

**XXXI CONGRESSO NACIONAL DO
CONPEDI BRASÍLIA - DF**

DIREITO EMPRESARIAL II

FERNANDO PASSOS

PAULO ANTONIO RODRIGUES MARTINS

Todos os direitos reservados e protegidos. Nenhuma parte destes anais poderá ser reproduzida ou transmitida sejam quais forem os meios empregados sem prévia autorização dos editores.

Diretoria - CONPEDI

Presidente - Profa. Dra. Samyra Haydêe Dal Farra Naspolini - FMU - São Paulo

Diretor Executivo - Prof. Dr. Orides Mezzaroba - UFSC - Santa Catarina

Vice-presidente Norte - Prof. Dr. Jean Carlos Dias - Cesupa - Pará

Vice-presidente Centro-Oeste - Prof. Dr. José Querino Tavares Neto - UFG - Goiás

Vice-presidente Sul - Prof. Dr. Leonel Severo Rocha - Unisinos - Rio Grande do Sul

Vice-presidente Sudeste - Profa. Dra. Rosângela Lunardelli Cavallazzi - UFRJ/PUCRio - Rio de Janeiro

Vice-presidente Nordeste - Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

Representante Discente: Prof. Dr. Abner da Silva Jaques - UPM/UNIGRAN - Mato Grosso do Sul

Conselho Fiscal:

Prof. Dr. José Filomeno de Moraes Filho - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Caio Augusto Souza Lara - SKEMA/ESDHC/UFMG - Minas Gerais

Prof. Dr. Valter Moura do Carmo - UFERSA - Rio Grande do Norte

Prof. Dr. Fernando Passos - UNIARA - São Paulo

Prof. Dr. Edinilson Donisete Machado - UNIVEM/UENP - São Paulo

Secretarias

Relações Institucionais:

Prof. Dra. Claudia Maria Barbosa - PUCPR - Paraná

Prof. Dr. Heron José de Santana Gordilho - UFBA - Bahia

Profa. Dra. Daniela Marques de Moraes - UNB - Distrito Federal

Comunicação:

Prof. Dr. Robison Tramontina - UNOESC - Santa Catarina

Prof. Dr. Liton Lanes Pilau Sobrinho - UPF/Univali - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Lucas Gonçalves da Silva - UFS - Sergipe

Relações Internacionais para o Continente Americano:

Prof. Dr. Jerônimo Siqueira Tybusch - UFSM - Rio Grande do Sul

Prof. Dr. Paulo Roberto Barbosa Ramos - UFMA - Maranhão

Prof. Dr. Felipe Chiarello de Souza Pinto - UPM - São Paulo

Relações Internacionais para os demais Continentes:

Profa. Dra. Gina Vidal Marcilio Pompeu - UNIFOR - Ceará

Profa. Dra. Sandra Regina Martini - UNIRITTER / UFRGS - Rio Grande do Sul

Profa. Dra. Maria Claudia da Silva Antunes de Souza - UNIVALI - Santa Catarina

Eventos:

Prof. Dr. Yuri Nathan da Costa Lannes - FDF - São Paulo

Profa. Dra. Norma Sueli Padilha - UFSC - Santa Catarina

Prof. Dr. Juraci Mourão Lopes Filho - UNICHRISTUS - Ceará

Membro Nato - Presidência anterior Prof. Dr. Raymundo Juliano Feitosa - UNICAP - Pernambuco

D597

DIREITO EMPRESARIAL II [Recurso eletrônico on-line] organização CONPEDI

Coordenadores: Fernando Passos, Paulo Antonio Rodrigues Martins – Florianópolis: CONPEDI, 2024.

Inclui bibliografia

ISBN: 978-65-5274-049-6

Modo de acesso: www.conpedi.org.br em publicações

Tema: Saúde: UM OLHAR A PARTIR DA INOVAÇÃO E DAS NOVAS TECNOLOGIAS

1. Direito – Estudo e ensino (Pós-graduação) – Encontros Nacionais. 2. Direito. 3. Empresarial. XXX Congresso Nacional do CONPEDI Fortaleza - Ceará (3: 2024 : Florianópolis, Brasil).

CDU: 34



XXXI CONGRESSO NACIONAL DO CONPEDI BRASÍLIA - DF

DIREITO EMPRESARIAL II

Apresentação

Nesse GT de Direito Empresarial II foram apresentados trabalhos de pesquisa conectados com o que há de mais atual no regime jurídico empresarial brasileiro, como temas relacionados à recuperação judicial de empresas, títulos de crédito, holding familiar, negócios jurídicos processuais aplicados ao direito empresarial, ESG e 'Compliance'.

Todos os trabalhos possuem metodologias apropriadas e problemas de pesquisas relevantes, com fartas referências bibliográficas.

A discussão promovida pelos autores, inclusive, ultrapassou o campo da mera dogmática jurídica e se imiscuiu para o campo da teoria zetética do direito, como, por exemplo, numa análise específica sobre a hermenêutica jurídica aplicada ao instituto da recuperação de empresas no Brasil.

Assim, o livro que se segue apresenta inúmeros contributos para os operadores do direito que lidam diretamente com os agentes econômicos responsáveis pelo desenvolvimento de nosso país.

A LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA: ANÁLISE DE SEUS PRIMÓRDIOS, EVOLUÇÃO E REGULAÇÃO NO DIREITO BRASILEIRO

THE GUARANTEED REAL ESTATE LETTER: ANALYSIS OF ITS ORIGINS, EVOLUTION, AND REGULATION IN BRAZILIAN LAW

Alexandre Ferreira de Assumpção Alves ¹
Vitor Greijal Sardas ²

Resumo

Utilizando uma análise histórico-legislativa comparativa, o presente artigo busca examinar como as covered bonds surgiram e evoluíram na Europa, sendo adaptadas para criar a Letra Imobiliária Garantida no Brasil. Além disso, o texto explora a influência de instrumentos financeiros internacionais no desenvolvimento das políticas brasileiras para o setor imobiliário, utilizando-se de teorias jurídicas e econômicas que sustentam a importância de títulos seguros e estáveis como ferramentas de financiamento. Através do método dedutivo e em uma perspectiva comparativa entre diferentes legislações sobre títulos garantidos por hipotecas, dá-se ênfase à implementação da Letra Imobiliária Garantida (LIG) no direito brasileiro. O estudo se fundamenta também em textos de autores e obras relacionadas ao mercado de capitais e ao direito imobiliário, utilizando-se como referência para discutir o impacto e as características da Letra Imobiliária Garantida no Brasil. O texto conclui que a LIG é uma ferramenta poderosa para impulsionar o crédito imobiliário, trazendo benefícios tanto para os investidores quanto para o mercado imobiliário nacional.

Palavras-chave: Letra imobiliária garantida, Covered bonds, Financiamento imobiliário, Mercado financeiro, Patrimônio de afetação

Abstract/Resumen/Résumé

Utilizing a comparative historical-legislative analysis, this article seeks to examine how covered bonds emerged and evolved in Europe, eventually being adapted to create the Guaranteed Real Estate Letter (LIG) in Brazil. Additionally, the text explores the influence of international financial instruments on the development of Brazilian policies for the real estate sector, employing legal and economic theories that support the importance of secure and stable securities as financing tools. Through the deductive method and a comparative perspective between different legislations on mortgage-backed securities, emphasis is placed on the implementation of the Guaranteed Real Estate Letter (LIG) in Brazilian law. The study also draws on texts by authors and works related to the capital markets and real estate

¹ Doutor em Direito. Professor titular de direito comercial na UFRJ. Professor associado no PPGD da UERJ na linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas.

² Advogado. Membro do Instituto dos Advogados do Brasil. Mestre em direito pela USP. Atualmente cursa o doutorado no PPGD da UERJ, linha de pesquisa Empresa e Atividades Econômicas,

law, using them as references to discuss the impact and characteristics of the Guaranteed Real Estate Letter in Brazil. The text concludes that the LIG is a powerful tool for boosting real estate credit, bringing benefits to both investors and the national real estate market.

Keywords/Palabras-claves/Mots-clés: Guaranteed real estate letter, Covered bonds, Real estate financing, Financial market, Segregated assets

1. INTRODUÇÃO

Com adoção do método dedutivo e análise histórico-legislativa, o artigo tem por objetivo trazer ao debate a implementação da letra imobiliária garantida (LIG) no Brasil, como resultado de um esforço governamental para atrair capital estrangeiro e promover o crescimento sustentável do mercado imobiliário. Justificando-se pela possibilidade de captar recursos, a LIG promete fornecer um fluxo estável de dinheiro para o setor, contribuindo para a expansão do crédito imobiliário e fortalecendo a confiança dos investidores no mercado nacional.

A literatura jurídica carece de pesquisas teóricas com um foco específico e aprofundado na LIG capazes de produzir o incremento no uso de tal título de crédito. Essa lacuna é notável e preocupante no campo jurídico, sendo mister conhecer a origem, da LIG suas características e as peculiaridades deste título, notadamente a garantia ao investidor pela Carteira de Ativos e o regime fiduciário sobre ela instituído por lei,

A LIG tem inspiração nas *covered bonds* europeias, como consignado na Exposição de Motivos à Medida Provisória nº 656/2014 que a criou. A história das *covered bonds* remonta ao século XVII, quando foram desenvolvidas como uma resposta à necessidade de títulos financeiros seguros em tempos de crise. Esses instrumentos financeiros evoluíram significativamente ao longo dos séculos, onde se tornaram uma fonte crucial de financiamento para o mercado imobiliário. A adaptação desse modelo para o contexto brasileiro visa trazer os mesmos benefícios de segurança e estabilidade observados internacionalmente.

No Brasil, a LIG representa um novo instrumento para financiamento ao setor imobiliário, altamente gerador de empregos diretos e indiretos e com forte cunho social pelo déficit habitacional existente. Este título de crédito combina a segurança dos ativos imobiliários com a robustez do capital das instituições financeiras, oferecendo uma alternativa atrativa e segura para investidores institucionais, como será exposto.

2. HISTÓRICO DAS LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS

As letras imobiliárias garantidas, doravante LIGs, têm sua origem na adaptação de instrumentos financeiros já consolidados na Europa, conhecidos como *covered bonds*. Esses títulos foram inicialmente desenvolvidos como uma solução para crises de confiança nos mercados de dívida e papel-moeda, combinando a segurança de hipotecas com a liquidez dos títulos de dívida. Ao longo dos séculos, as *covered bonds* se espalharam pela Europa e,

posteriormente nos Estados Unidos, se tornando uma pedra angular do financiamento imobiliário seguro e eficiente.

No Brasil, a introdução das LIGs foi inspirada nesses modelos europeus, com o objetivo de criar uma fonte segura e estável de financiamento para o setor imobiliário. Esse mecanismo foi desenvolvido para atrair grandes investidores institucionais e suprir as limitações do sistema tradicional de financiamento imobiliário brasileiro, que dependia principalmente da caderneta de poupança. Ao adaptar um modelo de sucesso internacional, as LIGs visam fortalecer o mercado imobiliário nacional, promover a estabilidade financeira e atrair capital estrangeiro para impulsionar o crescimento do setor, mas, antes de conhecer as características das LIGs no cenário nacional, é imperioso conhecer as origens do título no cenário internacional e os desafios e as soluções encontradas pelo Direito comparado.

2.1. PRIMÓRDIOS DAS *MORTGAGE COVERED BONDS*

No século XVII, surgiu um produto financeiro que combinava hipoteca e título de dívida. O desenvolvimento de um título seguro era especialmente necessário quando surgia uma crise de confiança dos cidadãos nos títulos de dívida e no papel-moeda dos Estados. Para resolver o problema, foi criada a *mortgage covered bonds*, que progrediu significativamente com a fundação das *Landschaften*, na região da Silésia, Prússia, em 1770, devido à escassez de crédito após o fim da Guerra dos Sete Anos. As *Landschaften* eram associações de grandes proprietários de terras para promover empréstimos a baixo custo. Com base nisso, foram desenvolvidos os *Pfandbriefe*, instrumentos hipotecários emitidos pelo tomador do crédito, garantidos pelo imóvel mencionado e por todos os proprietários de terras pertencentes à *Landschaft*.

O princípio desses títulos (*Pfandbriefe*) se espalhou além da Prússia, sendo utilizado em outros países europeus para financiar a construção urbana e habitacional durante a industrialização. A ideia foi implementada pela primeira vez na Dinamarca, onde, em 1797, foi admitida a hipoteca, financiada pela emissão de títulos negociáveis. Na segunda metade do século XVIII, outros países escandinavos e alguns países do leste europeu adotaram essa ideia, mas sem criar novas leis. Em 1850, na Dinamarca, foi promulgada a primeira lei sobre crédito hipotecário destinada a promover um mercado de capitais eficaz para a concessão de empréstimos hipotecários e refinanciamento dos credores por meio de títulos de dívida (*Realkreditobligationer*).

A França deu o impulso decisivo para a disseminação dos *mortgage covered bonds* com a promulgação do *Décret sur les Sociétés de Crédit Foncier* em 1852, promovendo a criação

de instituições de crédito imobiliário. Embora tanto os tomadores quanto os credores pudessem fundar essas instituições, apenas os credores se agruparam, emitindo empréstimos hipotecários em dinheiro e vendendo os títulos a investidores. Isso transformou os *mortgage covered bonds* solidários em títulos de dívida com garantia direta pela instituição de crédito imobiliário. Assim, foi fundado o *Banque Foncière de Paris*, que logo se tornou o *Crédit Foncier de France*, absorvendo outras hipotecas em Marseilles e Nevers, e se tornando a única instituição financeira francesa autorizada a emitir *mortgage covered bonds*. Em 1985, novas leis permitiram a criação de outras instituições de refinanciamento hipotecário.

A fundação do *Crédit Foncier de France* teve um impacto duradouro na disseminação dos *mortgage covered bonds* em outros países ocidentais. Na Alemanha, a forma legal foi alterada para que o título perdesse sua característica de *Pfandbriefe* e assumisse apenas o caráter de um título de dívida. Em 1862, foi fundada a primeira instituição hipotecária moderna, a *Frankfurter Hypothekenbank*, e em 1900 entrou em vigor a lei das hipotecas na Alemanha. Na Espanha, os *mortgage covered bonds* surgiram na segunda metade do século XIX, com a lei hipotecária de 1861, inspirada nas regulamentações alemãs, e a criação da primeira instituição hipotecária espanhola, *Banco Hipotecario de España*, em 1872. Em 1981, outras instituições foram autorizadas a emitir cédulas hipotecárias. Enquanto as cédulas hipotecárias são garantidas por todos os empréstimos hipotecários do emitente, os *bonos hipotecarios* eram vinculados a empréstimos específicos, exigindo registro e conformidade com regulamentos estatais, o que torna seus processos mais complexos e caros. Por sua vez, as *participaciones hipotecarias* representaram participações em um empréstimo hipotecário, removendo-o do balanço do emitente.

Desde 1995, os *mortgage covered bonds* se expandiram rapidamente devido à introdução do euro e ao aumento da concorrência por capital nos mercados internacionais. Em 2004, 23 países já possuíam regulamentações legais para *mortgage covered bonds*, com novas leis sendo elaboradas na Bélgica, Estônia e Eslovênia¹.

Em 2003, a emissão de um *mortgage covered bonds* pela *Halifax Bank of Scotland*, no Reino Unido, sem base legal, chamou atenção. Embora não cumprisse todos os requisitos da

¹ “With the oldest covered bonds dating back to 1770, 11 only Denmark (1851), Germany (1900), Switzerland (1931), and Spain (1982) had introduced covered bond legislation pre-1990. Thereafter, a number of countries, including France and central European countries followed in the mid-1990s with another wave arriving in the 2000s. Parts of the latter were countries, such as the United Kingdom, Austria, Italy, Greece, and Portugal. Further non-European countries with covered bond legislature include the United States, Japan, Australia, and New Zealand” (Markmann, 2017, p. 7).

diretiva dos Organismos de Investimento Coletivo em Valores Mobiliários (OICVM), passou a ser considerado um *mortgage covered bonds* devido às suas principais características.

Além dos títulos tradicionais, sob a influência do direito alemão, os *Jumbo-Pfandbriefe* surgiram no mercado europeu em 1995, caracterizados por um volume mínimo de emissão de 750 milhões de euros e obrigação de cotação simultânea de preços de compra e venda por um consórcio de pelo menos três instituições financeiras. Esses títulos, que ofereciam alta liquidez e transparência de mercado, eram atraentes para investidores institucionais e ajudaram a tornar os *mortgage covered bonds* interessantes para investidores estrangeiros. Devido ao sucesso deste produto, outros países, incluindo Espanha, França, Luxemburgo, Irlanda, Áustria e Reino Unido, passaram a emitir *mortgage covered bonds* no formato jumbo (Silva, 2010, p. 63-81).

A crescente demanda de investidores estrangeiros levou à emissão de *mortgage covered bonds* em moedas estrangeiras, e, como o mercado se expandiu internacionalmente, resultou na emissão dos primeiros *global jumbo mortgage covered bonds*, negociados nas principais bolsas de valores na Europa, na Ásia e nos Estados Unidos, de acordo com a regra 144a do *American Securities Act*, permitindo sua colocação sem registro na *Securities and Exchange Commission*.

Cabe uma observação acerca das características das *mortgage covered bonds*, a fim de que se possa ulteriormente tecer diferenças com as LIGs adotadas no direito brasileiro. Com base nisso, será investigado quem assume os respectivos riscos ou em que medida eles são reduzidos ou evitados por certas regulamentações legais ou elementos da estrutura da transação.

Os riscos associados aos *mortgage covered bonds* incluem, especialmente, várias formas de riscos de contraparte. Estes, em geral, caracterizam o perigo de perdas devido a mudanças na qualidade de crédito de uma pessoa física ou jurídica com a qual existe uma relação econômica. Uma manifestação do risco de contraparte, neste contexto, é o risco de crédito do credor original, que, em alguns países, também atua como emissor. Sem estruturas adequadas, existe o perigo de que os empréstimos destinados a cobrir os *mortgage covered bonds* não estejam mais disponíveis para satisfazer os credores em caso de insolvência. Mesmo que esse perigo seja evitado, o credor assume a responsabilidade pela estrutura dos empréstimos garantidos, que pode variar durante a vigência dos *mortgage covered bonds*. Portanto, a capacidade de o credor adquirir ativos de alta qualidade é um fator crucial para a qualidade das emissões. Além disso, o credor original continua responsável pela administração dos créditos, sendo a qualidade de gestão e de serviços essencial. Se mal executado, existe o risco de perdas, conhecido como risco de serviço. Outros riscos de contraparte resultam da participação de partes adicionais na transação, como o risco de falha de um parceiro contratual se derivativos forem usados para mitigação de riscos.

Adicionalmente, podem ocorrer perdas na insolvência do credor devido à impossibilidade de substituição das dívidas dos empréstimos garantidos. Esse perigo é conhecido como risco de substituição. Portanto, a qualidade de crédito dos tomadores de empréstimo também é importante para a qualidade dos *mortgage covered bonds*. Enquanto o credor mantiver boa qualidade de crédito e capacidade de substituir empréstimos, deteriorações individuais não afetam negativamente a qualidade dos títulos. Isso, no entanto, não é válido se a troca de empréstimos for legalmente inadmissível.

Riscos de pré-pagamento e inadimplência, definidos como o perigo de perdas devido a pagamentos antecipados ou atrasados dos tomadores de empréstimo, podem ocorrer. Se os tomadores de empréstimo pagarem o capital antecipadamente, os pagamentos poderiam ser repassados aos investidores, o que geralmente não é legalmente possível. O emissor deve reinvestir os fluxos de caixa, podendo incorrer em perdas se não houver alternativas de investimento com rendimentos adequados. Pagamentos atrasados podem causar riscos de liquidez se os fluxos de caixa dos empréstimos garantidos forem insuficientes, exigindo que o emissor cubra as interrupções de pagamento com outras fontes de refinanciamento.

As coberturas dos *mortgage covered bonds* também estão expostas a riscos de preço de mercado, a menos que haja medidas legais para reduzi-los. Riscos de preço de mercado abrangem o perigo de perdas devido a mudanças nos preços de mercado. Dependendo do determinante, distinguem-se riscos de mudança de taxa de juros e de câmbio. Riscos de taxa de juros resultam de discrepâncias nos fluxos de caixa de ativos e passivos devido a diferentes taxas de juros ou estruturas de reembolso incongruentes. Se as moedas dos *mortgage covered bonds* e dos ativos de cobertura ou as moedas dentro dos empréstimos garantidos diferirem, existe um risco cambial, ou seja, o perigo de fluxos de caixa insuficientes devido a desenvolvimentos adversos nas taxas de câmbio.

Riscos de taxa de juros também são relevantes ao investir em *mortgage covered bonds*, geralmente títulos de renda fixa. Investidores podem sofrer perdas com desenvolvimentos desfavoráveis das taxas de juros. Com o aumento das taxas durante a vigência dos *mortgage covered bonds*, os preços caem, resultando em perdas numa venda antecipada. Se os investidores mantiverem os papéis até o vencimento, aumentos nas taxas de juros causam custos de oportunidade, pois outras opções de investimento podem oferecer maiores retornos com o mesmo risco e prazo.

2.2. CRISE IMOBILIÁRIA E O INCREMENTO DAS *MORTGAGE COVERED BONDS* NO MUNDO

No cenário mundial, em meados da década de 2000, surge uma das principais crises financeiras mundiais iniciada com uma reviravolta no mercado imobiliário nos Estados Unidos. A crise foi desencadeada pelo fato de que, por muito tempo, o aumento dos preços dos imóveis nos Estados Unidos não pôde mais ser sustentado em grande parte do mercado imobiliário, pois não refletiam o valor real dos imóveis em questão. Ao mesmo tempo, muitos mutuários imobiliários dos Estados Unidos não conseguiam mais pagar as parcelas de seus empréstimos, em parte por causa do aumento das taxas de juros, em parte, por falta de renda.

Inicialmente, os chamados empréstimos *subprime*, que tinham sido concedidos principalmente a mutuários com notações de crédito fracas ou muito fracas (mercado *subprime*), foram os principais afetados. No início do segundo semestre de 2007, a inadimplência no mercado *subprime* dos Estados Unidos atingiu seu nível mais alto.

A inadimplência do empréstimo não teve impacto apenas nos bancos imobiliários credores. Isso ocorreu porque os bancos imobiliários credores agruparam e securitizaram os riscos de crédito em títulos estruturados. A possibilidade de titularização criou um incentivo para reduzir os requisitos de solvabilidade dos mutuários quando da concessão de empréstimos, uma vez que o risco de incumprimento poderia ser transferido para outros participantes no mercado. A titularização foi, por conseguinte, um problema central da crise financeira. Devido à securitização dos riscos de crédito e das vendas globais, a crise se espalhou globalmente devido ao estreito intertravamento das economias individuais e dos fluxos financeiros. Os compradores das securitizações eram investidores de longo prazo, como seguradoras e fundos de pensão, que confiavam nas classificações das securitizações das agências de classificação, que em retrospecto deveriam ser classificadas como irrealistas, mas também fundos de *hedge*. Os próprios bancos investiram em grande medida, por exemplo, por meio de veículos estruturados para fins especiais ou veículos de investimento, parcialmente fora dos balanços dos bancos (os chamados *conduits*) em securitizações de empréstimos *subprime*, entre outras coisas. Em alguns casos, até um terço destas posições em risco foram refinanciadas por obrigações de curto prazo (os chamados papéis comerciais), que não tinham de ser tidos em conta na ponderação das ações ao abrigo dos anteriores regulamentos de solvabilidade. Como regra geral, esse refinanciamento a curto prazo dos veículos de finalidade específica era garantido por garantias bancárias.

No fim do ano de 2007, muitas instituições financeiras nos Estados Unidos, bem como especialmente na Europa e na Ásia, comunicaram depreciações consideráveis devido a imparidades necessárias no que respeita a títulos *subprime*, com efeitos negativos

correspondentes nos seus capitais próprios. Quando os riscos associados aos empréstimos imobiliários e *subprime* se tornaram aparentes, isso levou a grandes perdas de preços nas bolsas de valores internacionais (Markmann, 2017, p. 25). Ao mesmo tempo, o apetite ao risco dos investidores privados e institucionais nos mercados monetário e de capitais diminuiu. O refinanciamento de curto prazo não foi mais estendido.

Como resultado, os bancos e instituições financeiras de propósito específico ficaram sob maior pressão. Eles não conseguiram vender seus títulos estruturados porque não havia mais compradores para eles. Por esta razão, as garantias bancárias emitidas a favor dos veículos de finalidade especial foram posteriormente invocadas. Em alguns casos, os bancos absorveram os seus instrumentos de finalidade específica na medida em que puderam fazê-lo (por exemplo, *Citigroup*, *HSBC* e *Société Générale*) e retomaram-nos nos seus próprios livros – com consequências consideráveis para as suas notações e requisitos de fundos próprios, entre outros aspectos – a fim de evitar que as sociedades de propósito específico tivessem de vender os seus títulos estruturados a preços de liquidação.

A falta de transparência no que diz respeito às exposições a títulos estruturados e às obrigações decorrentes das garantias bancárias correspondentes desafiou seriamente a confiança mútua dos bancos. Isso levou a um aumento acentuado nas taxas de juros do mercado monetário para empréstimos interbancários na segunda metade de 2007. Em seu auge, o mercado interbancário secou completamente. Os bancos centrais de várias nações econômicas importantes foram forçados a fornecer ao mercado monetário uma liquidez de enorme monta.

Em 2008, a crise se espalhou. Os bancos já não estavam dispostos a fornecer liquidez uns aos outros nas negociações interbancárias e, por conseguinte, depararam-se com dificuldades de liquidez cada vez maiores. Os bancos centrais tentaram neutralizar o efeito fornecendo mais liquidez. Em setembro, a crise atingiu uma nova dimensão com a insolvência parcial do banco de investimento de Nova York *Lehman Brothers* depois que um resgate do governo não havia sido feito, bem como a aquisição de resgate do banco de investimento de Nova York *Merrill Lynch* pelo *Bank of America* e a venda de emergência do *Washington Mutual* para o *JR Morgan Chase*. Pouco depois, o governo dos Estados Unidos teve que resgatar a seguradora *American International Group (AIG)* com um empréstimo de US\$ 85 bilhões.

Na Inglaterra, o *Lloyds TSB* adquiriu o banco imobiliário *HBOS* em uma venda de emergência no final de setembro de 2008, depois de ter realizado um aumento de capital com dificuldade e de ter sofrido mais perdas. Além disso, partes do banco imobiliário britânico *Bradford & Bingley* tiveram que ser nacionalizadas e outras partes tiveram que ser transferidas para o banco universal britânico *Abbey National*, a fim de evitar o colapso da instituição.

Na Alemanha, o Governo Federal, juntamente com o *Bundesbank* e um consórcio financeiro liderado pela Associação Bancária Alemã, teve de fornecer ao *Hypo Real Estate Holding Group* um pacote inicial de resgate de 50 mil milhões de euros nos meses de setembro e outubro de 2008. A própria *Hypo Real Estate Holding Group* caiu em uma crise profunda devido a um refinanciamento extenso e de curto prazo sem garantia da subsidiária irlandesa *DEPFA Bank PLC*, que fora adquirida em 2007.

A necessidade de se estabilizar o fluxo de recursos para o setor imobiliário não passou despercebida também por outros países que ainda não haviam incorporado das *covered bonds* nos sistemas nacionais, dentre os quais o Brasil. Assim, o Conselho Monetário Nacional (CMN) passou a estudar a criação da letra imobiliária garantida como um instrumento de crédito emitido por participantes do sistema financeiro e tendo créditos imobiliários como lastro, além do capital do banco como garantia adicional.

2.3. INCORPORAÇÃO DAS *COVERED BONDS* NO DIREITO BRASILEIRO

Nos últimos vinte anos, as obrigações cobertas (*covered bonds*) tornaram-se uma classe de ativos significativa no mercado e uma importante fonte de financiamento para os bancos. Em muitos países, as obrigações cobertas, como a debênture emitida por instituições financeiras, constituem uma pedra angular do sistema financeiro.

A difusão das obrigações cobertas levou ao desenvolvimento de regimes nacionais com diferentes denominações, tais como *Pfandbriefen* (Alemanha), letras imobiliárias garantidas (Brasil), *cédulas* (Espanha), *obligations foncières* (França), *mortgage and public asset covered bonds* (Irlanda), *lettres de gage* (Luxemburgo) ou *covered bonds* (Reino Unido). Os nomes desses instrumentos geralmente vêm das bases legais de emissão. O mercado refere-se a estes instrumentos como obrigações cobertas. No entanto, não existe uma definição uniforme.

A origem do termo *covered bond* é uma combinação do termo ativos ou obrigações garantidas por hipotecas e do termo títulos cobertos por ativos. Em princípio, o quadro jurídico determina as características essenciais da obrigação coberta. Os títulos tradicionais ou legalmente garantidos são regulamentados por leis especiais. Além disso, foram desenvolvidos modelos contratuais em alguns países (por exemplo, Grã-Bretanha, França, Países Baixos e Irlanda) que reproduzem as características básicas das obrigações cobertas com base no direito comum através de acordos contratuais e são designados por obrigações cobertas estruturadas.

Aplica-se o princípio da cobertura, sendo impositivo que o montante total das obrigações em circulação seja sempre coberto, ao nível do seu valor nominal, por ativos de,

pelo menos, o mesmo montante e rendimentos de juros. A base legal de emissão exige que os ativos utilizados como cobertura devem igualmente ser abrangidos. No caso de os ativos fazerem parte da carteira de cobertura, as partes contratantes devem ser satisfeitas em pé de igualdade com os detentores de obrigações da carteira de cobertura.

Não bastando, a semelhança dos *covered bonds*, as LIGs também possuem um monitoramento do *pool* de cobertura e uma supervisão pública, no caso do Brasil, pela autoridade nacional de supervisão financeira, a saber, o Banco Central, conforme previsão do artigo 3º, I, “a”, da Resolução CMN nº 5.001, de 24 de março de 2022.

Os sistemas europeus de obrigações cobertas utilizam diferentes mecanismos para proteger os créditos dos detentores de obrigações cobertas de outros credores em caso de insolvência do emitente. Tal é conseguido através da separação das obrigações cobertas e das carteiras de cobertura da massa insolvente do emitente com base no regramento legal. Em alguns países, como no caso do Brasil, a proteção dos detentores de obrigações cobertas consiste num crédito privilegiado dentro da massa insolvente².

Uma característica comum importante é que as obrigações cobertas geralmente não se tornam automaticamente totalmente vencidas em caso de insolvência do emitente³. Em alguns sistemas de obrigações cobertas, os detentores podem reclamar os seus créditos sobre o montante do passivo em processos de insolvência em pé de igualdade com os credores não garantidos sobre os ativos restantes do emitente. Estas diferenças se dão entre os respetivos sistemas jurídicos nacionais, em especial no direito de propriedade, na avaliação imobiliária, no direito da insolvência (falimentar ou recuperacional), no direito de supervisão bancária e no direito fiscal.

Tendo em vista que o direito brasileiro passa ao largo da discussão acerca do termo obrigação coberta, cabe mencionar que, em fevereiro de 2006, o Conselho Europeu das Obrigações Cobertas lançou um estudo pormenorizado dos diferentes quadros jurídicos para elas na Europa, a fim de desenvolver uma definição de mercado (European Covered Bond

² Retornando à justificativa da medida provisória, lemos: “A letra imobiliária garantida prevê, com o objetivo de criar regime especial apto a proteger o credor em caso de inadimplemento da obrigação ou insolvência do emissor, a afetação da Carteira de Ativos que a garante, permitindo que esses ativos sejam usados para pagar os detentores dos títulos antes dos demais credores da instituição” (Brasil, 2014, p. 11).

³ Lembra-se a passagem do parecer 44, da comissão mista, já citada: “Também, diferentemente do que ocorre com a LCI, no caso de quebra do emissor, o credor não será obrigado a aceitar antecipação do pagamento dos fluxos futuros, uma vez que se tomará titular de todos os direitos vinculados ao conjunto de ativos, inclusive os fluxos de amortização e de juros na cadência originalmente contratada. Já em relação ao CRI, uma vantagem da letra imobiliária garantida é que o emissor deve honrar integralmente os fluxos de pagamento, independentemente de haver inadimplência nos contratos que formam a carteira de ativos a ele vinculada. Como o emissor mantém os títulos em seu patrimônio geral - diferentemente do que ocorre com o originador nos processos de securitização - ele tende a ser mais seletivo e prudente no momento da origem do crédito.”

Council, 2023). O estudo constitui a base para uma definição de mercado da obrigação coberta e permite identificar características-chave comuns ou elementos essenciais. Primeiramente, o título deve ser emitido por uma instituição de crédito sujeita à supervisão e regulamentação do governo. Além disto, os detentores das obrigações têm direito a uma carteira de cobertura de ativos financeiros (empréstimos, obrigações e instrumentos similares, bem como derivados utilizados para cobertura de riscos cambiais e de taxa de juro), com prioridade sobre os credores não garantidos da instituição de crédito. Outra característica comum aos *covered bonds* e que também pode ser encontrada nas LIGs, repousa no fato de que a instituição de crédito tem a obrigação permanente de manter ativos de cobertura suficientes para poder satisfazer os créditos dos detentores de obrigações cobertas em qualquer momento (art. 67 da Lei nº 13.097/2015). O cumprimento das obrigações da instituição de crédito, em matéria de ativos de cobertura, é passível de ser verificado por uma autoridade pública ou outro organismo independente.

Em 12 de setembro de 2014, os Ministérios da Fazenda, da Justiça, do Trabalho e Emprego, da Indústria e Comércio e o Banco Central brasileiro, enviaram projeto de medida provisória à então Presidente da República, Dilma Rousseff, dispondo sobre a criação de um novo título de crédito, a LIG, com a qual se incorporava ao direito brasileiro a noção das *covered bonds*⁴.

No mesmo dia da edição da Medida Provisória nº 656, em 07 de outubro de 2014, a Presidência da República a submeteu ao Congresso Nacional para conversão em lei, nos termos do artigo 62 da Constituição Federal, através da Mensagem nº 298.

Aceita a tramitação na casa legislativa, o texto recebeu 386 propostas de emendas, sendo que apenas 9 tratavam sobre as LIGs. Da análise feita através de parecer (nº 44, de 2015) da comissão mista do Congresso instalada para este fim, todas as emendas receberam votos de rejeição, mantendo-se a redação original⁵. Assim, as obrigações cobertas pela letra imobiliária

Na fundamentação do projeto de medida provisória, justificava-se da seguinte forma: “69. A minuta de Medida Provisória dispõe ainda sobre a criação da Letra Imobiliária Garantida (letra imobiliária garantida) como instrumento de captação de longo prazo pelas instituições financeiras e como fonte alternativa de recursos para a expansão do crédito imobiliário. 70. O título de crédito proposto possui as características do chamado *Covered Bond*, título com ampla utilização nos mercados internacionais, constituindo-se em um instrumento de dívida para o emissor, garantido por uma carteira de créditos imobiliários que servem de lastro de garantia para estas emissões. Na perspectiva do emissor, a letra imobiliária garantida é qualificada como dívida e em grande parte é considerada instrumento financeiro de captação de longo prazo” (Brasil, 2014, p. 10 e 11).

⁵ Sobre o tema, o referido parecer dispôs: “Os artigos 18 a 49 instituem e disciplinam a Letra Imobiliária Garantida (letra imobiliária garantida), título de crédito de emissão exclusiva de instituição financeira, que tem por objeto captar recursos de longo prazo, com o objetivo de viabilizar operações de crédito com prazo mais longo e taxas de juros mais baixas. A letra imobiliária garantida tem características se aproximam dos “*covered bonds*”, muito difundidos no mercado europeu. A letra imobiliária garantida, a exemplo dos *covered bonds*, é título de crédito que confere ao credor dupla garantia: a responsabilidade direta do emissor e, em suplemento, a garantia real correspondente a um conjunto de ativos financeiros de propriedade do emissor que ficam segregados em seu patrimônio geral, mediante constituição de patrimônio de afetação, que é instrumento suficiente para proteger tais

garantida proposta e as *covered bonds* partilham características comuns fundamentais. A Medida Provisória nº 656 foi convertida na Lei nº 13.097, 19 de janeiro de 2015, regulando a Lig nos seus artigos 63 a 98. Esta lei é regulamentada, em relação às matérias previstas no art. 91, pela Resolução nº 5.001/2022, do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Indubitavelmente, a principal característica da Lig é sua dupla garantia, sendo uma delas a Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário (art. 63 da Lei nº 13.097/2015). É o que difere esse título de outros títulos de base imobiliária que lhe são similares, tais como os certificados de recebíveis imobiliários (CRI) e a letra de crédito imobiliário (LCI), bem como da cédula de crédito imobiliário (CCI) e do fundo de investimento imobiliário (FII)⁶.

3. AS LETRAS IMOBILIÁRIAS GARANTIDAS, REFINANCIAMENTO E O DIREITO CONSTITUCIONAL DE MORADIA

O sistema de crédito imobiliário nacional necessita de alternativas de financiamento para promover o crescimento sustentável do mercado. Entretanto, o custo de captação só é atrativo na atual conjuntura de altas taxas de juros para produção, onde os empreendimentos conseguem cobrir esses custos. Mostra-se ineficiente alavancar recursos para a produção se não houver demanda com capacidade financeira e crédito disponível para aquisição de imóveis. Deve-se encontrar um instrumento de financiamento que ofereça crédito para aquisição em quantidade suficiente e a taxas de juros acessíveis, capaz de competir ou substituir o sistema brasileiro de poupança e empréstimo. A ausência de direcionamento dos recursos para o crédito imobiliário e a falta de informações sobre sua aplicação levantam dúvidas sobre a viabilidade econômica e financeira desses recursos, especialmente quando comparado ao seu custo de captação (Lacerda e Monetti, 2023).

As obrigações cobertas, por sua vez, são um meio de refinanciamento. Entende-se por refinanciamento a mobilização de fundos por instituições de crédito, em especial para a concessão de empréstimos. A este respeito, as obrigações cobertas enquanto passivos devem ser distinguidas, em primeiro lugar, dos fundos de investimento imobiliário, que se refinanciam

ativos do concurso de credores em caso de quebra do emissor. Essa é uma importante diferença em relação aos títulos de crédito hoje existentes no mercado de crédito imobiliário, de que são exemplos as Letras de Crédito Imobiliário (LCI) e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI).”

⁶ “Seguindo a experiência internacional dos *covered bonds* foi editada a Lei nº 13.097/15, criando a emissão das letras imobiliárias garantidas, título que tende a competir com o mercado de CRI, tendo inclusive benefícios para investidores não residentes” (Cerqueira, 2022, p. 54).

através da emissão de ações e cuja atividade principal é a detenção e/ou gestão e financiamento de bens imobiliários⁷.

No âmbito do instrumento de refinanciamento das obrigações, deve ser feita uma distinção de princípio entre emitentes e garantias. Os emitentes de obrigações cobertas são instituições de crédito sujeitas a obrigações de supervisão. Em termos de segurança, as obrigações cobertas são classificadas como obrigações soberanas e obrigações bancárias garantidas pelo Estado. As primeiras são frequentemente vistas como um substituto das obrigações do Estado devido ao seu elevado nível de segurança. O único ponto de venda da obrigação coberta é o seu duplo recurso, por um lado, contra o emitente e, por outro, contra determinados ativos de cobertura.

As obrigações cobertas devem ser distinguidas principalmente da chamada titularização (ou securitização) que tem uma certa semelhança com as obrigações cobertas. As securitizações também permitem o refinanciamento via mercado de capitais. Ocorre que elas são baseadas em acordos contratuais e, portanto, podem ser estruturadas de muitas maneiras diferentes. Em princípio, qualquer tipo de reclamação que gere uma entrada de fundos ou fluxo de caixa, são a base de uma securitização, daí o termo títulos lastreados em ativos⁸. Para a distinção entre as obrigações cobertas, são importantes apenas os chamados títulos garantidos por hipotecas, que se baseiam em empréstimos imobiliários que foram concedidos por uma instituição de crédito.

Em abstrato, a sociedade securitizadora emite valores mobiliários que dão origem a obrigações de pagamento dependentes do cumprimento de um crédito subjacente à operação ou de um conjunto de créditos. Em tempos de crescente importância do refinanciamento através do mercado de capitais, as operações de securitização permitem às instituições de crédito conceder mais financiamento⁹ ou revender riscos de crédito em pacotes. A titularização tornou-se, por conseguinte, um importante instrumento de gestão do risco bancário.

⁷ Acresce-se ainda uma característica da medida provisória que implementou a letra imobiliária garantida: “O objetivo da MP é alavancar o financiamento imobiliário e também fomentar o crédito no mercado financeiro. Porém, o que mais chamou a atenção foi a implantação de um sistema único de informações contidas nos registros imobiliários, a chamada concentração dos atos registrais na matrícula imobiliária ou também Renavam dos Imóveis” (Frardoloso, 2014).

⁸ Sobre o tema, cita-se que “cumpre destacar que a desmaterialização dos títulos de crédito por meio da adoção da forma escritural para sua emissão é um processo que se encontra em curso.” [...] Deste estes, há um “terceiro grupo abrange os títulos lastreados em direitos creditórios, a exemplo da Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) e a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), regidos pela Lei nº 11.076/2004, Letra de Crédito Imobiliário (LCI) e a Cédula de Crédito Imobiliário (CCI), regidas pela Lei nº 10.931/2004, a Letra Imobiliária Garantida (letra imobiliária garantida), regida pela Lei nº 13.097/2015, e os Certificados de Recebíveis, regidos pela Medida Provisória nº 1.103/202239. Esses títulos têm em comum a característica de possuírem lastro em direitos creditórios e, no caso da letra imobiliária garantida, em um conjunto de ativos” (Silva e Almeida, 2022, p. 385 e 386)

⁹ Sobre este ponto, cita-se que “a letra imobiliária garantida tem capacidade de influenciar de forma positiva o mercado imobiliário por ser um novo *funding* de recursos. Ao investidor, será uma interessante forma de

4. CARACTERÍSTICAS DA LETRA IMOBILIÁRIA GARANTIDA

De acordo com o art. 63 da Lei nº 13.097/2015, a LIG é definida como “título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação, garantido por carteira de ativos submetida ao regime fiduciário”. Trata-se de promessa de pagamento em dinheiro, com ou sem garantia real ou fidejussória, emitida exclusivamente por instituições financeiras¹⁰ e sob forma escritural, com necessário registro em depósito central autorizado pelo Banco Central (art. 64).

Por ser título de crédito, a LIG está sujeita ao formalismo quanto a presença dos requisitos essenciais em linha com o art. 887 do Código Civil. Tais requisitos estão arrolados nos incisos do *caput* do art. 64. São eles: a denominação “Letra Imobiliária Garantida”; o nome da instituição financeira emitente; o nome do titular; o número de ordem, o local e a data de emissão; o valor nominal; a data de vencimento (será antecipada em caso de insolvência da carteira de ativos de todas as LIGs por ela garantidas, art. 59 da Resolução CMN nº 5.001/2022); a taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização; outras formas de remuneração, quando houver, inclusive baseadas em índices ou taxas de conhecimento público; a cláusula de correção pela variação cambial, quando houver; a forma, a periodicidade e o local de pagamento; a identificação da carteira de ativos; a identificação e o valor dos créditos imobiliários e demais ativos que integram a carteira de ativos; a instituição do regime fiduciário sobre a carteira de ativos; a identificação do agente fiduciário, indicando suas obrigações, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; e a descrição da garantia real ou fidejussória, quando houver.

Apesar de não constar a assinatura do emitente no rol de requisitos essenciais, ela é obrigatória e será lançada por meio digital, pois se trata de título escritural. A lacuna no art. 64 não deve ser interpretada como dispensa da assinatura, diante da determinação do art. 903 do Código Civil, aplicável aos títulos típicos, caso da LIG. De acordo com o art. 889, *caput*, do

investimento por contar com várias garantias, não sendo igualável a outra forma de garantia de investimentos. Ainda, conta com a isenção do imposto de renda o que poderá atrair ainda mais recursos. Porém, tendo em vista as excessivas garantias, e tendo em mente que o retorno dos investimentos é proporcional ao risco, espera-se que a rentabilidade seja menor comparado com outras formas de investimento. Em relação ao direito a moradia, assim como ocorreu com a lei de alienação fiduciária, será uma importante fonte de recursos, capaz de garantir o direito constitucional à moradia” (Ribeiro e Hirata, 2019, p. 423).

¹⁰ Complementando a Lei nº 13.097/2015, a Resolução CMN nº. 5.001, de 24 de março de 2022, dispõe: “Art. 2º. A letra imobiliária garantida somente pode ser emitida por: I - bancos múltiplos; II - bancos comerciais; III - bancos de investimento; IV - sociedades de crédito, financiamento e investimento; V - caixas econômicas; VI - companhias hipotecárias; VII - associações de poupança e empréstimo; e VIII - cooperativas de crédito”.

Código Civil, é necessária a assinatura do emitente, ainda que o título seja criado eletronicamente (§ 3º do art. 889).

A Resolução CMN nº 5.001/2022, editada com fundamento no art. 91 da Lei nº 13.097/2015, prevê em seu art. 11 a obrigatoriedade de a instituição emissora deve elaborar Termo de Emissão contendo as condições relacionadas com a operação de LIG ou o Programa de Emissão, explicitando os direitos e obrigações das partes envolvidas, mas não faz referência a assinatura do emitente. O Termo de Emissão deverá constar do registro constitutivo feito pela entidade credenciada por exigência do art. 17, XX, da referida Resolução.

Consistindo em promessa de pagamento em dinheiro, sob forma escritural, é necessário registro em depósito central autorizado pelo Banco Central, de acordo com o artigo 64. Ademais, por ser título nominativo, haverá o registro de propriedade e das transferências de titularidade consoante a regra geral do art. 921 do Código Civil para os títulos nominativos.

Acerca das regras de circulação, embora a LIG seja caracterizada como título transferível e de livre negociação, o art. 64 não impõe ou faculta a cláusula à ordem. Entretanto, o art. 92 prevê a aplicação “no que não contrariar o disposto nesta Lei”, da legislação cambiária, ou seja, do Decreto nº 57.663/66. O art. 11 deste diploma prevê o endosso, ainda que não haja cláusula à ordem expressa, podendo ser determinada a circulação pela forma e efeito de cessão de crédito se for expressamente prevista a cláusula não à ordem. Com isso, a letra imobiliária garantida será transmitida por endosso, exceto se o emitente impuser a cessão de crédito. O fato de ser a letra imobiliária garantida título nominativo obriga o registro para fins propriedade e transferência. Com isso, qualquer endosso deverá ser em preto, não obstante o Decreto nº 57.663/66 autorizar endosso em branco.

O art. 65 obriga o depósito da letra imobiliária garantida e dos ativos da carteira em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil (BCB) a exercer a atividade de depósito centralizado, conforme a Lei nº 12.810/2013¹¹. O depósito pode ser dispensado se houver o registro dos ativos em entidade autorizada pelo BCB ou pela Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito das respectivas competências, para registro de ativos financeiros e valores mobiliários (art. 65, parágrafo único, e art. 18, § 1º, da Resolução CMN nº 5.001/2022). As entidades qualificadas como depositários centrais são responsáveis pela integridade dos sistemas e registros dos ativos sob sua guarda.

¹¹ Dispõe o artigo 23 da referida lei: “O depósito centralizado, realizado por entidades qualificadas como depositários centrais, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos.”

Segundo o art. 24 e seus parágrafos, da Lei nº 12.810/2013, os ativos financeiros e valores mobiliários, em formato físico ou eletrônico, devem ser transferidos ao depositário central em regime de titularidade fiduciária. A constituição e a extinção da titularidade fiduciária em favor do depositário central serão realizadas, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, exclusivamente com a inclusão e a baixa dos ativos financeiros e valores mobiliários nos controles de titularidade da entidade. A titularidade efetiva presume-se pelos controles mantidos pelo depositário central, e a transferência ocorre conforme as instruções recebidas. Por esta razão, o título pode ser executado, independentemente de haver protesto, visto que se baseará na certidão de inteiro teor emitida pelo depositário central, pois a LIG é título executivo extrajudicial (art. 64, § 1º). Todavia, mesmo sendo título líquido, a LIG pode gerar valor de resgate inferior ao valor de sua emissão, em função de seus critérios de remuneração; e ser atualizada mensalmente por índice de preços, desde que emitida com prazo mínimo de 36 meses (art. 64, § 1º, II e III).

Outra característica sensível da LIG repousa na carteira de ativos¹². Observada a necessidade de que o crédito imobiliário somente pode integrar a carteira de ativos se garantido por hipoteca ou por alienação fiduciária de coisa imóvel; ou se a incorporação imobiliária objeto da operação de crédito estiver submetida ao regime de afetação a que se refere o art. 31-A da Lei nº. 4.591/64, o CMN acresce às hipóteses legais a possibilidade de a carteira de ativos ser integrada também por disponibilidades financeiras provenientes dos ativos integrantes da carteira de ativos (artigo 19, IV, da Resolução CMN nº 5.001/2022).

A incorporação pode ser submetida ao regime de afetação, onde o terreno e as acessões vinculados são mantidos separados do patrimônio do incorporador e destinados à entrega das unidades imobiliárias. Esse patrimônio não se comunica com outros bens e responde apenas por dívidas da incorporação. O incorporador é responsável pelos prejuízos causados ao patrimônio de afetação e os bens e direitos do patrimônio só podem ser garantidos em operações de crédito para a edificação e entrega das unidades; recursos excedentes à conclusão da obra e ao financiamento necessário são excluídos (cf. art. 31-A, da Lei 4.591/1964). Assim, podem ser constituídos patrimônios de afetação separados para subconjuntos de casas com mesma data de conclusão ou edifícios com dois ou mais pavimentos, conforme declarado no memorial de

¹² Dispõe o artigo 66, da Lei nº 13.097/2015: “Art. 66. A Carteira de Ativos pode ser integrada pelos seguintes ativos: I - créditos imobiliários; II - títulos de emissão do Tesouro Nacional; III - instrumentos derivativos; e IV - outros ativos que venham a ser autorizados pelo Conselho Monetário Nacional”. Cabe esclarecer a modificação da redação do inciso III pela Lei nº. 13.476, de 2017 e que retirou a previsão a necessidade de que os instrumentos derivativos deveriam ser contratados por meio de contraparte central garantidora.

incorporação. Em incorporações financiadas, a comercialização das unidades deve ter anuência da instituição financiadora, conforme o contrato.

A instituição emissora deve estabelecer um regime fiduciário sobre a carteira de ativos, com um agente fiduciário autorizado pelo Banco Central, beneficiando os titulares das LIGs. Esse regime é formalizado mediante registro em um depositário central, constituindo o regime fiduciário, a criação do patrimônio de afetação com todos os ativos da carteira, o uso dos ativos como garantia das letras imobiliárias e a nomeação do agente fiduciário, com seus deveres e remuneração definidos (artigo 69 da Lei nº 13.097/2015). Os ativos da carteira no regime fiduciário formam um patrimônio de afetação, separado do patrimônio da instituição financeira¹³. É de especial relevo o fato de que o patrimônio de afetação não pode ser atingido por qualquer débito da instituição emissora, incluindo fiscais, previdenciários ou trabalhistas¹⁴.

Os recursos da carteira de ativos são liberados do regime fiduciário ao cumprir os requisitos do CMN e atender as obrigações das LIGs. O regime termina com o pagamento integral dos encargos das letras imobiliárias, em razão do disposto no art. 45 da Resolução CMN nº 5.001/2002, ou seja, “observadas as condições de adimplemento das obrigações vencidas das letras imobiliárias garantidas por ela garantidas e de atendimento aos requisitos de elegibilidade, composição, suficiência, prazo e liquidez, relativos à carteira de ativos”.

Outra característica importante da LIG está no fato de que a instituição emissora deve administrar a carteira de ativos, mantendo controles contábeis que a identifiquem e evidenciem nas demonstrações financeiras (Stuber, 2017, p. 76). A emissora deve reforçar ou substituir ativos da carteira quando necessário, garantir acesso do agente fiduciário a informações, e ser responsável pela origem dos ativos e por prejuízos aos investidores por descumprimento legal ou má administração.

O agente fiduciário representa os investidores das LIGs, zelando pelos seus direitos e monitorando a emissora. Deve adotar medidas judiciais, convocar assembleias gerais e administrar a carteira de ativos em caso de insolvência da emissora (art. 80). Ele é nomeado pelo emissor, devendo ser instituição financeira ou outra entidade autorizada para esse fim pelo

¹³ Dispõe o artigo 70, da Lei nº 13.097/ 2015: “Os ativos que integram a Carteira de Ativos submetida ao regime fiduciário constituem patrimônio de afetação, que não se confunde com o da instituição emissora, e: I - não são alcançados pelos efeitos da decretação de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da instituição emissora, não integrando a massa concursal; II - não respondem direta ou indiretamente por dívidas e obrigações da instituição emissora, por mais privilegiadas que sejam, até o pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das letra imobiliária garantida; III - não podem ser objeto de arresto, sequestro, penhora, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial em decorrência de outras obrigações da instituição emissora; e IV - não podem ser utilizados para realizar ou garantir obrigações assumidas pela instituição emissora, exceto as decorrentes da emissão da letra imobiliária garantida.”

¹⁴ Cf. art. 94 da Lei nº 13.097/2015, que exclui a aplicação do disposto no art. 36 da MP nº 2.158-35/2001 para sujeitar aos efeitos do patrimônio de afetação os débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista.

Banco Central do Brasil (art. 78). O documento de instituição do regime fiduciário deve especificar suas obrigações, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação.

Semelhantemente ao que ocorre na assembleia de debenturistas, prevista no artigo 71, da Lei nº 6.404/76, a assembleia geral dos investidores das LIGs tem poderes para decidir a respeito dos negócios que afetem seus direitos (art. 70, da Resolução CMN nº 5.001/2022). Convocada com 20 dias de antecedência, a instalação da assembleia requer dois terços dos investidores, na primeira convocação, e qualquer número na segunda (artigo 83, da Lei nº 13.097/ 2015). As deliberações são aprovadas com os votos favoráveis de mais da metade do valor dos títulos presentes, salvo quórum específico.

Se a instituição emissora for submetida à intervenção, liquidação extrajudicial ou falência, o agente fiduciário fica investido de mandato para administrar a Carteira de Ativos, nos termos do art. 67 da Resolução CMN nº 5.001/2022. Com isso, ele poderá ceder, alienar, renegociar, transferir ou de qualquer outra forma dispor dos ativos dela integrantes, incluindo poderes para ajuizar ou defender os investidores titulares de LIG em ações judiciais, administrativas ou arbitrais relacionadas à Carteira de Ativos. Os ativos serão destinados exclusivamente ao pagamento das LIGs e obrigações correlatas (art. 84, § 2º, I). Mesmo que a instituição emissora não se sujeite à intervenção, liquidação extrajudicial ou falência, reconhecido o estado de insolvência pelo BCB, a ela se aplicam os mesmos efeitos estabelecidos para as entidades sujeitas aos mesmos regimes (art. 86).

Determina o art. 85 que o agente fiduciário deve convocar assembleia geral para medidas administrativas pertinentes à administração da Carteira de Ativos, observadas as condições estabelecidas pelo CMN nos arts. 47 e 69 da Resolução CMN nº 5.001/2022.

Após liquidação dos direitos dos investidores, ativos excedentes irão para a massa concursal (art. 87); insuficiências dão direito aos investidores de pleitear a inscrição de créditos remanescentes na massa concursal como quirografários (art. 88). A solvência da carteira impede o vencimento antecipado das LIGs (art. 89).

Há um aspecto interessante no parágrafo único do artigo 124, da Lei nº 11.101/2005¹⁵. Não há previsão de cobrança de juros após a falência para os títulos assemelhados às debêntures, não cabendo interpretação extensiva de tal dispositivo às LIGs.

¹⁵ “Art. 124. [...] Parágrafo único. Excetua-se desta disposição [proibição de juros após a decretação da falência] os juros das debêntures e dos créditos com garantia real, mas por eles responde, exclusivamente, o produto dos bens que constituem a garantia.”

Por fim, há outra característica importante das LIGs - a isenção de imposto sobre a renda os rendimentos e ganhos de capital gerados quando o beneficiário for pessoa física residente no país; ou pessoa física ou jurídica residente ou domiciliada no exterior (exceto em países com tributação favorecida), desde que realizem operações financeiras no Brasil conforme as normas do CMN (art. 90). Para residentes em países com tributação favorecida, o imposto na fonte será de 15% (artigo 90, parágrafo único, da Lei nº 13.097/2015). Considera-se país com tributação favorecida aquele que não tribute a renda ou que a tribute a uma alíquota inferior a 17%. Ou seja, quando a alíquota do imposto de renda variar entre zero e 17% por cento, o país ou dependência será considerado de tributação favorecida, bem como aquele cuja legislação não permita acesso a informações sobre a composição societária, titularidade ou identificação do beneficiário efetivo de rendimentos atribuídos a não residentes (artigo 17-A, parágrafo único, da Lei nº 9.430/1996). A falta de informação ou sigilo sobre a composição societária e/ou identificação do proprietário beneficiário final também caracteriza tributação favorecida.

Não bastando, uma característica importante da LIG é que ela pode ser também valor mobiliário, pois, de acordo com o artigo 93, da Lei 13.097/2015, é passível de distribuição a oferta pública, observada a regulamentação da CVM na Resolução nº 8/2020.

Desta forma, é de se apontar que a distribuição é inicialmente privada, tornando-se pública com a oferta de distribuição, em especial quando o ofertante, atuando em nome do emissor, do ofertante ou das instituições intermediárias, dissemina por qualquer meio ou forma que permita o alcance de diversos destinatários e cujo conteúdo e contexto representem tentativa de despertar o interesse ou prospectar investidores para a realização de investimento em determinada LIG.

A forma escritural inerente à LIG, mostra a tendência do legislador em promover a integração entre títulos escriturais com os valores mobiliários¹⁶.

5. CONCLUSÃO

A LIG representa um avanço significativo no mercado financeiro brasileiro, oferecendo uma nova forma de financiamento para o setor imobiliário. Inspirada nas *covered bonds* europeias, o título de crédito combina a segurança dos títulos garantidos por hipotecas com a robustez do capital dos bancos emissores, tornando-se uma opção atraente para investidores

¹⁶ Em igual sentido, cita-se: “o legislador deixou clara a sua intenção de estimular a circulação dos títulos escriturais no mercado ao dispor sobre o seu depósito perante depositário central e, por outro lado, os valores mobiliários são títulos que, por sua própria natureza, são concebidos para circular por meio da negociação entre investidores” (Silva, 2010, p. 390).

institucionais internacionais que buscam investimentos seguros. Historicamente, as *covered bonds* têm desempenhado um papel crucial no financiamento imobiliário em diversos países, provendo estabilidade e segurança em períodos de crise econômica.

A introdução da LIG no Brasil reflete a adaptação desses instrumentos às necessidades locais, oferecendo garantias adicionais aos investidores e promovendo a confiança no mercado, especialmente com a obrigatoriedade da instituição do regime fiduciário sobre a Carteira de Ativos e o patrimônio de afetação dos ativos que a integram.

A criação da LIG pela Medida Provisória nº 656/2014, convertida na Lei nº 13.097/2015 e sua regulamentação pelo CMN na Resolução nº 5.001/2022, preencheram a lacuna deixada pelo sistema tradicional de financiamento imobiliário, que se baseava principalmente nos recursos da caderneta de poupança. Com a possibilidade de captar recursos no mercado externo, a LIG promete fornecer um fluxo estável de dinheiro para o setor, contribuindo para a expansão do crédito imobiliário no Brasil.

Sob a análise do direito cambiário, a LIG é título de crédito nominativo, negociável e escritural, sendo uma ferramenta poderosa para impulsionar o crédito imobiliário no Brasil, trazendo benefícios tanto para os investidores quanto para o mercado imobiliário nacional. Sua estrutura robusta e a segurança oferecida têm o potencial de transformar o financiamento imobiliário no país, tornando-o mais acessível e sustentável a longo prazo e servindo, além de incentivo ao investimento, de melhoria de acesso ao direito constitucional de moradia.

A isenção do imposto sobre a renda dos rendimentos e ganhos de capital para beneficiários pessoas físicas residentes no Brasil, ou no exterior, exceto se domiciliados em países com tributação favorecida, conforme a legislação específica, é outra vantagem substancial em relação a outros ativos financeiros, favorecendo a captação de recursos pelas instituições financeiras e ampliando a atratividade perante o investidor pessoa física, em geral o pequeno ou médio investidor.

6. REFERÊNCIAS

BRASIL. **EMI nº 00144/2014**. MF, MJ, MTE, MDIC e BACEN. Brasília. 2014.

CERQUEIRA, B. S. P. D. **Os títulos de crédito de securitização setoriais**. São Paulo: Tese de doutorado apresentada na Faculdade de Direito na Universidade de São Paulo, 2022.

EUROPEAN COVERED BOND COUNCIL. European Covered Bond Council Publications. **ECBC Fact Book & Statics**, 2023. Disponível em: <<https://hypo.org/app/uploads/sites/3/2023/08/5-Statistics.pdf>>. Acesso em: 01 august 2024.

- FRANDOLOSO, E. Renavam de imóveis deve agilizar negócios. **Valor Econômico**, Brasília, 19 dezembro 2014. E2.
- GALHARDO, R. Lula: crise é tsunami nos EUA e, se chegar ao Brasil, será 'marolinha'. **O Globo**, Rio de Janeiro, 04 Outubro 2008. Página 3.
- LACERDA, D. D. A.; MONETTI, E. **A Letra Imobiliária Garantida – LIG como instrumento de fomento ao crédito imobiliário – Perspectivas e Expectativas**. 22ª Conferência Internacional "Latin American Real Estate Society". São Paulo: [s.n.]. 2023.
- MARKMANN, H. **Covered bonds und unconventional monetary policy**. Wiesbaden: Springer Gabler, 2017.
- RIBEIRO, G. C.; HIRATA, A. A. **A letra imobiliária garantida e o direito constitucional à moradia**. Anais do VIII Congresso Brasileiro de Direito Empresarial e Cidadania. Curitiba: [s.n.]. 2019. p. 422-425.
- SILVA, I. F. B. R. Covered bond: alternativa de funding para o mercado imobiliário brasileiro? In: **ABECIP 3º Prêmio Abecip de Monografia em Crédito Imobiliário e Poupança**. São Paulo: Abecip, v. 2, 2010. Cap. 2, p. 61-106.
- SILVA, R. V. M. A. D.; ALMEIDA, T. Títulos de crédito escriturais e o mercado de valores mobiliários: perspectivas para o futuro. In: SANT'ANNA, L. D. S., et al. **Empresa e atividades econômicas - O futuro do Direito**. Rio de Janeiro: Processo, 2022. p. 373-392.
- STUBER, W. Letra Imobiliária Garantida. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, out./dez. 2017. 65-76.