serviram de lastro são mobilizados e transformados em títulos negociáveis, sendo que, para alguns autores, é a fase em que se realiza efetivamente a securitização, de forma literal.

No que se refere às modalidades de valores mobiliários emitidos na securitização, tem-se como mais comum a emissão de debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, cotas de fundos de investimento (para alguns autores, estes não estariam incluídos nesse rol, por não contarem com a participação de uma sociedade securitizadora) e notas comerciais.

Quanto à emissão de debêntures, pode ser pública ou privada, sendo a primeira somente permitida às companhias abertas. Trata-se de um ato realizado inicialmente em assembleia (ressalvadas as possibilidades de dispensa normatizadas pela CVM), devendo estar presentes todos os requisitos formais constantes na Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a lei que regula as atividades das sociedades por ações.

Na hipótese de emissão pública de debêntures, a operação deverá ser estruturada por uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, tais como sociedades corretoras e distribuidora de títulos e valores mobiliários, bancos múltiplos, de investimento, escolhido pela companhia, conferindo maior solidez e garantia aos investidores.

Ainda quanto às debentures, o procedimento de contratação da instituição que estruturará a emissão, conhecida como *underwriting* (contrato de subscrição), é assim narrado pela autora Natália Chaves (2006):

conhecido na prática como contrato de *underwriting*, o qual poderá ser de três modalidades:

- a) firme, no qual a instituição subscreve a totalidade dos valores mobiliários para posteriormente revendê-los aos investidores;
- b) com garantia de sobras, de acordo com a qual a instituição assume a responsabilidade de subscrever, no todo ou em parte, os títulos para os quais não se encontrou interessado; e
- c) de melhor esforço, segundo o qual a instituição se obriga unicamente a procurar investidores interessados em subscrever valores mobiliários da companhia.



Quanto aos requisitos posteriores à realização da assembleia geral ou reunião do conselho administrativo que deliberou pela emissão, ensina a mesma doutrinadora:

- a) arquivamento no Registro Público de Empresas Mercantis, a cargo das Juntas Comerciais, e publicação da ata da assembleia-geral, ou do Conselho de Administração, que deliberou sobre a emissão;
- b) inscrição da escritura de emissão na Junta Comercial competente; e
- c) constituição das garantias reais, se for o caso.(CHAVES, Natália, 2006, P.109)

Cumprе ressaltar que a concessão de registro da CVM também é obrigatória.

Em relação às garantias, a Lei 6.404/1976 prevê três tipos distintos de debêntures: a debênture com garantia flutuante, debêntures com garantia real e debênture subordinada ou simples. Na securitização, a escolha da modalidade de garantia depende do tipo de ativo utilizado como lastro à emissão da debênture.

Caso se trate de securitização imobiliária, a garantia será a real (se houver), e, no caso de utilização de outros tipos de ativos, a garantia será a flutuante, sobre todo o patrimônio da VPE, na medida em que o patrimônio está restrito ao próprio ativo (lastro). Quanto à debênture com garantia subordinada, pode ocorrer se um mesmo VPE emitir diversas séries, com graus diferentes de prioridades de pagamento. Há entendimentos doutrinários, porém, de que o título exclusivamente subordinado desnatura característica essencial da securitização, a de emitir títulos com lastro em ativo específico a ele associado.

Pode-se ainda utilizar, na prática das operações de securitização, outros tipos de valores, como os títulos de capital (ações ou quotas de uma determinada sociedade) e até mesmo quotas de fundos de investimento.

### 3.5 Da securitização de créditos imobiliários

Conforme já mencionado em tópico anterior, os títulos de crédito vêm, progressivamente, mostrando-se um dos mais eficientes meios de captação de recursos na economia contemporânea, no mercado financeiro e de capitais. Entre tais instrumentos, ganham crescente incremento os créditos oriundos de transações imobiliárias.

Os investimentos no setor imobiliário, outrora esteados em operações ordinárias de compra e venda de bens imóveis, passaram a contar, nas duas últimas décadas, com novas espécies de investimentos, no intuito de fomentar a captação de recursos o acesso ao mercado de capitais.

Entre tais modalidades, interessa-nos a securitização de créditos imobiliários, mecanismo que, ao invés de contar com recursos depositados por poupadores em instituições bancárias, para fomentar o seu financiamento, utiliza-se de ativos imobiliários sem liquidez imediata e os transformando em títulos mobiliários líquidos, negociáveis no mercado de capitais.

Os procedimentos contam com a dinâmica explicada no tópico anterior (securitização), com a peculiaridade do objeto do título, lastreado somente em créditos de ordem imobiliária.

Inexistindo definição legal acerca do que se consubstancia o crédito imobiliário, já se vê na doutrina questionamento acerca de tal abrangência, haja vista que somente esse (crédito imobiliário) pode ser objeto da espécie de securitização estatuída pela Lei 9.514/1997.

Melhim Chalhub (2009) perfilha entendimento no qual discordamos, no sentido de que o diferencial do crédito imobiliário a ser securitizado seria a existência de bens garantidores do crédito, conforme se vê abaixo:

o que distingue a securitização de créditos em geral, não-imobiliários, da securitização de créditos imobiliários é a inexistência ou a existência de bens garantindo o crédito securitizado. [...] parece claro que a qualificação da espécie imobiliária decorre de um vínculo de natureza real entre os créditos e determinados imóveis; por isso é que o inciso I do art. 8º determina a individualização do imóvel vinculado ao crédito imobiliário e, ademais, o art. 10, parágrafo único, manda averbar o termo de securitização na matrícula do imóvel cujo crédito esteja afetado por força da instituição do regime fiduciário, além de tratar da constituição de outras garantias, induzindo a crer que há uma garantia imobiliária natural.

Segundo uma interpretação extensiva da opinião do autor, créditos garantidos por direito real imobiliário, mesmo que não oriundos de operações imobiliárias, poderiam ser objeto de securitização com esteio na Lei 9.514/1997, o que não nos parece ser o entendimento mais correto.

Embora não conte com uma posição clara acerca do tema, pode-se perceber em julgados na CVM no sentido de que a simples vinculação do crédito a uma garantia imobiliária não a torna, por si só, um crédito imobiliário (por isso não seria objeto da securitização prevista na lei acima mencionada).

Conclui-se, portanto, que o fator configurador do crédito de modalidade imobiliária é a sua origem, a relação que se deu em razão de negociação envolvendo direito imobiliário.

A título de exemplo, pode-se mencionar o mútuo para a aquisição, construção ou reforma de um imóvel, créditos de locação ou cessão de direito real de superfície de imóvel, entre outras negociações de cunho imobiliário.

A securitização com base em ativos imobiliários conta com títulos específicos: o certificado de registro imobiliário (CRI), criado pela lei especial; quando da implantação do Sistema Financeiro Imobiliário, a letra de crédito imobiliário (LCI); a Letra de Crédito Imobiliário Vinculado (LCIV); a Letra Hipotecária (LH); a recente Letra Imobiliária Garantida (LIG) e as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), objeto do presente estudo acadêmico.

Os referidos títulos foram criados com o escopo de simplificar e dar agilidade a operação de securitização no âmbito imobiliário, possuindo, além das regras gerais para a emissão de títulos, normas previstas em lei específica.

Segundo a redação da Lei 9.514/1997, os certificados de recebíveis imobiliários (CRI), são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, representativos de promessa de pagamento em dinheiro incorporados em um título de crédito, como a CCI.

O CRI deve ser identificado no Termo de Securitização de Crédito que lhe deu origem, e seu registro e negociação far-se-ão por meio do sistema centralizado de custódia e liquidação financeira de títulos privados, a Cetip.

Ressalta-se que o CRI somente é concebido na modalidade escritural, não existindo no mundo jurídico por meio da forma cartular. Vale destacar, também, que a sua remuneração admite taxa de juros flutuante e capitalização.

Igualmente nas demais operações de securitização, o crédito imobiliário é vinculado, por meio da geração do Termos de Securitização de Créditos, à emissão de títulos: CRI, LCI, LCIV, LH, LIG.

Embora não seja escopo deste estudo, cumpre mencionar, a fim de demonstrar a sua importância no contexto econômico, que a securitização de créditos imobiliários também podem ser utilizados pelo setor público, com resultados voltados para o fomento de projetos de interesse da coletividade.

## Conclusão

Considerando a importância do mercado creditório para a saúde econômica de um país, bem como as dificuldades atualmente enfrentadas pelo nicho de crédito comum, as operações de securitização surgiram como alternativa viável para fortalecimento e dinamização daquele segmento.

A securitização conta com um arcabouço considerado eficiente, consubstanciado em um instrumento jurídico negocial, por meio do qual se mobilizam ativos, presentes ou futuros, com o escopo de adiantamento de receitas a ela referentes.

As operações de securitização são compostas por vários negócios jurídicos encadeados, uma dinâmica própria, cujo funcionamento resulta na consecução de duas características de relevo: a desintermediação financeira e a minoração de riscos para o investidor que a utilizar.

Assim, a securitização se presta a modificar o contexto tradicional do mercado de crédito, até então polarizado entre uma instituição bancária e o tomador. Consoante se viu no decorrer da presente obra, a operação de securitização é lastreada em ativos financeiros, decorrentes de bens, direitos ou expectativas de direitos, representados por contratos ou títulos a serem transacionados. Nessas operações, a sociedade que atua como securitizadora (VPE) é incumbida de receber os ativos, realizar a segregação patrimonial destes, bem como emitir títulos e valores mobiliários, devidamente lastreados nos ativos recebidos do originador.

Viu-se também que a segregação do patrimônio que serve de lastro para os títulos emitidos é de capital importância para as operações de securitização, na medida em que aporta segurança ao investidor, menor onerosidade ao originador, e melhor classificação quanto ao risco, dentre outras vantagens.

Por outro lado, devido à importância da função do investidor na securitização, considerado por muitos o agente principal de sua estrutura, viu-se que os títulos oferecidos devem, para o sucesso da operação, suprir as necessidades de investimento, característica essa possível e importante no procedimento estudado.

Pode-se observar nesta obra, portanto, que as operações de securitização merecem maior aprofundamento pelo ceio doutrinário, haja vista a sua potencialidade e importância para o cenário de crédito atual. Contribuir para tal intento é o propósito do presente trabalho acadêmico.

## Referências

ABRÃO, Nelson. **Direito bancário**. 6. ed. Ver. E atual. São Paulo: Saraiva, 2000.

ASCARELLI, Tullio. **Teoria geral dos títulos de crédito**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 1969.

BETTI, Emilio. **Teoria geral do negócio jurídico**. Coimbra: Coimbra Editora, 1696. T.2.

BEVILÁQUA, Clovis. **Teoria geral do direito civil**. 3. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1946.

BRASIL. **Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por ações. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/16404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/16404compilada.htm). Acesso em: 13 jul. 2014.

BRASIL. **Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997**. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm). Acesso em: 13 jul. 2014.

- BRASIL. **Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/2002/110406.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/110406.htm). Acesso em: 13 jul. 2014.
- CAMINHA, Unie. **Securitização**. 2. ed. rev. e. atual. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à lei de sociedades anônimas**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2000.v.I.
- CAUB, Melhim Namem. **Negócio fiduciário: alienação fiduciária**. 4. ed. rev. atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- CHAVES, Natália Cristina. **Securitização de crédito**. Del Rey, 2006.
- CHALUB, Melhim Namem. **Negócio fiduciário**. 2. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.
- MATIAS, Armindo Saraiva. A insolvência do Direito Bancário. **Direito & Justiça**, v. 19, n. 2, 2005, p. 50.
- MIRANDA, Francisco Cavalcanti Pontes de. **Tratado de direito privado**. 2. ed. Campinas: Bookseller, 2000. t. 2.
- ODITAH, Fidelis. **The future for the global securities market**. Oxford: Claredon, 1996, p. 84.
- PEREIRA, Caio Mário da. **Responsabilidade civil**. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 230.
- PONTES, Aloysio Lopes. **Instituições financeiras privadas**. 2. ed. Re. ampl. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1982.
- WALD, Arnoldo. **Direito das coisas**. II. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.