LUIZ FILIPI DE CRISTÓFARO AVELINO

ASPECTOS JURÍDICOS DA SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

DISSERTAÇÃO DE MESTRADO

Orientador:

Professor Doutor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa

FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO

SÃO PAULO

2014

LUIZ FILIPI DE CRISTÓFARO AVELINO

ASPECTOS JURÍDICOS DA SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

Trabalho apresentado ao Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito parcial para obtenção do título de Mestre no programa de pós-graduação, sob orientação do Professor Doutor Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa.

**FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO SÃO
PAULO
2014**

Banca Examinadora:

Dedico este trabalho:

ao Miguel e a Mirele, pela paciência e tempo furtado durante o curso e execução deste trabalho.

AGRADECIMENTOS

Primeiro, ao professor Verçosa, que acreditou no meu projeto de pesquisa, aceitando-me como seu orientando, passo inicial para esta realização. Também agradeço a ele pelo convívio e aprendizado durante o curso de pós-graduação e por sua orientação precisa. Sinceramente, espero que essa experiência possa novamente ocorrer em outras oportunidades. Agradeço, ainda, pelo fato de ter despertado em mim o interesse pelas salas de aula, ao me dar a oportunidade de participar de suas aulas no curso de graduação, com uma visão mais de aprendiz do que de aluno.

Aos professores Marcos Paulo de Almeida Salles e Francisco Satiro de Souza Junior, pelas ricas críticas em meu exame de qualificação, que contribuíram muito para o resultado final deste trabalho.

A todos os professores do curso de pós-graduação, com quem tive oportunidade de cursar matérias e aprender durante a execução dos créditos.

Aos meus colegas de trabalho, pela prontidão durante os momentos que precisei me ausentar para cumprir com minhas obrigações acadêmicas, bem como pelo apoio e preciosas dicas e revisões, destacando que seria injusto mencionar nomes, pois cada um sabe em qual medida contribuiu para essa minha realização pessoal.

Ao pessoal da biblioteca do banco, que muitas vezes importunei em busca das obras aqui utilizadas.

À Dona Helena, que sempre esteve à disposição para que eu pudesse chegar a tempo às aulas na Faculdade de Direito.

À Mirele, Miguel e Dona Míriam, pelo suporte, paciência e compreensão durante os inumeráveis momentos em que não consegui lhes dispensar atenção nesses últimos anos de curso.

A todos que de alguma forma contribuíram para essa conquista.

Por fim, a Deus, mencionado por último, mas não por isso menos importante em minha trajetória.

RESUMO

Novos instrumentos financeiros e jurídicos surgem com o desenvolvimento da economia. Um desses novos instrumentos é a Securitização. No desenvolvimento deste trabalho buscou-se estudar o instituto da securitização, analisando isoladamente cada um dos negócios jurídicos que forma a securitização, buscando identificar os aspectos jurídicos relevantes que poderiam impactar o resultado final desse processo. Foi feita uma análise de cada um desses negócios jurídicos como se fossem elos de uma corrente, em que a ruptura, por fragilidades jurídicas explicadas neste trabalho, poderia levar os investidores a perdas financeiras. Identificou-se, assim, que o negócio jurídico mais impactante para a toda a cadeia de negócios que forma a securitização é o negócio subjacente, em regra uma operação de crédito que será a base para a emissão de um título. Também se buscou entender se o instituto da securitização, embora formado por diversos negócios jurídicos, poderia ser considerado como um negócio jurídico único. Por fim, a possibilidade de o instituto da securitização ser considerado um negócio jurídico único, somada às possíveis fragilidades jurídicas de um ativo subjacente, resultam na necessidade de profunda avaliação de cada um dos negócios que formam a securitização, com foco no negócio jurídico subjacente.

Palavras-chaves: Securitização; ativo subjacente; negócio subjacente.

ABSTRACT

New legal and financial instruments emerge with the development of the economy. Securitization is one of these new instruments. This paper studies the securitization, analyzing each legal instrument which composes the securitization, attempting to identify relevant legal issues that could impact the final result of such layering process. Each of these legal instruments were analyzed as chain links, in which the ruptures, due to the legal fragilities explained in this paper, could result in losses to the investors. It was identified, therefore, that the most relevant legal link to the chain of transactions involved in securitization is the underlying transaction, which is, as a general rule, a credit operation which is the basis for the issuance of securities in a process of securitization. We also sought to understand if the securitization, although composed of several legal instruments, could be considered as a single legal transaction. Finally, the possibility of the institute of securitization be considered a single legal transaction, added to the possible legal frailties of its underlying asset, result in the need for thorough evaluation of the transactions involved in the securitization, especially of the underlying legal transaction.

Keywords: Securitization; underlying transaction; underlying asset.

SUMÁRIO

Glossário de siglas e abreviaturas utilizadas neste trabalho	10
1. INTRODUÇÃO	12
2. BREVE CONTEXTO HISTÓRICO	14
3. O INSTITUTO DA SECURITIZAÇÃO	18
3.1. No plano internacional	21
3.2. No plano brasileiro	24
4. ELEMENTOS DA SECURITIZAÇÃO E SEUS RISCOS INTRÍNSECOS	28
4.1. O negócio jurídico subjacente	28
4.1.1. Operações de crédito bancário	37
4.1.2. As operações bancárias que servem como lastro de ativos securitizados.	42
4.1.3. As operações de crédito não bancário	46
4.1.4. Outros ativos subjacentes das operações de securitização	48
4.1.5. Créditos performados ou não performados	49
4.1.6. Garantias atreladas aos ativos subjacentes	52
4.1.7. Outros aspectos jurídicos relevantes do negócio jurídico subjacente	56
4.2. Originadores de créditos financeiros e não financeiros	59
4.2.1. Risco na origem ou na constituição do crédito.	59
4.3. Veículos de securitização	66
4.3.1. Companhias securitizadoras de crédito financeiro	67
4.3.2. Companhias securitizadoras de crédito imobiliário	72
4.3.3. Companhias securitizadoras de crédito agrário	73
4.3.4. As companhias securitizadoras de crédito e os regimes fiduciários	73
4.3.5. Fundos de investimento em direitos creditórios	80
4.3.6. Fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados	84
4.3.7. Fundos de investimento em cotas de fundos de investimento creditório “padronizado” ou não padronizado	87
4.3.8. Fundos de investimento regidos pela Instrução CVM 409/04	88
4.3.9. Instituições financeiras enquanto emissoras de certificados de cédulas de crédito bancário	89
4.4. Títulos emitidos no processo de securitização: títulos de crédito ou valores mobiliários	91
4.5. Títulos e seus respectivos créditos-lastro	93

4.5.1. Debêntures de securitizadoras de créditos financeiros	93
4.5.2. Certificados de recebíveis imobiliários	94
4.5.3. Certificados de recebíveis do agronegócio	96
4.5.4. Certificados de cédula de crédito bancário	99
4.6. Cessão de créditos	101
4.6.1. Risco da cessão de créditos nas securitizações	104
4.7. Investidores	107
4.7.1. O investidor é quem suporta o risco?	113
4.8. Formas de distribuição	114
5. A SECURITIZAÇÃO ENQUANTO NEGÓCIO JURÍDICO ÚNICO	117
5.1. A securitização enquanto negócio jurídico conexo ou coligado	118
5.2. A securitização enquanto negócio jurídico complexo	121
5.3. A securitização enquanto negócio jurídico indireto	124
5.4. A securitização enquanto negócio de formação sucessiva	126
5.5. Notas finais relativas à securitização enquanto negócio jurídico	127
6. CONCLUSÃO	128
7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	133

Glossário de Siglas e Abreviaturas utilizadas neste trabalho

ABS	Asset Backed Securities
ANBID	Antiga Associação Nacional dos Bancos de Investimentos (sucendida pela ANBIMA após a sua fusão com a ANDIMA)
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
ART	Artigo
BCB	Banco Central do Brasil
CARTA-CIRC	Carta-Circular
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CBO	Collateralized Bond Obligations
CCB	Cédula de Crédito Bancário
CCCB ou C3B	Certificado de Cédula de Crédito Bancário
CCI	Cédula de Crédito Imobiliário
CDI	Certificado de Depósito Interfinanceiro
CDOs	Collateralized debt obligations
CDS	Credit default swaps
CETIP	Cetip S.A. – Mercados Organizados
CIRC	Circular
CLOs	Collateralized Loan Obligations
CMN	Conselho Monetário Nacional
COM	Comunicado
CPR	Cédula de Produto Rural
CRA	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DTVM	Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários
E.M	Exposição de Motivos ou E.M.I. Exposição de Motivos Interministerial
FI	Fundo de Investimento

FICFI	Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento
FICFIDC	Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
FIDC NP	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – Não Padronizados
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FII	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	Fundo de Investimento em Participações
ICVM	Instrução da Comissão de Valores Mobiliários
IN	Instrução Normativa
INC	Inciso
MF	Ministério da Fazenda
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio
MPO	Ministério de Planejamento e Orçamento
RDB	Revista de Direito Bancário
RDM	Revista de Direito Mercantil
RES	Resolução
S.A	Sociedade Anônima
SELIC	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia
SPE	Sociedades de propósitos ou SPV. Especial Purpose Vehicles
STF	Supremo Tribunal Federal
STJ	Superior Tribunal de Justiça
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
TJSP	Tribunal de Justiça de São Paulo

1. INTRODUÇÃO

Embora no curso deste trabalho sejam apresentadas, dentre os aspectos jurídicos da securitização no Brasil, situações de riscos relativos às operações de securitização, este não tem como fim condenar tais operações. Contrariamente a isso, ao estudar tais operações, verifica-se que são operações financeiras bastante eficientes com relação à captação de recursos para o desenvolvimento de atividades econômicas. Destaca-se que a expressão operações ora utilizada não tem como fim induzir o leitor a acreditar estar diante de operações exclusivamente constituídas no âmbito do sistema financeiro *stricto sensu*. Ainda assim, seria possível verificar que mesmo nas operações que ocorrem fora do sistema financeiro nacional, no processo de distribuição de valores mobiliários, será necessária a participação de uma instituição membro do sistema de distribuição, dentre as quais se identificam instituições financeiras¹. Nesse contexto, essa instituição seria mais especificamente um consultor ou estruturador da operação de crédito, com objetivo de garantir a idoneidade do tomador, sem se vincular como parte na operação, seja como tomador ou como credor².

Neste trabalho será possível verificar que a securitização no Brasil aparece com duas conformações, sendo a partir: (i) de créditos originados do sistema financeiro; e outra (ii) de créditos originados de operações comerciais, imobiliárias e agropecuárias.

O principal objetivo será demonstrar que o instituto da securitização, embora possa trazer sob a ótica econômica diversos benefícios ao mercado de crédito, pode também ter efeitos adversos aos investidores que não conhecem como se formam as operações de securitização e de forma direta ou indireta adquirem ativos oriundos dessas operações.

O principal impacto será identificado quando a conformação jurídica dos negócios que dão origem a referido mecanismo trazem vícios, em especial quando os adquirentes dos ativos resultantes do processo de securitização, mesmo representados por profissionais capacitados, não suportariam perdas financeiras equivalentes às eventualmente geradas em um processo de securitização. Mais especificamente, não suportariam tal risco em razão do objetivo de sua poupança, que poderá ser simplesmente renda acumulada para aposentadoria.

¹ Fazemos referência aqui às instituições listadas no artigo 15 da Lei 6.385/76.

² FRANCO, Vera Helena de Mello. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. In: Revista Forense, vol. 399, p. 529.

Para isso, este trabalho traz um capítulo para definir quais são os negócios jurídicos que consubstanciam a securitização, com ênfase no negócio jurídico subjacente. Adicionalmente, destacam-se alguns dos riscos jurídicos inerentes a cada um desses negócios, sem perder de vista quem seriam os potenciais investidores.

Por se tratar de um trabalho de cunho jurídico e não econômico, ainda que o instituto da securitização possa ter nascido da engenharia financeira, como será brevemente apresentado, este trabalho parte da premissa de que tais operações originam-se em negócios jurídicos como, por exemplo, contratos de compra e venda ou mútuos. Assim, busca-se demonstrar que tais atos, na cadeia de negócios jurídicos, tais como a cessão de créditos, constituição de patrimônio segregado, securitização como negócio jurídico único ou emissão de títulos ou valores mobiliários, que se forem gerados com vícios de formação, podem ter como resultado efeitos econômicos adversos aos investidores.

2. BREVE CONTEXTO HISTÓRICO

A história da securitização brasileira está bastante ligada ao desenvolvimento do mercado de capitais nacional. Seria possível, nesse contexto, afirmar que a securitização no Brasil se trata de um capítulo mais recente da história do mercado de capitais iniciada há algum tempo.

Na história brasileira do movimento de industrialização não se verificavam mecanismos de financiamento privado de longo prazo. O financiamento bancário era muito escasso. Na grande maioria dos casos os financiamentos eram concedidos pelo BNDES ou os recursos eram provenientes do próprio Estado, por meio do desenvolvimento da atividade econômica por estatais ou empresas de capital misto³. Daí surgiu a necessidade de se buscar alternativas para o financiamento de atividades, que não o financiamento bancário ou o financiamento estatal, ou mesmo, pela necessidade de as instituições financeiras se capitalizarem para diminuir a escassez de recursos mencionada acima. Trata-se de uma discussão que remonta àquela constante das exposições de motivos do anteprojeto da lei das sociedades anônimas em que se buscava:

“criar a estrutura jurídica necessária ao fortalecimento do mercado de capitais de risco no País, imprescindível à sobrevivência da empresa privada na fase atual da economia brasileira. A mobilização da poupança popular e o seu encaminhamento voluntário para o setor empresarial exigem, contudo, o estabelecimento de uma sistemática que assegure ao acionista minoritário o respeito a regras definidas e equitativas, [sic] as quais, sem imobilizar o empresário em suas iniciativas, ofereçam atrativos suficientes de segurança e rentabilidade”⁴. (grifo nosso)

Considerando o contexto histórico, tal citação visa demonstrar que, com a evolução do tempo, se repete a necessidade criação de mecanismos, inclusive regulatórios, para estimular o desenvolvimento da economia. Todavia, não se identifica ainda um arcabouço tão bem desenvolvido para as operações de securitização, como um aglutinado de regras organizado sistematicamente, tal qual ocorre com a lei das sociedades anônimas. No atual contexto regulatório brasileiro, o que se identifica no âmbito das securitizações são leis

³ COSTA, Roberto Teixeira da. Mercado de Capitais. Uma Trajetória de 50 anos, p. 43.

⁴ SIMONSEN, Mário Henrique. Exposição de Motivos nº 196/76, do Ministério da Fazenda.

federais separadas por espécies de crédito mobilizados, regulamentadas em normas específicas da Comissão de Valores Mobiliários, desenvolvidas com o objetivo de proteção dos interesses dos titulares de referidas poupanças em razão da forma que serão capturadas⁵.

Ainda na discussão da lei das sociedades anônimas, Lamy e Bulhões trazem algumas discussões que precederam referida lei. Dentre as quais, uma delas é a concentração das poupanças nacionais no patrimônio do Estado. Essa discussão está ligada ao investimento direto daquele no desenvolvimento das atividades econômicas por meio de autarquias, empresas públicas e sociedades de economia mista. Tal procedimento seria decorrente da ausência de mecanismos institucionais que canalizassem poupanças voluntárias para esses investimentos e a incapacidade do empresário privado para promover projetos de grande escala, tornando necessária atuação do Estado por meio, inclusive, de suas instituições financeiras⁶.

Tais situações servem para demonstrar a necessidade de captação de poupança para o desenvolvimento da atividade econômica nacional, sem a utilização de financiamentos públicos ou de instituições financeiras, o que por princípio não mudou, e são questões que se aproximam dos objetivos das operações de securitização, ainda que em escala menor.

Isso é o que se coloca inclusive nas discussões do tema securitização, quando se expõe que o seu objetivo principal é captar recursos a custos mais atraentes para a viabilização de grandes projetos e empreendimentos, vinculando-se ativos ou recebíveis com a dívida, que seria representada por títulos posteriormente emitidos em processo de securitização.⁷

Historicamente, nos Estados Unidos da América é possível identificar com um pouco mais de precisão do que no Brasil em quais momentos as operações de securitização se iniciam, conforme comentários feitos a seguir sobre o instituto da securitização no referido país.

No Brasil, não foi possível identificar um marco preciso do nascimento das operações de securitização, até por ser um instituto que pode ser estruturado de diversas

⁵ Faz-se referência à legislação específica sobre cada uma das modalidades de securitização identificadas, sejam de financeiras, imobiliárias, rurais ou de créditos em geral, no curso deste trabalho, bem como as formas de ofertas públicas dos títulos que representam os créditos mobilizados em item específico abaixo.

⁶ LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. A Lei das S.A. Volume I, p. 140.

⁷ MEIRELLES, José Carlos Junqueira. Securitização. In: Titularização de Créditos, p.39.

formas. Mas no processo de evolução do mercado de capitais, conforme já mencionado, seria possível seguir a linha de que:

*“(...) o processo de desenvolvimento das economias contemporâneas, predominantemente monetárias, levou ao surgimento de diversos instrumentos que como sucedâneos da moeda e a partir de um processo de especialização permitem atender algumas necessidades dos agentes econômicos, em especial no que tange à administração de riscos. Esses arranjos e instrumentos são fruto do que se convencionou chamar de ‘inovação financeira’(...)”*⁸.

E justamente dentro desse processo de inovação financeira identifica-se a regulamentação das operações de securitização, mais propriamente na década de 1990.

Embora se tenha constatado a fase regulatória a partir da década de noventa, para tratar a questão histórica da securitização será adotado como premissa que ela nasce a partir de um conjunto de operações de crédito, financeiras ou não financeiras (originadas ou não no sistema financeiro nacional). Isso porque foi possível identificar operações que poderiam se enquadrar no conceito de securitização anteriormente à regulamentação acima mencionada.

As operações de crédito mencionadas acima são cedidas para um “veículo”, que por sua vez emitirá títulos. Salienta-se que a emissão dos títulos poderá ocorrer antes ou depois da cessão dos créditos ao veículo⁹.

Vale esclarecer que para fins de contextualização histórica, o conceito de securitização acima colocado é abordado de forma bastante minimalista.

Analisando as operações acima mencionadas observa-se que todas as operações de securitização contemplarão negócios jurídicos, tais como crédito, cessão de créditos e emissão de títulos, porém nem todas as operações que contemplam referidos negócios jurídicos configuram securitização, especialmente quando referidos negócios jurídicos forem realizados de forma isolada.

⁸ YAZBEK, Otávio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais, p. 62.

⁹ Os conceitos de crédito, cessão, “veículo” de securitização e títulos, serão aprofundados em momento apropriado neste trabalho.

Com relação ao tema securitização, a referência histórica mais recente identificada é a crise global de 2008. No contexto de referida crise, discute-se o fato de que esta teria decorrido de um cenário de *subprime* e estouro da bolha imobiliária global.¹⁰.

Destaca-se que, embora em uma abordagem comparativa do instituto da securitização em cenários internacionais identifiquem-se questões relativas ao *subprime* e crise mundial, tais questões não serão abordadas de forma aprofundada neste trabalho, dada a limitação do seu escopo aos aspectos jurídicos da securitização no Brasil.

¹⁰ CORDEIRO, António Menezes. Manual de Direito Bancário, p. 139.

3. O INSTITUTO DA SECURITIZAÇÃO

A própria legislação cuidou de definir, ainda que especificamente na securitização de crédito imobiliário, o instituto da securitização.

Assim, dispõe o artigo 8º da Lei 9.514/97 que: *“A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora (...)”*.

E na mesma linha seguiu o artigo 40 da Lei 11.076/04, no que tange à securitização de créditos do agronegócio, definindo que *“A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, (...)”*.

Embora ambas as normas disponham sobre a emissão de títulos de crédito, quando ofertados publicamente, como é o caso dos certificados de recebíveis imobiliários e dos certificados de recebíveis do agronegócio, eles passam a ser considerados valores mobiliários¹¹ ou *securities*, como será possível verificar mais adiante.

Conceito do instituto da securitização, mais robusto do que o previsto na legislação, encontra-se na doutrina específica da matéria:

*“(...) a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos – presentes ou futuros – que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar, ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a se realizar no futuro.”*¹²

Outra forma de se definir o instituto da securitização seria explicá-lo pelo resultado gerado por tal operação¹³. Significa dizer que, na securitização o originador do crédito pode

¹¹ Cf. Art. 2º, Inc. IX da Lei 6.385/66 e Cf. Processo CVM nº RJ2007/11.593.

¹² CAMINHA, Uinie. Securitização. p 38.

¹³ SCHWARCZ, Steven L. Alchemy of securitization, p.133.

separar parte de seus créditos líquidos associados à sua atividade. Ele poderá utilizá-los para aumentar seu fluxo de caixa, valendo-se do mercado de capitais, diminuindo seus custos, quando associados aos riscos.

No entanto, separar parte de seus ativos líquidos, associados ao desempenho de sua atividade para captação de novos recursos no mercado de capitais é ato que não deve ser interpretado como a possibilidade de realização do chamado “*cherry picking*”, ou seja seleção de ativos específicos, em geral os de pior qualidade, dado o fato que este comportamento poderia gerar a degradação da carteira de ativos securitizados¹⁴.

Vale lembrar que a securitização não tem como fim somente majorar a captação de recursos. Os operadores que se utilizam da securitização retiram de seus balanços referidos ativos, podendo melhorar o retorno sobre o capital e outros índices financeiros¹⁵. Tal procedimento, conhecido como “*off-balance sheet*”¹⁶ seria considerado, inclusive, como uma das maiores vantagens da securitização¹⁷. No Brasil, o efeito de retirada do balanço somente ocorre se não houver retenção do risco pelo cedente, em um processo conhecido como “*true sale*”¹⁸, conforme será possível verificar mais adiante.

De todo modo, conforme mencionado anteriormente, para fins deste trabalho, com base nas previsões legais e normativas identificadas, trazidas ao longo deste trabalho, toma-se como premissa que a securitização nasce a partir de um conjunto de **operações de crédito**, financeiras (originadas ou não no âmbito do sistema financeiro nacional) ou não financeiras, mas não se limitam a estas. Poderá inclusive ser composta por fluxos de caixa, direitos ou recebíveis, performados¹⁹ ou não, os quais são **cedidos** para um “**veículo**”, que por sua vez **emitirá títulos** ou **valores mobiliários** lastreados em referidos créditos, podendo a emissão dos títulos ocorrer antes ou depois da cessão.

Deixando essa premissa um pouco mais robusta, a securitização seria uma operação financeira, formada por um conjunto de negócios jurídicos individuais que se materializam

¹⁴ CAMPOS, Diogo Leite e PINTO, Cláudia Saavedra. Contratos Futuros, Titularização e Regime Fiscal, p.37.

¹⁵ FABOZZI, Frank J. Securitization: The Tool of Financial Transformation, p.11.

¹⁶ Ou seja, retirada do ativo do balanço.

¹⁷ CAMPOS, Diogo Leite e PINTO, Cláudia Saavedra. Contratos Futuros, Titularização e Regime Fiscal, p.34.

¹⁸ A própria Comissão de Valores Mobiliários utiliza a expressão “*true sale*” referindo-se à cessão em caráter definitivo de créditos para um FIDC, conforme Relatório posterior à audiência pública que deu origem a Instrução CVM 484/10, que alterou a Instrução CVM 356/01, p.12.

¹⁹ A explicação detalhada do significado de créditos performados e não performados encontra-se no item 4.5.1 deste trabalho.

em: (i) **contratos** ou **títulos**, (ii) os quais são **cedidos** ou **endossados** para (iii) uma **sociedade** ou **condomínio**, denominados como **veículos**, (iv) que **emitem títulos de participação, de dívidas**, ou ainda, **cotas** representativas de uma fração de seu patrimônio líquido, (v) **circuláveis** ou **resgatáveis**, formando assim um novo negócio jurídico. Adicionalmente, não se deve esquecer de que tais títulos ou cotas poderão ser **distribuídos por meio de ofertas públicas**, colocando assim tal operação sob a tutela da Comissão de Valores Mobiliários.

Resumindo, pode-se dizer que a securitização corresponderia à “reciclagem” de títulos e contratos representativos de créditos, de difícil circulação, transformando-os, ao menos em tese, em um instrumento mais facilmente negociável no mercado de capitais.

Nas definições acima se identificam os elementos que compõem a securitização, sobre os quais se passam a discorrer a seguir, quais sejam: (i) o negócio jurídico subjacente que gera um direito a ser transferido, (ii) a cessão que será o meio para formalizar a transferência do direito, (iii) o veículo que receberá tal direito, (iv) o título que será emitido a partir da mobilização dos direitos, (v) o mecanismo para emissão e oferta desses títulos e, por fim, (vi) os destinatários de referida oferta.

Vale lembrar que cada um dos elementos que formam a securitização é um negócio jurídico ou instituto jurídico isoladamente tratado por regulamentação ou, no mínimo, doutrinariamente. Por essa razão, entende-se importante avaliar esses elementos isoladamente, para que no conjunto não falhem seu objetivo, não gerando assim perdas financeiras aos investidores. Não há como eliminar os riscos de uma operação dessa natureza, mas o que se busca é que os investidores corram exclusivamente o chamado risco de crédito e não um risco legal embutido. Mas, ainda que a última hipótese ocorra, que o risco legal seja claramente identificado, demonstrado e precificado.

Adicionalmente, o que se verá mais adiante é que no último estágio das operações de securitização encontram-se diversos tipos de investidores. Eles, direta ou indiretamente, poderão ter conhecimento e “*apetite*” por riscos não uniformes. Mas, mesmo que isso ocorra, esses investidores poderão estar reunidos em um mesmo bloco para aquisição das parcelas de um título ou cotas de um veículo de securitização. Nessa situação, os investidores compartilharão os mesmos riscos, que deverão ser conhecidos por todos, ou, no mínimo, demonstrados uniformemente e de forma clara pelo estruturador da operação de securitização.

3.1. No plano internacional

No contexto internacional há diversos trabalhos que explicam a origem da securitização. Dentre estes, destaca-se que o termo “*securitization*” utilizado no Brasil como securitização, seria um barbarismo publicado pela primeira vez no Wall Street Journal em 1977, tendo sido a repórter responsável pela matéria confrontada por seu editor que, pelo fato de tal jornal zelar pela excelência na aplicação da língua inglesa, teria dito à repórter que ela estaria utilizando um inglês impróprio e que deveria encontrar uma expressão melhor para sua matéria. Mas, diante da inexistência de outra palavra que melhor descrevesse tal operação, passou a ser utilizada a expressão “*securitization*”²⁰.

Referida expressão descreveria uma operação que se originou nos anos 70 e teria sido fruto de Wall Street, em uma época em que o setor imobiliário nos Estados Unidos estava fundado em uma próspera expansão, que se financiava com recursos de investidores. No contexto geral, até aquele momento, havia certa carência de moradias para suprir as necessidades dos “*baby boomers*” que atingiam as condições para adquirir imóveis para suas próprias moradias²¹, o que também contribuía para referida expansão imobiliária.

Dando um grande salto na história, atualmente a securitização no âmbito internacional, em especial nos Estados Unidos, compreende um grande número de novos instrumentos financeiros e novas formas de utilização de antigos instrumentos. Dentre eles estão instrumentos que ficaram internacionalmente conhecidos como *asset-backed securities* (ABS), *credit default swaps* (CDS), *collateralized debt obligations* (CDOs) e *collateralized loan obligations* (CLOs)²². Estes instrumentos foram bastante discutidos em decorrência da ainda recente crise de 2008 e serão explicados abaixo, muito embora no Brasil sejam considerados como operações de derivativos e não propriamente de securitização.

Embora o conceito de securitização seja mais abrangente nos mercados internacionais, conforme é possível identificar acima, importante é alertar que este trabalho ficará com seu escopo restrito às operações abrangidas pela securitização no Brasil, que se assemelham mais propriamente às ABS, deixando de lado os CDS, CLOs e CDOs.

²⁰ RANIERI, Lewis S. The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential in Primer on Securitization, p. 31.

²¹ Ibidem.

²² GORTON, Gary. Securitized Banking and the Run on Repo, p. 9.

Apenas para que se entenda a que se referem essas siglas, no Brasil representam operações de derivativos de crédito, conforme abaixo.

Os CDS são os “*credit defaults swaps*”, tipo mais comum de derivativo de crédito²³:

*“(...) é um acordo bilateral entre um comprador e um vendedor de proteção de crédito. (...) o comprador de proteção concorda em fazer pagamentos periódicos sobre um predeterminado número de anos (o vencimento do CDS) ao vendedor de proteção. Em troca, o vendedor de proteção compromete-se a fazer um pagamento ao comprador no caso do evento de crédito da terceira parte (a entidade de referência)”*²⁴.

Isso explica que o CDS é uma troca de proteção por um prêmio baseado no valor total de mercado do contrato de crédito, de forma que se, for adimplido, a contraparte recebe o prêmio, caso o contrato seja inadimplido, o valor relativo à honra do contrato é entregue à outra parte.

Os CDO, por sua vez, também são derivativos de crédito, mas sua aplicação difere dos CDS. De forma bastante resumida, nos CDOs as garantias são divididas em tranches²⁵ e variarão conforme a capacidade de absorção de perdas das contrapartes²⁶, sendo as perdas suportadas por cada uma destas em condições diferentes. Os CDOs poderão ser chamados CLOs quando a obrigação garantida for relativa a empréstimos e CBOs quando a obrigação for garantida por bônus²⁷. Referida operação, atrelada a uma estrutura de securitização, faz com que o nível de inadimplemento da carteira de ativos securitizados diminua, uma vez que o risco de crédito dessa carteira será suportado pelas operações de derivativos.

Os derivativos de crédito somados às operações de securitização, consideradas no Brasil como operações “tradicionais”, ficaram em evidência após a crise de 2008, pelo

²³ BONFIM, Antúlio. Derivativos de Créditos e outros Instrumentos p. 75.

²⁴ Ibidem, p.76.

²⁵ Tranche “*é a divisão de um valor mobiliário de classe múltipla (...) em diferentes vencimentos ou em outras distinções de cada classe (...)*” (John Downes Jordan e Elliot Goodman. *Dicionário de termos financeiros e de investimento*).

²⁶ A exemplo do que ocorre nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC, as cotas poderão ser divididas nas classes: sênior, mezanino e subordinada. A classe sênior, em regra, é a última a ser impactada pelos índices de inadimplemento dos ativos que compõem a carteira do FIDC. Em contra partida, a classe subordinada tem como função justamente absorver as perdas geradas pela carteira de crédito que compõe o FIDC, sendo muitas vezes adquirida pelo próprio cedente dos créditos, como forma de demonstrar a confiança nos créditos cedidos.

²⁷ BONFIM, Antúlio, Derivativos de Créditos e outros Instrumentos p.148.

potencial risco trazido ao mercado financeiro e de capitais norte americano e desdobramentos com reflexos globais, inclusive quando tinham como base operações de crédito garantidas por “*REPO e REVERSE REPO*”²⁸, por operações de derivativos²⁹ e derivativos de crédito, originadas no chamado “*shadow banking system*”³⁰, as quais teriam se multiplicado nos Estados Unidos em 2007, a partir do aumento da inadimplência de operações de créditos

²⁸ No Brasil a Repo e a Reverse Repo são conhecidas também como operação compromissada e operação compromissada reversa, respectivamente. São operações no Brasil reguladas pela Res. CMN 3.339/06, que se dão pela venda com compromisso de recompra ou compra com compromisso de revenda de títulos de renda fixa. Referida norma descreve as operações compromissadas nas seguintes modalidades:

“I - operações com compromisso de recompra com vencimento em data futura, anterior ou igual à do vencimento dos títulos objeto da operação:

a) venda com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, conjuntamente com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação em data preestabelecida;

b) venda com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, conjuntamente com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação a qualquer tempo durante determinado prazo, a critério de qualquer das partes, conforme previamente acordado entre essas;

c) venda com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, liquidável a critério exclusivo do comprador, em data determinada ou dentro de prazo estabelecido;

II - operações com compromisso de revenda com vencimento em data futura, anterior ou igual à do vencimento dos títulos objeto da operação:

a) compra com compromisso de revenda assumido pelo comprador, conjuntamente com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, para liquidação em data preestabelecida;

b) compra com compromisso de revenda assumido pelo comprador, conjuntamente com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, para liquidação a qualquer tempo durante determinado prazo, a critério de qualquer das partes, conforme previamente acordado entre essas;

c) compra com compromisso de revenda assumido pelo comprador, liquidável a critério exclusivo do vendedor, em data determinada ou dentro de prazo estabelecido;

III - operações de venda de títulos com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, conjuntamente com compromisso de revenda assumido pelo comprador, para liquidação no mesmo dia;

IV - operações de compra de títulos com compromisso de revenda assumido pelo comprador, conjuntamente com compromisso de recompra assumido pelo vendedor, para liquidação no mesmo dia; Resolução n° 3339, de 26 de janeiro de 2006

V - operações de compra ou de venda a termo, tendo o vendedor, por ocasião da contratação da operação, a propriedade do título negociado ou a certeza dessa propriedade até a data da liquidação da venda a termo, nesse caso com base em compromisso efetivo de recompra ou em operação de compra a termo que tenha data de liquidação igual ou anterior ao da venda a termo;

VI - operações de compra ou de venda a termo, sem que o vendedor tenha, por ocasião da contratação da operação, a propriedade do título negociado ou a certeza dessa propriedade até a data da liquidação da venda a termo.”

Em termos econômicos, a compromissada funciona como um investimento de curto prazo, em que se entrega recursos à instituição financeira em troca de determinado títulos e após o vencimento da operação recebe seus recursos de volta acrescido de remuneração pelo período devolvendo-se o título. Essa operação traz consigo a garantia de que, se a instituição financeira não honrar a operação ou “quebrar”, a contraparte ficará com o título. Na compromissada reversa, o efeito econômico é o inverso, ou seja, o de empréstimo, entrega-se o título à instituição financeira em troca de recursos à vista, obrigando-se a recomprar o título ao final do período, por valor superior ao seu valor de face, de forma a remunerar a instituição financeira pelos recursos detidos no tempo.

²⁹ GORTON, Gary e METRIC, Andrew. Regulating the Shadow Banking System, p. 23

³⁰ “*In its broadest definition, shadow banking includes familiar institutions as investment banks, money-market mutual funds, and mortgage brokers; rather old contracts, such as sale and repurchase agreements (“repo”); and more esoteric instruments such as asset-backed securities (ABS), collateralized-debt obligations (CDOs), and asset-backed commercial paper (ABCP)*”. GORTON, Gary e METRIC, Andrew. Regulating the Shadow Banking System, p.1 Tradução livre: O “*shadow banking*” inclui um conjunto de instituições como bancos de investimento, fundos de investimento e corretores de hipotecas (obs. comuns no mercado Norte Americano), de contratos de crédito e outros, incluindo operações compromissadas e compromissadas reversas com esses papéis, bem como instrumentos de derivativos de crédito, como ABS, CDO, ABCP.

vinculadas com imóveis e desvalorização dos imóveis e dos ativos vinculados à hipotecas de alto risco³¹.

3.2. No plano brasileiro

No Brasil, conforme pesquisa na regulamentação do Banco Central do Brasil (“BCB”), Conselho Monetário Nacional (“CMN”), Comissão e Valores Mobiliários (“CVM”) e doutrina e jurisprudência, inclusive administrativa, do mercado financeiro e de capitais, foi possível identificar dois tipos de negócios jurídicos que teriam dado origem à securitização neste país.

Dentre esses eventos indicados como precursores da securitização foi possível identificar operações de adiantamento à exportação no final da década de 80 e financiamento de projetos imobiliários nos anos 90³². Outra estrutura identificada é o Mesbla Trust, por meio da qual a loja de departamentos, de nome próximo, ao ter dificuldades na obtenção de crédito junto ao sistema financeiro teria constituído essa segunda empresa, para a qual cedia seus recebíveis de vendas a prazo e se capitalizava por meio da “venda” de tais recebíveis³³.

No entanto seria possível demonstrar que as primeiras operações de securitização no Brasil poderiam ter acontecido antes de referidas operações. Estas teriam ocorrido por meio de um tipo de operação realizada no Brasil na década de 70, aparentemente a mesma época em que surgiram as operações de securitização nos Estados Unidos da América, mas com outra finalidade³⁴.

As sociedades de crédito, financiamento e investimento, identificadas, à época, somente como “financeiras”, captavam recursos emitindo letras de câmbio excepcionalmente na forma ao portador. Esses títulos eram circuláveis no mercado pelo endosso, sendo uma das *“formas de captação de recurso por meio dos títulos de crédito (Letras de Câmbio de Financeiras ou Certidão de Depósito Bancário ou mesmo obrigações do governo).*

³¹ FARHI, Marise e CINTRA, Marco Antônio Macedo. A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System, p. 25.

³² CAMINHA, Uinie. Securitização, p. 40.

³³ GAGGINI, Fernando Schwarz. Securitização de Recebíveis, p. 38.

³⁴ Como vimos a securitização nos Estados Unidos na década de 70 tinha como finalidade o financiamento imobiliário, aqui, no exemplo colocado, estamos diante de operações para recapitalização de financeiras para crédito ao consumo.

Mencionados títulos são tidos como títulos, cujos recursos serviam para investimentos em bens de capital, públicos ou privados e para financiamento, ao consumidor de bens produzidos”³⁵.

Vale mencionar que atualmente existe uma espécie de operação financeira em que os títulos representativos das operações de crédito são vinculados à operação passiva, muito semelhante à Letra de Câmbio de financeiras. São as Letras Financeiras, criadas pela Medida Provisória 472/09, atualmente prevista na Lei nº 12.249/10, seu artigo 37, emitidas por instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil. É título de crédito nominativo, transferível e de livre negociação. À semelhança das Letras de Câmbio de financeiras que podiam ser vinculadas às operações de crédito, na forma da Res. CMN 2.921/02, as Letras Financeiras também podem apresentar essa característica, de modo que a liquidação financeira de referidos títulos está vinculada ao fluxo de pagamentos de uma operação ativa³⁶. Diferente, no entanto, do que ocorria com as antigas Letras de Câmbio de financeiras, a Instrução CVM 488/10 traz o regramento para oferta pública das novas Letras Financeiras, podendo ser emitidas tanto com base no regramento constante da Instrução CVM 400/03, quanto com base no regramento da Instrução CVM 476/09³⁷.

Não há aqui a intenção de equiparar as atuais letras financeiras às operações de securitização. Contudo, voltando à securitização e às antigas letras, embora não seja possível afirmar que já se tratavam exatamente de operações de securitização, pois em pesquisa não foram identificados relatos nesse sentido, pela descrição apresentada elas poderiam ser o nascedouro do instituto da securitização.

Cumprе esclarecer que, naquela época, as letras de câmbio de financeiras não eram um exato “empacotamento” dos créditos já concedidos, como é possível verificar nas securitizações realizadas atualmente.

Mas, naquele contexto, os adquirentes de tais letras de câmbio, de certo modo, já deviam considerar a existência de um fluxo de caixa que suportava a captação, presumindo

³⁵ SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários, p. 18.

³⁶ Nesse caso específico não se trata de um empacotamento de operações de crédito, mas sim do vínculo de uma operação ativa a uma passiva.

³⁷ Quanto às formas de distribuições ora mencionadas, Cf. item adiante sobre a distribuição de títulos no âmbito da securitização, que em caso de ofertas públicas se regem pela mesma regulamentação mencionada.

diante de tal relato o conhecimento de que estavam capitalizando as financeiras para realizar novas operações de crédito.

Pesa contrariamente a essa argumentação histórica o fato de que somente em 1998, com a edição da Medida Provisória 1.637/98, o Brasil passou a seguir os princípios do direito norte-americano referentes ao conceito de *security*, vez que até então procurava conferir a noção de valor mobiliário em sentido restrito³⁸. Logo, não se estaria diante de valores mobiliários, salvo se, nos termos do inciso III do artigo 2º da Lei Federal 6.385/76, o Conselho Monetário incluísse referidos títulos expressamente na definição de outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas.

Também é necessário lembrar que já àquela época títulos cambiais emitidos por Instituições Financeiras, exceto debêntures, não eram considerados como valores mobiliários, e referida emissão seria feita por uma sociedade de crédito financiamento e investimento.

Contudo, embora esses documentos do ponto de vista estritamente jurídico não representassem exatamente operações de securitização, por não configurarem uma emissão de valor mobiliário com base em um “empacotamento” de créditos, existem alguns pontos que parecem convergir para que pudessem ser classificados como securitização.

Os pontos que fariam convergir para a securitização seriam: (i) as leis referentes à securitização de créditos imobiliários e do agronegócio, mencionam a emissão de títulos de crédito, não obrigatoriamente valores mobiliários³⁹; (ii) conforme descrição da operação, depreende-se a ideia de existência de fluxo de caixa que suportasse o pagamento futuro das obrigações assumidas perante os titulares das letras de câmbio de financeiras, tal qual ocorre nas securitizações de recebíveis nos tempos atuais, de forma que, em sua essência, seria muito próximo ao que ocorre nas securitizações, tal qual seria possível verificar em diversos registros de ofertas públicas de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios⁴⁰.

³⁸ CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/A, p. 472.

³⁹ Cf. Art. 6º Lei 9.514/97 e Art. 36 da Lei 11.076/04, respectivamente.

⁴⁰ É possível identificar diversas ofertas públicas de cotas de FIDCs que adquirem créditos originados por instituições financeiras, que utilizam esse veículo para se recapitalizar, dentre estas, por amostragem indicamos as seguintes: OFERTA REGISTRADA DE QUOTAS DE FIDC PANAMERICANO VEICULOS I, Nº do Processo: RJ-2007-06087, direitos creditórios oriundos do Banco Panamericano; OFERTA REGISTRADA DE QUOTAS DE FIDC RURAL CONSIGNADOS, Nº do Processo: RJ-2006-03438, Natureza dos créditos: financeiro; OFERTA REGISTRADA DE QUOTAS DE UNION NATIONAL FIDC FINANCEIROS E MERCANTIS, Nº do Processo: RJ-2006-07104 Natureza dos créditos : comercial Observações : Direitos creditórios performados decorrentes de operações financeiras ou comerciais de curto, médio e longo prazo.

No mais, se do ponto de vista estrito os títulos cambiais emitidos por instituições financeiras não são considerados como valores mobiliários⁴¹, ainda seria possível dizer que estes títulos encontram-se no mercado de capitais *lato sensu*, com base na finalidade ou aplicação desses recursos, conforme mencionado acima⁴².

Sem prejuízo das ponderações acima sobre o marco histórico das operações de securitização, precisamente em 1997 o instituto da securitização passou a ser positivado.

Com a edição da Lei 9.514/97, seguida da previsão para que instituições financeiras pudessem ceder créditos para fora do sistema, sem a necessidade de autorização do Banco Central do Brasil, e, ainda, depois da criação dos fundos de investimento em direitos creditórios e outros, passaram a ser cada vez mais frequentes as operações de securitização. Essas tomaram, por sua vez, diversas formas e modalidades, cujos elementos serão descritos a seguir.

OFERTA REGISTRADA DE QUOTAS DE FIDC INTERMEDIUM CRÉDITOS CONSIGNADOS, Nº do Processo: RJ-2007-03505; Natureza dos créditos: “Significa cada prestação originalmente devida pelo mutuário à Intermedium, sempre em moeda corrente nacional, líquida de qualquer taxa de administração ou de serviço, decorrente de contratação de operação de empréstimo entre a Intermedium e o mutuário, nos termos de qualquer instrumento ou contrato de mútuo e, caso aplicável, do respectivo termo de adesão, cujo pagamento será realizado por meio de desconto em folha de pagamento do respectivo Servidor ou em folha de benefícios do respectivo Aposentado e Pensionista”.

⁴¹ Cf. Art. 2º, §1º, inc. II da Lei 6.385/76.

⁴² SALLES, Marcos Paulo de Almeida. Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários, p. 18.

4.ELEMENTOS DA SECURITIZAÇÃO E SEUS RISCOS INTRÍNSECOS

Neste capítulo, a securitização será fragmentada em cada um de seus elementos, de forma que em cada um deles seja possível destacar os pontos jurídicos relevantes.

Esta fragmentação busca fazer com que o operador do direito, ao se deparar com a operação de securitização dotada das características pertinentes, tenha ferramentas mínimas para fazer sua própria avaliação de uma operação de securitização, sendo este trabalho um ponto de partida para uma análise de casos práticos específicos.

Para isso, inicia-se pelo que seria o principal desses elementos, que é a avaliação do negócio jurídico subjacente ou *ativo-lastro* das operações de securitização.

4.1. O Negócio Jurídico Subjacente

Conforme mencionado acima, o primeiro elemento da securitização é um negócio jurídico subjacente, o qual poderá ter origem em operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, etc.⁴³.

O negócio jurídico subjacente, é “*ato humano consistente em manifestação, ou manifestações de vontade, como suporte fático, de regra jurídica, ou de regras jurídicas, que lhe deem eficácia jurídica*”⁴⁴, negócio jurídico realizado exatamente na concepção de Pontes de Miranda, mas que servirá de lastro para a operação de securitização.

Contudo, não basta cumprir apenas o requisito da eficácia. Como tais operações consubstanciam-se em negócios jurídicos que materializam a transferência dos créditos de natureza mercantil ou civil, entende-se prudente a avaliação dos riscos incorridos pelos adquirentes dos créditos também nos planos da existência⁴⁵ e validade⁴⁶ dos negócios subjacentes.

⁴³ Em consonância com a Instrução CVM 356/01, que regulamenta os FIDCs, um dos principais veículos de securitização, conforme serão tratados no item “Veículos de securitização”.

⁴⁴ MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado de Direito Privado. Tomo I, p. 92

⁴⁵ Sobre a existência: “*Grande mal na ciência jurídica tem sido, até há pouco, deixar-se de tratar das manifestações de vontade, em si mesmas, e dos atos-fatos, em si mesmos, em seu existirem ou não existirem. De*

E é subjacente, pois será o suporte do título ou do valor mobiliário que será emitido com base nos créditos gerados por referido negócio jurídico.

Cumprido esclarecer que existe uma característica importante em mencionado negócio jurídico para que seja considerado um negócio jurídico subjacente a uma operação de securitização. Não basta ser qualquer negócio jurídico. O negócio jurídico subjacente das operações de securitização deve ser juridicamente eficaz, necessitando apresentar uma característica especial, que é gerar para uma das partes um crédito.

Segundo Comparato, há três noções de crédito: (i) a noção moral, com cunho mais religioso que segue os conceitos de confiar e acreditar, tal qual o “*credere*”⁴⁷, (ii) a noção econômica, na concepção da troca de bens atuais por bens futuros e (iii) a noção jurídica que

ordinário, passava-se à consideração das nulidades e anulabilidades, ou da eficácia dos negócios jurídicos, antes de se apurar, no plano da existência, se seria ou não seria caso de se falar de declaração de vontade, ou de ato em suma, de exteriorização de vontade, ou de ato-fato. Não raro, juristas de prol tentaram inserir na teoria do erro as conclusões sobre existência da vontade, ou a consciência da exteriorização da vontade, matéria que diz respeito à existência da declaração de vontade ou do ato volitivo sem declaração, portanto anterior a qualquer noção de validade ou não-validade. Só se pode cogitar da questão de ser válido ou não-válido o negócio jurídico, ou o ato jurídico stricto sensu, depois de se saber se ele existe. Ora, tratando-se de declaração de vontade, ou de ato volitivo adeclarativo, que teria de ser suporte fático, por exemplo, do negócio jurídico, é questão prévia a de existir, ou não, declaração de vontade ou simples manifestação de vontade (= ato volitivo adeclarativo). Se não há declaração de vontade, ou ato volitivo adeclarativo, (= manifestação de vontade), que encheria o negócio jurídico, não se põe, sequer a questão da existência do negócio jurídico. Quando a existência jurídica depende da existência fática e, a propósito dessa, o enunciado é negativo, não há pensar-se em questão posterior sobre a existência jurídica. (MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado de Direito Privado – TOMO I).

⁴⁶ Sobre validade: “Para que o ato jurídico possa valer, é preciso que o mundo jurídico, em que se lhe deu entrada, o tenha por apto a nele atuar e permanecer. É aqui que se lhe vai exigir a eficiência, quer dizer — o não-ser deficiente; porque aqui é que os seus efeitos se terão de irradiar (eficácia). A sua eficiência é a afirmação de que o seu suporte fático não foi deficiente, — satisfaz todos os pressupostos de que fala o Art. 82: “A validade do ato jurídico requer agente capaz (Art. 145, nº 1), objeto lícito e forma prescrita ou não defesa em lei (mis. 129, 130, 145).” A regra jurídica seria mais exata se tivesse dito “objeto lícito e possível” e houvesse aludido a pressupostos materiais essenciais, além daqueles dois primeiros (capacidade e objeto). *Efficere* (ex, ficere) dá *efficiens* e *efficax*, mas causa *efficiens* é que se diz, para que se deixe o nome “eficácia” à irradiação dos efeitos.” (MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado de Direito Privado – TOMO IV.) e ainda, “Pressupostos de validade. Os pressupostos de validade concernem: a) ao sujeito ou sujeitos do ato jurídico, que consentem ou devem assentir; b) ao objeto do ato jurídico; c) a elementos do ato jurídico relativos ao *gestum* (forma + o que é essencial em ato, sem ser a forma em sentido estrito): forma externa (mi. 145, 111) e interna (Art. 145, IV).” (MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado de Direito Privado – TOMO IV). Observa-se que as referências normativas constantes das transcrições previstas nesta nota correspondem ao Código Civil Brasileiro de 1916.

⁴⁷ Embora em referido texto a expressão *credere* seja utilizada no sentido empregado no latim de confiar e recomendar, referida expressão latina utilizada na expressão italiana “*del credere*” “(...) indica a cláusula estipulada em garantia a um comerciante, pelos negócios praticados pelo comissário, assumindo este, com intermediário, todos os riscos que possam advir e responsabilizando-se pela fiel execução das obrigações resultantes desses negócios. A instituição da cláusula “*del credere*” constitui uma derrogação ao princípio de que o comissário ou representantes não respondem pelas obrigações decorrentes dos contratos que promovam.” (Enciclopédia Saraiva de Direito, vol. 21, pp 128 e 129 – Coordenação Limongi França, São Paulo: Saraiva, 1977)

não obrigatoriamente inclui a ideia de tempo entre a prestação e a contraprestação⁴⁸. Seguindo essa linha de raciocínio, dentro do negócio jurídico subjacente da securitização ainda é necessário existir o “negócio de crédito” que é um negócio jurídico bilateral em que há necessariamente um intervalo de tempo entre a prestação e a contraprestação⁴⁹. Isso significa que, se o negócio jurídico subjacente não gerar para uma das partes uma obrigação diferida no tempo, não haverá meios para iniciar o processo de securitização.

Conforme Messineo, pode-se tomar a definição de contrato de crédito como aquele por meio do qual um banco concede a outrem, que em regra não seja banco, uma soma de dinheiro ou algo conversível em dinheiro, combinado com a obrigação de restituição em parcelas e remuneração pelo tempo da utilização de tais recursos, até que terminem as parcelas^{50/51}.

No âmbito das securitizações será possível identificar contratos de crédito entre instituições financeiras e credores, que estão ligados à definição acima de conceder soma em dinheiro. Contudo, o ponto de atenção para essa definição é que no mundo das securitizações estão incluídos contratos de créditos em que nenhuma das partes será uma instituição financeira. Nesse contexto, será possível identificar contratos de crédito entre não financeiras e credores, com a entrega de algo conversível em dinheiro, que deverá ser pago em parcelas acrescidas de encargos em função do tempo.

Vale fazer uma ressalva sobre estar presente o elemento tempo em tal negócio jurídico. Ao tratar-se de um negócio jurídico de adimplemento imediato, por ambas as partes, tal elemento estará ausente e se concretizará com o adimplemento imediato pelas partes. Nessa situação não existirá uma prestação futura a ser antecipada pelo securitizador em troca do adimplemento futuro da obrigação pendente no tempo.

⁴⁸ COMPARATO, Fábio Konder. O seguro de crédito, pp. 24-31.

⁴⁹ Ibidem.

⁵⁰ “È contratto di credito, quello, per effetto del quale, una parte (di regola, una banca) concede all'altra (talora, ma non frequentemente, un'altra banca), la prosperità di una somma di danaro (e, quindi, per implicito, il godimento di essa), o (in certe operazioni a lungo termine) una quantità di cose fungibili, convertibili in danaro; ovvero esegue, in favore della controparte, prestazioni, le quali indirettamente implicano emborso di danaro, per un determinato tempo, con obbligo di restituzione, o (rispettivamente) di rimborso del l'equivalente (tantundem) a termine differito, posto a carico della controparte; sempre, verso un corrispettivo.”

⁵¹ MESSINEO, Francesco. Il contratto in genere, primo tomo. Vol. XXI, Tomo I. – p. 790.

Para simplificar, seria mais fácil adotar a premissa de que: “*é fundamental que os activos objeto da titularização dêem origem a um fluxo monetário, durante determinado período de tempo.*”⁵²

Fato é que as obrigações mencionadas acima, adimplidas ou não, poderão ser comerciais ou financeiras. Assim, serão consideradas operações financeiras quando ambas as partes se obrigam a realizar prestação em moeda ou crédito e comerciais quando pelo menos uma das partes se obriga a prestar serviços ou transferir bens diferentes de moedas ou de créditos⁵³.

Abaixo está a esquematização prática dos negócios de crédito que poderão integrar uma operação de securitização:

Após esta esquematização, seria possível ponderar que o objeto da securitização pode ser composto de dois negócios jurídicos combinados, sendo um de adimplemento imediato, como por exemplo, uma compra e venda cumulada com um negócio de crédito?

Isso dependerá do tipo de negócio jurídico subjacente e da forma por meio da qual este será constituído e transferido para o veículo que emitirá o novo título.

A regra mencionada acima não é soberana, na medida em que se estiver diante de créditos não performados o adimplemento de ambos os negócios jurídicos poderá ser futuro.

Seguindo essa linha, seria possível afirmar que o negócio jurídico subjacente, em determinadas operações, pode ser formado por dois negócios jurídicos? Ou até mesmo, por um negócio jurídico único com dois núcleos?

⁵² CAMPOS, Diogo Leite e PINTO, Cláudia Saavedra. Contratos Futuros, Titularização e Regime Fiscal, p.29

⁵³ VIDIGAL, Geraldo de Camargo. Teoria Geral do Direito Econômico, p.193

Embora para as securitizações importe a operação de crédito, ou seja, o direito de receber no tempo recursos em padrão monetário, o negócio jurídico subjacente poderá ser formado de operações de crédito comercial. Nesse tipo de operação, mesmo quando considerado como negócio jurídico único, no âmbito das securitizações, uma prestação poderá ser a entrega de bem ou serviço e a outra a entrega dos recursos, ou seja, duas obrigações ou um negócio com dois núcleos.

Vale lembrar que o cumprimento da obrigação de entregar bens ou serviços foge ao alcance do veículo de securitização, destinatário da operação de crédito. Por essa razão, em regra, estas não são cedidas ao veículo de securitização. No entanto, o eventual pagamento a prazo contido em uma operação comercial, inclusive por meio de uma operação de crédito bancário, poderá ser cedida ao veículo de securitização.

Identifica-se assim um ponto de atenção para a securitização, com relação a esta segunda obrigação, pois é possível identificar que em nosso sistema jurídico nem sempre o devedor enxergará esses dois núcleos (operação comercial + meio de pagamento com crédito bancário) de forma segregada. Observa-se na própria jurisprudência situações em que o indivíduo adquire um bem, cujo pagamento será realizado de forma parcelada ou financiada, e se o bem apresenta vício ou defeito, como providência o adquirente suspende o pagamento das prestações, sem distinguir fabricante, lojista e agente de crédito⁵⁴.

⁵⁴ TJSP. Agravo de Instrumento nº 2008329-16.2013.8.26.0000 - AGRAVO DE INSTRUMENTO “*Ajuizamento da ação de rescisão contratual em face da revendedora e financeira - Veículo automotor novo adquirido por financiamento, mediante alienação fiduciária Veículo levado à assistência técnica com poucos dias de uso, sem resolução de ruído Intenção de desfazimento do negócio jurídico, com abstenção de pagamento das prestações vincendas Decisão agravada merece reforma - Contrato de financiamento que, embora distinto, guarda relação com o contrato de compra e venda, devendo, assim, ser desconstituído, ante a rescisão da compra e venda, por isso, se faz necessário a antecipação e tutela para autorizar a suspensão do pagamento das prestações vincendas até resolução da rescisão - Recurso provido.*” Apelação TJSP. 9118169-46.2007.8.26.0000. Tanto a decisão em primeira instância quanto a de segunda instância entenderam que o contrato de compra e venda de móveis se distingue do contrato de financiamento para aquisição dos móveis. Vale destacar que neste mesmo acórdão encontra-se um voto divergente quanto ao não reconhecimento de solidariedade entre o vendedor do bem e do agente financeiro, reconhecendo que em sendo extinto o contrato de compra e venda, também assim deveria ser feito como contrato de financiamento, baseando-se em “*julgado da 4ª Turma do STJ, colacionado pela apelante a fls. 257*”, no sentido de que o agente financeiro tem legitimidade para figurar no pólo passivo da lide, “*dada a inequívoca interdependência entre os contratos*”, julgado este não localizado (Fonte: Jurisprudência do TJSP, site <http://esaj.tjsp.jus.br>). Entretanto, em pesquisa à jurisprudência do STJ sobre o tema foi possível identificar diversas decisões, no âmbito do sistema financeiro da habitação, vinculando o contrato de financiamento a vícios na construção do imóvel, conforme segue: STJ - Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 902.290 - j. 21/8/2008 - rel. Sidnei Beneti - WEB 21/8/2008 - Área do Direito: Civil - SISTEMA FINANCEIRO DE HABITAÇÃO – Contrato de mútuo – Responsabilidade civil – Caracterização – Agente financeiro e empresa seguradora que respondem pelos vícios na construção de imóvel independentemente de tratar-se de ação indenizatória ou de cobrança – Solidariedade que se evidencia. STJ - Recurso Especial 331.340 - j. 2/12/2004 - rel. Barros Monteiro - WEB 2/12/2004 - Área do Direito: Civil SISTEMA FINANCEIRO DA

Embora essa solução seja mais simples do ponto de vista do consumidor, caso os créditos tenham sido cedidos em uma securitização, caberá ao veículo socorrer-se dos meios legais para se ressarcir, sendo prudente a inserção de cláusula contratual em que o cedente se responsabilize pelos créditos nessas situações.

Nesse último exemplo o negócio subjacente nasce de uma operação comercial, mas sua liquidação se dá por meio de uma operação financeira. Nessa operação financeira o contratante do crédito (para financiamento do bem) determina a entrega dos recursos ao terceiro que lhe fornecerá o bem ou serviço. Após o desembolso – que se dará por meio de operação de crédito - a obrigação estará cumprida por parte do adquirente do bem ou serviço perante o vendedor ou prestador do serviço. Contudo, o tomador do crédito (adquirente do bem), deverá pagar àquele que financiou sua compra, independentemente dos percalços que possa ter com o vendedor ou prestador de serviços. Mas tal procedimento nem sempre é compreendido de forma segregada, nas situações em que se aplica o código de defesa do consumidor ou em situações de desvio da jurisprudência, como visto.

Outro ativo subjacente comum em operações de securitização é o recebível de cartões de crédito⁵⁵. Como explica Fran Martins, as operações com cartões de crédito

HABITAÇÃO – Banco Regional de Brasília – Legitimidade passiva ad causam – Ocorrência – Agente financeiro que é parte legítima na ação de resolução contratual proposta por mutuários em virtude de vícios constatados no edifício, dada a inequívoca interdependência entre os contratos de construção e de financiamento; STJ - Agravo Regimental no Agravo de Instrumento 683.809 - j. 18/8/2005 - rel. Fernando Gonçalves - WEB 18/8/2005 - Área do Direito: Civil; Processual; Bancário LEGITIMIDADE PASSIVA AD CAUSAM – Ocorrência – Obra iniciada mediante financiamento do Sistema Financeiro da Habitação que acarreta a solidariedade da Caixa Econômica Federal pela respectiva solidez e segurança. (Fonte: <http://www.revistadotribunais.com.br/>)

⁵⁵ TRINDADE, Marcelo Fernandez. Voto em PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM RJ 2005/739: “*Como se vê, caso os direitos creditórios não se originem em "operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços", nem se constituam em "warrants" ou "contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos"* (§ 8º do Art. 40 da Instrução 356/01), a norma do Art. 2º da Instrução CVM 356/01 exige autorização expressa da CVM para o registro do FIDC.(5)

Essa exigência regulamentar parece ter tido por finalidade assegurar uma maior homogeneidade dos recebíveis que lastreiam as cotas dos FIDC, o que, de fato, ocorreu na prática. Grande parte das operações de securitização envolve recebíveis de características homogêneas, com prazos similares para conversão em dinheiro, estruturas padronizadas de concessão de crédito e históricos confiáveis de performance. Tal similaridade favorece a elaboração de modelos que tornem mais previsíveis os fluxos de pagamentos futuros, bem como as análises de risco de concessão e recebimento dos créditos. Embora não representem garantia de resultados, tais modelos permitem ao investidor do FIDC — e antes dele aos intermediários e agências de rating — situar-se quanto à tendência possível (ao menos em termos históricos) de comportamento dos ativos integrantes da carteira do fundo. Daí a utilização predominante dessa estrutura, por exemplo, pela indústria de cartão de crédito e financiamento de veículos automotivos, lançadores freqüentes de veículos de securitização em certos países — e agora também no Brasil.” (grifo nosso)

realizam-se por meio de um sistema triangular⁵⁶. Nesse sistema, a emissora do cartão de crédito é intermediária entre o comprador e o vendedor, ficando o comprador obrigado a pagar o valor referente ao bem adquirido à emissora do cartão de crédito, enquanto esta assume a posição de devedora perante o vendedor do bem⁵⁷.

Isso não significa dizer que na prática tal relação vem sendo assim tratada pelo judiciário. Verifica-se que está sendo seguida a mesma lógica aplicada ao agente financeiro (no caso de vendas financiadas) em que o vício do produto, que macula o contrato de compra e venda, também torna sem efeitos a operação lançada na fatura do cartão, independente de já ter havido pagamento ao lojista. Nessas situações, a emissora do cartão de crédito ficará impedida de lançar em fatura referidos créditos,⁵⁸ e assim impedida de cobrá-la do titular do cartão, o que poderá trazer complicações às operações de securitização.

⁵⁶ Vale observar que o sistema triangular mencionada por Fran Martins, embora possa trazer semelhança no nome, nada tem a ver com as operações triangulares vedadas pelo Banco Central do Brasil nos termos da antiga Circular nº 21, de 11.10.56 da extinta Superintendência da Moeda e do Crédito, ratificado pela Carta-Circular nº 58, de 14.03.72 e posteriormente pela CARTA-CIRCULAR Nº 325, sendo: *“assim caracterizadas aquelas que impliquem na aceitação de depósitos, à vista ou a prazo, mediante compromisso de efetuar empréstimos a pessoas, físicas ou jurídicas, ligadas ou não à instituição financeira.”*

⁵⁷ MARTINS, Fran. Cartões de Crédito: Natureza Jurídica, p. 39.

⁵⁸ Apelação nº 0013129-68.2011.8.26.0008 – “APELAÇÕES CÍVEIS Interposições contra sentença que julgou procedente ação declaratória de rescisão de contrato por desfazimento do negócio jurídico c.c. devolução de quantia paga e indenização por dano moral. Compra de notebook que apresentou defeito. Autora que tentou, sem êxito, o cancelamento da compra e a suspensão do lançamento das parcelas nas faturas do cartão de crédito. Defeito do equipamento incontroverso, que justifica os pedidos de rescisão de contrato, desfazimento do negócio e devolução de quantia paga. Dano moral não configurado. Indenização excluída da condenação. Sentença parcialmente reformada.” Destaca-se trecho da decisão em que fica determinada a permanência da administradora do cartão no polo passivo e cancelamento dos lançamentos da fatura de cartão de crédito: “Bem por isso, justificada a permanência do Banco (...) no polo passivo, que ainda deverá arcar com as consequências de eventual descumprimento da ordem judicial imposta por sentença. Caso não se abstenha de lançar na fatura do cartão de crédito qualquer cobrança referente à compra em questão, responderá pela multa de R\$ 500,00, não se vislumbrando qualquer ilegalidade na imposição.” TJSP - AGRAVO DE INSTRUMENTO Nº 7.414.065-5, MEDIDA CAUTELAR - DEFEITO DO SERVIÇO OU PRODUTO - LIMINAR -SUSPENSÃO DOS PAGAMENTOS DAS PARCELAS DE CARTÃO DE CRÉDITO - AÇÃO MOVIDA EM FACE DO PRESTADOR DE SERVIÇO E DO PRODUTO E DA FINANCEIRA - Consumidor que alegou defeito no produto dentro do prazo previsto pode requerer a devolução do preço pago. Aplicabilidade dos artigos 18 e 26 do CPC. Demonstrados os requisitos do “fumus boni iuris” e do “periculum in mora”, possível o deferimento de liminar, para suspender o pagamento da compra parcelada através de cartão de crédito. - Agravo improvido”.0018080-71.2007.8.26.0000. Apelação – TJSP CARTÃO DE CRÉDITO - Relação de consumo - Natureza pública dos serviços prestados - Responsabilidade objetiva - Aquisição de passagens aéreas com cartão de crédito - Cancelamento do voo pela companhia aérea - Estorno de apenas duas passagens porque não houve preenchimento de “formulário de contestação” em relação à terceira - Patente inexigibilidade do valor lançado em fatura - Inclusão do nome do consumidor nos cadastros de órgãos de proteção ao crédito - Dano moral configurado - Quantum indenizatório - Extensão e repercussão do dano - Condições econômico-financeira do agente causador - Sentença mantida - Apelação não provida.

Na mesma linha das decisões relativas às compras a prazo, as decisões relativas às operações com cartão de crédito visam proteger os consumidores. Nesse sentido, o posicionamento do judiciário parece cumprir seu papel de fazer justiça resolvendo o problema para o consumidor. Contudo, em nenhuma das decisões foram identificadas obrigações de reversão de valores já pagos pelas operadoras de cartão de crédito aos lojistas. E a ausência de tal previsão poderá ser um ônus para os credores de tais operações, que poderão nem ser mais as operadoras de cartão de crédito, visto que tais créditos podem circular por meio das securitizações. Nessas situações, para proteção dos credores de créditos securitizados, mais uma vez seria o caso de incluir cláusula no contrato de cessão determinando que as operadoras de cartão busquem o reembolso e o ressarcimento aos cessionários.

Salienta-se que a definição do crédito referente ao ativo subjacente não se limita somente à característica de originar-se em operações financeiras ou comerciais, inclusive cartões de crédito, conforme mencionado acima. Mesmo quando o negócio jurídico subjacente decorrer das operações comerciais ou de prestação de serviços, ainda será necessário avaliar se esses créditos são performados ou não performados.

Isso, porque em determinadas operações de securitização o ativo subjacente é um mero direito de explorar tal atividade, devidamente formalizado por um ato jurídico denominado concessão⁵⁹.

Segundo Maria Sylvia Di Pietro:

*“(...) concessão de serviço público é o contrato administrativo por meio do qual a administração pública delega a outrem a execução de um serviço público, para que o execute em seu próprio nome, por sua conta e risco, assegurando-lhe a remuneração mediante tarifa paga pelo usuário, ou outra forma de remuneração decorrente da exploração do serviço.”*⁶⁰

Helly Lopes pondera existir divergência quanto à natureza contratual da concessão dos serviços públicos, sendo contrários a este Oswaldo Aranha Bandeira de Mello e Celso

⁵⁹ Em pesquisa aos prospectos de FIDCs disponíveis no site da CVM é possível identificar FIDCs cujos recebíveis decorrem da venda futura de energia elétrica, ou seja do direito inerentes a atividade concedida pelo poder público, e o FIDC Setrans, em que se discutia a cessão de recebíveis decorrentes da bilhetagem de ônibus, decorrentes da concessão da prestação do serviço de transporte público, que inclusive foi objeto de análise em decisão do colegiado, Processo RJ2008/7080, por meio do qual se entendeu não haver óbice na constituição do FIDC.

⁶⁰ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito Administrativo. p.294

Antônio, mas na mesma linha de Helly Lopes está Mário Marsagão, que segue a ótica contratualista⁶¹.

Ainda no contexto das concessões, destacam-se como pontos de atenção alguns princípios inerentes ao direito administrativo e ao contrato de concessão, que são a “encampação”, “caducidade” e “reversão”. A “encampação” é a rescisão unilateral da concessão antes do prazo estabelecido, que equivale a retomada da prestação do serviço pelo poder concedente, caso a concessão se revele contrária ao interesse público, sendo o concessionário somente ressarcido dos prejuízos regularmente comprovados⁶². A caducidade é a rescisão unilateral pelo poder concedente por inadimplemento contratual, não havendo direito a indenização, exceto pela parcela do capital correspondente aos equipamentos necessários à prestação dos serviços que se reverterão ao poder concedente⁶³. E por fim a reversão que é a incorporação dos bens do concessionário ao poder concedente, sob o fundamento da continuidade do serviço público, em qualquer caso de extinção do contrato de concessão, cabendo indenização⁶⁴.

Nesse caso, está sendo cedida a expectativa dos frutos que serão percebidos na exploração da atividade. Esta, por sua vez, se dará por meio de outro negócio jurídico, que em muitos casos é formalizado por meio de contrato por adesão celebrado com o usuário do serviço⁶⁵. Observa-se que não é o contrato, mas sim a utilização do serviço que gerará o crédito.

Vale mencionar que o usuário terá direito à prestação do serviço, que não lhe poderá ser negado indevidamente, podendo exigir judicialmente o cumprimento dessa obrigação pelo concessionário. Lembra-se que é comum a interrupção nos serviços prestados por concessionárias de luz, água e gás por falta de pagamento. Mesmo nessas circunstâncias, se for considerado como serviço essencial, conforme jurisprudência não unânime, tal serviço não poderá ser interrompido, cabendo a possibilidade de cobrança do usuário por meio das ações judiciais cabíveis⁶⁶.

⁶¹ Apud DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito Administrativo, p. 269, NOTA 80

⁶² DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito Administrativo. p. 296

⁶³ Ibidem. p. 297

⁶⁴ Ibidem.

⁶⁵ Cf. Hely Lopes Meirelles, os interesses coletivos e difusos sobre tais serviços serão defendidos pelo Ministério Público e outras entidades voltadas ao consumidor, com base nos artigos 81 e 82 do Código de Defesa do Consumidor (MEIRELLES, Hely Lopes Direito Administrativo Brasileiro, p. 371).

⁶⁶ DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. Direito Administrativo, p.296.

Assim, na securitização de créditos gerados na concessão de serviços públicos deverão ser observadas situações como a prevista acima, pois questões jurídicas poderão tornar estes créditos de difícil liquidação. Não menos importante é lembrar que o código de defesa do consumidor incidirá sobre os serviços que gerarão tais créditos, podendo torná-los ainda mais difíceis de liquidação em situações de litígio, especialmente em situações de inversão do ônus da prova trazida por referido código⁶⁷.

Retornando à questão do crédito, como elemento central nas operações de securitização, sejam performados ou não performados, como no caso de créditos oriundos de concessões, será necessário utilizar o conceito de crédito mencionado por Carvalho de Mendonça como sendo simplesmente “*créditos no amplo sentido de promessa de prestação futura*”⁶⁸.

E se as securitizações tem como elemento central uma operação de crédito, esta poderá contemplar crédito bancário ou crédito não bancário. A partir disso, seria possível identificar que o processo de securitização estaria dividido em duas espécies distintas, sendo compreendido como: (i) *securitização primária*, que se da por meio da emissão de papéis vendidos diretamente ao mercado para obtenção de recursos pelo tomador direto dos recursos e; a (ii) *securitização secundária*, que representa um processo em que obrigações geradas na forma de crédito bancário são transformadas em papéis negociáveis no mercado de capitais⁶⁹.

Dada essa diferenciação, passa-se a fazer em seguida uma breve distinção entre os créditos bancários e não bancários. Isso se faz, já que ambas as espécies de crédito poderão integrar a carteira de ativos de um veículo de securitização.

4.1.1. Operações de crédito bancário

As diversas definições de crédito estão dadas acima. Assim, cumpre explorar o que faz com que um crédito seja considerado bancário ou não bancário. A resposta pode ser

⁶⁷ Lei 8078/90. “Art. 6º São direitos básicos do consumidor:

(...)

VIII - a facilitação da defesa de seus direitos, inclusive com a inversão do ônus da prova, a seu favor, no processo civil, quando, a critério do juiz, for verossímil a alegação ou quando for ele hipossuficiente, segundo as regras ordinárias de experiências;”

⁶⁸ CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. Tratado de Direito Comercial Brasileiro, 7 ed. Vol. V, Livro III, p. 86.

⁶⁹ MAIA, Guilherme B.S. Sistemas Financeiros e Securitização: Implicações para a Política Monetária. Revista do BNDES, Rio de Janeiro, volume 15, n 30 p. 207.

bastante simples, no sentido de que crédito bancário é aquele concedido por um banco ou de forma mais abrangente, por uma instituição financeira, sendo consideradas como tais aquelas que norma determina como autorizadas no Brasil a funcionar pelo Banco Central⁷⁰.

Vale dizer que para fins da securitização, a importância nessa diferenciação está no fato de que operações de crédito bancário são regulamentadas e fiscalizadas por autoridade competente, diferentemente do que se verifica nas operações de crédito não bancário.

As operações de crédito bancário no Brasil nascem do conceito de intermediação financeira encontrada na definição legal prevista no artigo 17 da Lei 4.595/64⁷¹ para fins de atuação como instituição financeira e pelo artigo 1º da Lei 7.492/86⁷², para fins penais.

Para efeito dessas leis, extrai-se que a intermediação financeira é a captação de recursos em nome próprio, recebendo depósitos a vista, a prazo ou de poupança, com a expectativa de disponibilização destes recursos para terceiros na forma de crédito. Assim, intermediador financeiro assumirá o risco do retorno dos recursos emprestados, para devolução aos depositantes, imediatamente ou a prazo, conforme a modalidade de depósito e movimentações financeiras de seus depositantes⁷³.

No conceito previsto no Art. 17 da Lei 4.595/64, a norma também cuidou de incluir a atividade de aplicação de recursos financeiros de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira e custódia de valores de terceiros. Adicionalmente é possível identificar no Art. 1º da Lei

⁷⁰ Nos termos do Art. 10, inciso X, compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil conceder autorização às instituições financeiras, a fim de que possam funcionar no País, bem como, instalar ou transferir suas sedes, ou dependências, inclusive no exterior.

⁷¹ Lei 4.595/64. “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros”. (grifo nosso)

Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual. (grifo nosso)

Art. 18. “As instituições financeiras somente poderão funcionar no País mediante prévia autorização do Banco Central da República do Brasil ou decreto do Poder Executivo, quando forem estrangeiras”

⁷² Lei 7.492/86. “Art. 1º Considera-se instituição financeira, para efeito desta lei, a pessoa jurídica de direito público ou privado, que tenha como atividade principal ou acessória, cumulativamente ou não, a captação, intermediação ou aplicação de recursos financeiros (Vetado) de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, ou a custódia, emissão, distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários.” (grifo nosso)

⁷³ Não incluímos no conceito específico de intermediação os investimentos, a administração de recursos de terceiros, pois embora seja atividade regulada pela Comissão de Valores Mobiliários (Cf. Instrução CVM 306) e prevista genericamente no dispositivo legal, os recursos não são captados para que sejam emprestados em nome do administrador dos recursos, mas sim disponibilizados aos tomadores por meio de aquisição de títulos (de dívida ou de participação) em nome do próprio terceiro que entregou os recursos para administração ou por meio de condomínios, mais facilmente identificados no Brasil como Fundos de Investimento.

7.492/86, que além das atividades anteriormente mencionadas, são consideradas como privativas de instituições autorizadas pelo Banco Central a distribuição, a negociação, a intermediação e a administração de valores mobiliários⁷⁴.

Cabe salientar que ao regulamentar referidas leis o Conselho Monetário Nacional, veio eliminar qualquer discussão sobre quais atividades são privativas de instituições financeiras, destacando que são consideradas: (i) infração administrativa e (ii) ilícito penal⁷⁵, nos termos das leis acima mencionadas a prática de tais atos por instituições não autorizadas a funcionar pelo Banco Central⁷⁶. Vale fazer um adendo quanto a esse ponto, pois, embora a intermediação financeira seja considerada atividade privativa de instituições financeiras, não são todas as instituições financeiras que estão autorizadas a conceder crédito na forma de empréstimos. É o caso das distribuidoras de títulos e valores mobiliários – DTVM, que são expressamente impedidas de realizar essa atividade⁷⁷, bem como as corretoras de valores mobiliários que somente podem fazê-lo na forma de conta margem^{78/79}.

Voltando à definição de instituição financeira, verifica-se em referidas normas previsão mais profunda e explicativa do que aquela prevista no Código Comercial de 1850⁸⁰.

⁷⁴ A manutenção dessa referência no trabalho somente se justifica pelo fato de que em operações de securitização poderão ser emitidos valores mobiliários, e para isso é necessário saber que os resonsáveis pela distribuição, negociação, intermediação ou administração de valores mobiliários serão regulados em razão de suas atividades.

⁷⁵ Res. CMN 2.144/95 – “Art. 1º Esclarecer que qualquer operação praticada “por empresa de fomento mercantil (“factoring”) que não se ajuste ao” “disposto no Art. 28, parágrafo 1º, alínea “c.4””, da Lei 8.981, de” 20.01.95, e que caracterize operação privativa de instituição financeira, nos termos do Art. 17, da Lei 4.595/64, constitui ilícito administrativo (Lei 4.595/64) e criminal (Lei 7.492/86).”

⁷⁶ A Res. CMN 4.122/12 elenca quais instituições que deverão observar requisitos e procedimentos para autorização para o exercício da atividade “Art. 1º (...) I - requisitos e procedimentos para a autorização de constituição e funcionamento, o cancelamento da autorização e as alterações de controle e reorganizações societárias de bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, bancos de câmbio, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias, agências de fomento, sociedades de arrendamento mercantil, sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários e sociedades corretoras de câmbio;

⁷⁷ Res. CMN 2.626/99, “Art. 1º Vedar a celebração de contratos de mútuo por parte de sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e de sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários com pessoas físicas e pessoas jurídicas, financeiras ou não.”

⁷⁸ Cf. Res. CMN 1.655/89, Art. 12.

⁷⁹ Nos termos da Res. CMN 1.133/86 e ICVM 51/86, as sociedades corretoras e distribuidoras poderão conceder financiamento para compra ou empréstimo de valores mobiliários em operações no mercado à vista nas Bolsas de Valores, desde que fiquem caucionados na corretora ou distribuidora os valores mobiliários adquiridos, cujo valor, acrescido de outras garantias, represente, no mínimo, 140% (cento e quarenta por cento) do valor do financiamento. Vale mencionar que para fins de registro dos financiamentos concedidos ou das operações de empréstimos de valores mobiliários, a corretora ou distribuidora abrirá uma conta corrente especial em nome de cada financiado ou tomador de ações em empréstimo, registrando todos os efeitos da operação e identificando todas as condições e características de cada operação.

⁸⁰ CÓDIGO COMERCIAL DE 1.850 - “DOS BANQUEIROS

Art. 119 - São considerados banqueiros os comerciantes que têm por profissão habitual do seu comércio as operações chamadas de Banco.(revogado)

O antigo código apenas definia o agente do comércio que realizava a atividade bancária como banqueiro, definindo-o como o comerciante cuja profissão habitual era a realização das operações chamadas de Banco, sem especificar quais formas de atuação que aquela atividade compreendia.

Nesse contexto, nos termos da regulamentação, a atividade bancária se desenvolve pela captação de recursos por meio de depósitos a vista, a prazo ou de poupança e pelo empréstimo destes recursos captados àqueles que precisam de crédito ou financiamento.

Característica importante sobre o crédito bancário está na forma de utilização desse crédito, diferenciando-o assim em crédito bancário e financiamento bancário. Diferenciam-se tais institutos no que tange à destinação ou vinculação, por meio de cláusula contratual.

O contrato de crédito bancário é formado com uma instituição financeira sem destinação dos recursos tomados, diferente do financiamento bancário em que há cláusula contratual destinando a aplicação daqueles recursos a um fim específico⁸¹. Tal diferenciação é importante à medida que nas estruturas de securitização, nas quais o ativo subjacente corresponde a financiamentos bancários, referidas operações trazem consigo muitas vezes garantias constituídas com base no próprio bem financiado, agregando a garantia atrelada ao ativo subjacente com mais um elemento da securitização.

Independentemente de estar diante de uma operação de crédito bancário ou financiamento bancário, já que ambas poderão ser ativo subjacente nas operações de securitização, verifica-se que ambas compreendem riscos. E esse risco será um dos elementos que estará na composição o “*spread*” bancário, que é ganho auferido na diferença entre a remuneração paga na captação dos recursos⁸² e a recebida nas operações de crédito⁸³.

Vale destacar que o “*spread*” bancário está baseado nos juros remuneratórios pagos, conforme o tipo de depósito, e cobrados pelas instituições financeiras na concessão do crédito.

Art. 120 - As operações de Banco serão decididas e julgadas pelas regras gerais dos contratos estabelecidos neste Código, que forem aplicáveis segundo a natureza de cada uma das transações que se operarem.(revogado)”

⁸¹ MOLLE, Giacomo. I Contratti Bancari – Trattato di diritto civile e commerciale – Antonio Cicu e Francesco Messineo, Volume XXV, t.1 p. 144.

⁸² A partir de 1998 passou a ser vedado, conforme previsto na Res. CMN 2.475, o oferecimento ou distribuição de bonificações, prêmios ou outras vantagens, inclusive o pagamento de juros, na captação de depósitos à vista. Tal restrição em 2006 foi estendida ao chamado “*float*” remunerado, por meio da Carta Circular 3.237/06 do Banco Central do Brasil. Assim, somente os depósitos a prazo e de poupança podem ser remunerados.

⁸³ LUNDBERG, Eduardo Luís. Juros e Spread Bancário no Brasil, p.3.

Sendo esses juros o custo do dinheiro emprestado⁸⁴, ou ainda, a opção entre uma satisfação presente em contraposição ao adiantamento do futuro⁸⁵.

Sabe-se que sobre cada depósito captado incidirá diversas regras de alocação/direcionamento dos recursos, tais como recolhimento compulsório, encaixes obrigatórios, direcionamentos de créditos (microcrédito e financiamento imobiliário), restando assim o excedente para disponibilização como crédito, que ainda observará o custo de oportunidade para a composição do percentual cobrado do tomador.

Em estudo sobre as determinantes do spread bancário *ex-post* no mercado brasileiro foram identificados alguns fatores que incidem sobre as operações de crédito ou financiamento bancário no Brasil. Estabeleceram-se, então, diversos fatores, tais quais inflação - IGP ou IPCA -, custos administrativos ou operacionais, tributos diretos ou indiretos, liquidez, compulsório, reserva, como determinantes para o cálculo de referido encargo. Mas a principal determinante do *spread* bancário identificado no estudo foi a variação da taxa Selic⁸⁶.

Conforme Circular BCB 2.900/99, a Taxa SELIC é a “*taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) para títulos federais*”. Para tanto, são “*considerados os financiamentos diários relativos às operações, com títulos federais custodiados no Selic, registradas e liquidadas no próprio Selic e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação de que trata a Lei nº 10.214, de 2001*”.

Como as instituições financeiras utilizam como base para cálculo do seu *spread* a taxa Selic, esta interfere no cálculo do depósito interfinanceiro - DI, atualmente calculado pela Cetip, conforme metodologia por esta apresentada⁸⁷. Nesse sentido, traz-se esse ponto à

⁸⁴ SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário. p. 181.

⁸⁵ DE CHIARA, José Tadeu. A MOEDA E A ORDEM JURÍDICA. p.138

⁸⁶ DANTAS, José Alves; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; CAPELLETTO, Lúcio Rodrigues. Determinantes do Spread Bancário *Ex-Post* no Mercado Brasileiro, p.11.

⁸⁷ A Cetip é uma câmara de compensação, administradora de mercado organizado, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil. Conforme previsto em seu estatuto social que atua, dentre outras atividades para, “*administrar mercados organizados de valores mobiliários, de títulos, de derivativos e de outros instrumentos financeiros (“Ativos”), admitidos à negociação e/ou a registro de negociação previamente realizada*”, bem como “*operacionalizar e manter sistemas de registro de Ativos, de negociação, de registro de operações previamente negociadas, e de compensação, liquidação e de depósito ou custódia de Ativos, nos mercados organizados administrados pela Companhia (“Mercados Organizados”) ou nos mercados organizados administrados por outras entidades*”. Em meio as suas atividades, conforme metodologia presente no anexo ao Comunicado Cetip nº 091/2013, divulga Taxa DI “*apuradas com base nas operações de emissão de Depósitos*

discussão em razão da Súmula 176 do STJ que dispõe ser nula a cláusula contratual que sujeita o devedor à taxa de juros divulgada pela ANBID/CETIP⁸⁸⁹, o que poderá ser mais um ponto de atenção quando da securitização de créditos originados no sistema financeiro.

E quanto aos juros das operações de crédito, no âmbito das securitizações, ainda ficam dois pontos, sendo: (i) importante diferenciar o crédito bancário do não bancário, dada a limitação dos juros cobrados nos créditos não bancários e (ii) se após a cessão do crédito bancário, em uma operação de securitização, os juros poderão permanecer no patamar fixado originalmente pela instituição financeira, questão que só será respondida no último capítulo em que será abordado o tratamento dado pelo judiciário nessas situações⁹⁰.

4.1.2. As operações bancárias que servem como lastro de ativos securitizados.

Além das operações de crédito e financiamento bancário, conforme mencionado acima, outra operação bancária que pode servir de lastro para a securitização é o desconto bancário.

O desconto bancário é uma operação típica de instituição financeira, existindo inclusive definição no artigo 1858⁹¹ código civil italiano, como sendo o contrato em que um banco, deduzindo juros, antecipa ao cliente um crédito de terceiro ainda não vencido,

Interfinanceiros pré-fixados, pactuadas por um dia útil e registradas e liquidadas pelo sistema Cetip, conforme determinação do Banco Central do Brasil”.

⁸⁸ O Ministro Ruy Rosado em seu voto no Recurso Especial 46.746 esclarece que não deveria caber a entidade de classe dos credores (Anbid e Cetip) fixar os parâmetros para cobrança de encargos em operações de crédito. Cumpre ressaltar que, embora a Anbid, atualmente Anbima, fosse a Associação Nacional dos Bancos de Investimento, o mesmo atributo, em tese, não poderia ser mais atribuído à CETIP, que após seu processo de desmutualização passou a ser uma companhia aberta, com ações negociadas em bolsa de valores. Independente de tal fato, referida Súmula permanece em vigor.

⁸⁹ Não menos importante é a Súmula de número 379 – que limita os juros mensais de contratos bancários. A Súmula 379 determina o seguinte: “Nos contratos bancários não regidos por legislação específica, os juros moratórios poderão ser fixados em até 1% ao mês”. Sendo necessário nesse caso distinguir os juros moratórios dos juros remuneratórios.

⁹⁰ A discussão sobre essa questão permeará a possibilidade instituições financeiras cobrarem juros diferenciados e a Lei de Usura DEC 22.626/1933 (DECRETO DO EXECUTIVO) 07/04/1933, e ainda, a Súmula STF 596, ao dispor que “as disposições do decreto 22626/1933 não se aplicam às taxas de juros e aos outros encargos cobrados nas operações realizadas por instituições públicas ou privadas, que integram o sistema financeiro nacional”.

⁹¹ “Articolo 1858 – Lo sconto e' il contratto col quale la banca, previa deduzione dell'interesse, anticipa al cliente l'importo di un credito verso terzi non ancora scaduto, mediante la cessione, salvo buon fine, del credito stesso.”

mediante cessão de crédito⁹². Em suma, se trata de uma operação de antecipação de créditos ao cliente da instituição financeira, com base em recebíveis gerados pela atividade do cliente.

Embora seja uma operação para antecipar créditos, não há unanimidade quanto ao desconto bancário ser considerado como operação de crédito⁹³. Nas operações de crédito, os juros representam a compensação devida em troca do dinheiro disponibilizado ao tomador. A provisão do desconto representa a compensação baseada nos serviços e riscos da operação de desconto, muito embora na referência acima seja feita menção sobre a dedução do valor antecipado corresponder aos juros. Até porque o valor do desconto ou provisão atenderá a critérios como situação de mercado, custo de dinheiro e outros critérios objetivos e subjetivos⁹⁴, muito próximos ou equivalentes aos componentes utilizados para calcular as taxas de juros operadas nas operações de crédito.

O desconto bancário, de todas as operações bancárias, provavelmente é a operação que mais facilmente possa ser considerada como ativo subjacente de operações de securitização. Isto decorre do fato de tratar-se de uma operação bancária que já traz os traços da securitização por si só, ao menos na primeira etapa do processo de securitização. Nessa linha, resta dúvida se o desconto bancário poderia ser uma das operações inspiradoras da criação da securitização, vez que a primeira etapa de uma operação de securitização nada mais é do que uma operação muito próxima ao desconto bancário. No entanto, não se pode esquecer que no caso das securitizações essa antecipação não será realizada por uma instituição financeira, mas por um veículo de securitização.

Na discussão mencionada anteriormente sobre o desconto não ser considerado operação de crédito apresenta-se como contra-argumento o desconto enquanto compra de crédito⁹⁵. Trazendo essa discussão para a securitização, entende-se importante identificar a diferença entre o desconto bancário e a aquisição de títulos por um veículo de securitização.

Considerando que o desconto bancário seja uma operação de crédito, não há dúvidas de que uma carteira de descontos bancários de uma instituição financeira poderá ser cedida a um veículo de securitização, na linha da securitização secundária mencionada anteriormente, podendo se o ativo lastro para a emissão de títulos.

⁹² ABRÃO, Nelson. Direito Bancário. 12ª edição, p.143.

⁹³ Cf. nota 95.

⁹⁴ BARRETO, Lauro Muniz. Questões de Direito Bancário, p 438.

⁹⁵ Nelson Abrão, em Direito Bancário, pp. 147 a 149, traz a contraposição de posicionamentos entre Giacomo Molle e Carvalho de Mendonça sobre ser uma operação de crédito ou ser uma compra e venda de crédito.

No entanto, quando o veículo de securitização adquire os créditos das mais diversas naturezas, operando-se a transferência destes por meio de cessão de créditos, entende-se que esta operação deverá ser considerada como uma compra de créditos e não como uma operação de desconto bancário. Sempre vale lembrar que um veículo de securitização não é e nem se equipara a uma instituição financeira.

Também é oportuno lembrar que uma vez que o veículo de securitização pode captar recursos junto ao público em geral, não poderia realizar operação de crédito, cabendo a este comprar créditos para composição de sua carteira de créditos, que para estes serão simplesmente ativos.

Adicionalmente, do ponto de vista prático, o credor com menor volume de fluxo de caixa para antecipação procurará uma instituição financeira para realizar sua operação de desconto bancário (o que não significa que credores com maior fluxo também não possam fazê-lo). Por outro lado, ainda que menos comum, o credor com menor volume de fluxo de caixa para antecipação, em tese, também poderia ceder seus créditos a um veículo de securitização.

Caso ocorra a operação de desconto bancário, a instituição financeira poderá aglutinar operações dessa natureza e cedê-las para um veículo de securitização. Poder-se-ia equivocadamente dizer que se trata de um *redesconto*, mas do ponto de vista regulamentar o redesconto é uma operação privativa do Banco Central do Brasil⁹⁶.

Quanto ao redesconto, este se divide em duas modalidades, quais sejam: (i) redesconto liquidez⁹⁷ (ii) redesconto seletivo⁹⁸. O primeiro, embora seja denominado redesconto, é tão somente uma linha de crédito colocada à disposição pelo Banco Central do Brasil às instituições financeiras em eventual desequilíbrio financeiro. No entanto as taxas de juros dessa linha de crédito são estipuladas em patamar punitivo, visando eliminar a tentação de que as instituições recorram desse mecanismo como modalidade operacional para captação

⁹⁶ Nos termos do Art. 10, inc. V da Lei 4.595/64, compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil realizar operações de redesconto e empréstimos a instituições financeiras bancárias.

⁹⁷ Nos termos do Art. 4, inc. XVII da Lei 4.595/64, que determina competir ao Conselho Monetário Nacional regulamentar as operações de redesconto, fixando limites, prazos e outras condições, as operações de redesconto e de empréstimo, efetuadas com quaisquer instituições financeiras públicas e privadas de natureza bancária, atualmente tal regramento encontra-se previsto na Res. CMN 2.494/02 e Circ. BCB 3.105/02.

⁹⁸ STUBER, Walter Douglas e FILIZZOLA, Henrique Bonjardim. O Redesconto Bancário. Revista de Direito Bancário, vol. 5, pp. 340-341.

de recursos⁹⁹. No segundo, há mecanismo que auxilia o direcionamento do crédito a determinados setores, por ser uma linha disponibilizada pelo Banco Central para que instituições financeiras descontem títulos ainda não vencidos de determinado segmento da economia, incentivando-o. Assim, a concessão de crédito para aquele segmento, garante às instituições financeiras concedentes do crédito o direito de descontar aqueles créditos, levando a diferença entre o valor do empréstimo e o valor do desconto estipulado pelo Banco Central do Brasil^{100/101}.

Assim, a venda de carteira de créditos a um veículo de securitização, mais precisamente, a cessão de créditos por uma instituição financeira, não se trata do instituto do redesconto. Esta operação é uma “perna” da operação de securitização, sem que configure uma operação de crédito para a uma instituição financeira, além de permitida expressamente pela Res. CMN 2.686/00¹⁰².

Dentre as operações de crédito bancário que poderão ser securitizadas, encontram-se os contratos de abertura de crédito em conta corrente, popularmente conhecidos como “cheque especial” ou contratos de crédito para capital de giro de empresas, ou ainda, os contratos de crédito consignado em folha de pagamentos¹⁰³ ou em benefícios previdenciários¹⁰⁴, dentre outros.

Nestes também seria possível incluir o financiamento concedido por meio de operações de cartão de crédito, dado o movimento de transformação das operadoras de cartão de crédito em instituições financeiras¹⁰⁵. Referido movimento buscava uma estrutura mais

⁹⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Bancos Centrais no Direito Comparado, p. 64.

¹⁰⁰ STUBER, Walter Douglas e FILIZZOLA, Henrique Bonjardim. O Redesconto Bancário. Revista de Direito Bancário, vol. 5, pp. 340-341.

¹⁰¹ Em pesquisa à regulamentação do Conselho Monetário Nacional essa segunda modalidade de redesconto encontra-se na Res. CMN 168/71, que regulava as espécies de redesconto, incluindo o empréstimo liquidez/redesconto liquidez. Fato curioso é que este não está presente na Res. CMN 1.008/85, revogadora da Res. CMN 168/71. Vale ressaltar que seguindo a cadeia de normas que sucederam à Res. CMN 1.008/85 encontra-se a Res. CMN 2.494/02 atualmente em vigor.

¹⁰² A Cessão de Crédito por instituições financeiras será tratada com maior profundidade no item 4.3.1.

¹⁰³ Para funcionários contratados sob o regime da CLT, a Lei 10.820/03, traz regras referentes à contratação de empréstimos consignados em folhas de pagamento. Para funcionários públicos, tais contratações observam regimentos específicos da unidade política empregadora.

¹⁰⁴ Nos termos do Art. 6º da Lei 10.820/03, que autorizou a consignação de empréstimos em benefícios de beneficiários do INSS, a IN INSS 28/08, com as alterações trazidas pela IN INSS 39/09, estabelece critérios e procedimentos operacionais para a consignação de descontos para pagamento de empréstimos pessoal e cartão de crédito, contraídos pelos beneficiários da Previdência Social junto a instituições financeiras, dentre os critérios encontram-se os limites de comprometimento do benefício e sublimites por modalidade de operação de crédito.

¹⁰⁵ E isso seria um indício de justificativa para a migração de operadoras de cartão de crédito para instituições financeiras, referida acima, como por exemplo grandes operadoras de cartão de crédito, como American Express,

eficiente para concessão de financiamento das despesas com o cartão¹⁰⁶, pois sua estrutura original gerava discussões jurídicas não só quanto à forma de concessão, mas também quando aos encargos cobrados por não financeiras, principalmente em razão das taxas praticadas.

Em suma, é possível classificar o crédito concedido por instituições financeiras como gênero, que se subdivide em algumas espécies. Dentre as espécies, para a securitizações destacam-se como principais (i) créditos diretos sem vinculação ou destinação (abertura de crédito em conta, capital de giro, etc.)¹⁰⁷ e (ii) financiamento bancário, cuja destinação do crédito é estipulada contratualmente (financiamentos de imóveis, automóveis ou outros bens duráveis, financiamento universitário, financiamento de faturas de cartão de crédito etc.)¹⁰⁸. Assim, ambas as espécies de crédito poderão ser ativos subjacentes de operações de securitização, que inclusive encontram-se presentes na regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios¹⁰⁹.

4.1.3. As operações de crédito não bancário

A *contrario sensu*, todas as demais operações de crédito que não sejam originadas por instituições financeiras serão consideradas como operações de crédito não bancário. Em regra serão enquadradas nessa classificação as vendas a prazo suportadas pelo capital do próprio lojista ou fabricante, sem se valer do sistema financeiro, ainda que posteriormente possam fazê-lo por meio de desconto bancário.

cujo administrador é o Banco Bankpar S.A., Itaucard, cujo administrador é o Banco Itaucard S.A. e Ourocard, cujo contrato de adesão é firmado com o Banco do Brasil S.A. Vale ainda mencionar que existia certa dúvida no mercado financeiro sobre a possibilidade de instituições financeiras administrarem e emboçarem cartões de crédito, o que foi solucionado, originalmente, pelo Parecer de Orientação Denor nº 188 de 03/02/1998, que tratou da administração de cartão de crédito por instituição financeira - prestação dos serviços de emissão de cartões de crédito, cobrança de faturas e financiamento aos usuários.

¹⁰⁶ Eduardo Salomão relata que a administradora de cartão não se obriga a empenhar seus próprios recursos para financiamento das operações de seus clientes, porque pode se valer de empréstimos junto a Instituições Financeiras que no máximo os garante. Nesses empréstimos, a operadora de cartão de crédito figura como mandatária de seus clientes que efetivamente contraem o empréstimo. Relata, no entanto, que existe uma série de implicações para tal procedimento, inclusive discussão sobre a cláusula mandato ser questionada como abusiva com base no Código de Defesa do Consumidor, dentre outras como questões relativas às limitações para cobrança de juros (Direito Bancário, pp. 301 e 302).

¹⁰⁷ Inclusive, o que se verifica na prática é que muitos FIDCs que adquirem créditos bancários, os fazem por meio de aquisição desses créditos representados por cédulas de crédito bancário.

¹⁰⁸ Ficam de fora deste trabalho uma série de outros créditos concedidos no âmbito do sistema financeiro, como, por exemplo, operações de comprar, vender, leasing, adiantamento aos contratos de câmbio e outros.

¹⁰⁹ Cf. Art. 2º, inc. I da Instrução CVM 356/01.

Vale destacar que nessa modalidade de crédito também não serão consideradas operações de crédito originadas por correspondente bancário. Essas operações são realizadas por conta de uma instituição financeira e sob suas diretrizes, a qual assume inteira responsabilidade pelo atendimento prestado aos clientes¹¹⁰. Em resumo, estas últimas são operações contabilizadas como operação de crédito por uma instituição financeira e contabilizadas pelo lojista como prestação de serviço de correspondente, ainda que o correspondente seja o meio pelo qual o tomador acessa o crédito.

Também serão considerados créditos não bancários a operação de aquisição de créditos realizada por empresas de fomento mercantil ou “*factoring*”¹¹¹. Salienta-se que Res. CMN 2.144/95 deixou claro que é vedada a atuação dessas empresas realizando intermediação financeira nos termos das Leis 4.595/64 e 7.492/86¹¹². Assim, estas poderão realizar aquisição de créditos com capital próprio. Diante disso, para fins deste trabalho, será considerada como operação de crédito não bancário a aquisição de crédito realizado por empresa de fomento mercantil ou “*factoring*”, que poderá ser ativo subjacente de operações de securitização¹¹³.

Por fim, também serão considerados como créditos não bancários, utilizados como ativos subjacentes nas operações de securitização, aqueles listados na regulamentação dos principais veículos que serão tratados adiante, tais como os decorrentes de prestação de serviços, venda de mercadorias, operações de crédito para aquisição de bens de consumo, aluguéis, mensalidades escolares, transações com cartão de crédito administrados por não

¹¹⁰ Res. CMN 3.954/11 – “Art. 8º O contrato de correspondente pode ter por objeto as seguintes atividades de atendimento, visando ao fornecimento de produtos e serviços de responsabilidade da instituição contratante a seus clientes e usuários:

(...)

V - recepção e encaminhamento de propostas referentes a operações de crédito e de arrendamento mercantil de concessão da instituição contratante;”

¹¹¹ Cf. Art. 15, §1º, Inc. II da Lei 9.249/95.

¹¹² Res. CMN 2.144/95 – “Art. 1º Esclarecer que qualquer operação praticada “por empresa de fomento mercantil (“*factoring*”) que não se ajuste ao” “disposto no Art. 28, parágrafo 1º, alínea “c.4”, da Lei 8.981, de 20.01.95, e que caracterize operação privativa de instituição financeira, nos termos do art 17, da Lei 4.595/64, constitui ilícito administrativo (Lei 4.595/64) e criminal (Lei 7.492/86)”.

¹¹³ São exemplos de FIDC que atuam com esse tipo de crédito: FIDC Multisetorial Macro Fund LP; FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTISSETORIAL VALECREC LP; Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multisetorial Silverado Maximum, dentre outros, existindo, inclusive uma classificação específica pela Anbima para esses fundos, qual seja: “FIDC Fomento Mercantil”, para aqueles que possuem direitos a receber de “Factoring”.

financeiras, desde que não sejam convertidos em operação de crédito por atraso no pagamento¹¹⁴, e daí por diante.

4.1.4. Outros ativos subjacentes das operações de securitização

Além das operações de crédito bancário e não bancário, especificadas acima, existem outros que, em sua origem, são muito mais direitos securitizáveis do que créditos propriamente ditos, mas que pela possibilidade de conversão em dinheiro e expectativa de sua antecipação no tempo, podem ser considerados como crédito. A diferença entre os créditos não bancários ou bancários e estes outros direitos securitizáveis está em sua mensuração. Nos primeiros o valor é certo, já foi entregue ao devedor ou a terceiro por conta do devedor. Neste último, o valor nem sempre é facilmente mensurável, podendo ser mera expectativa receber determinada quantia, como por exemplo: “quanto vale um direito de propriedade intelectual?” ou “quanto vale o direito de explorar certo mineral?”.

Alguns desses ativos subjacentes listados pela doutrina são os direitos de propriedade intelectual, de propriedade comercial, de extração de produtos, televisivos ou desportivos, royalties de franquias, licença de uso de marcas, bilhetes de transporte ou esportes dentre outros¹¹⁵.

No Brasil, especificamente, houve a discussão sobre a securitização de royalties de petróleo. Essa é trazida ao trabalho por conta da questão do risco de falhas na constituição do negócio jurídico subjacente. De todo modo, o cerne da discussão quanto à securitização de royalties do petróleo encontra-se no fato de que o beneficiário desse direito de crédito é o poder público, que deve respeitar certas limitações para realizar operações de créditos, mais especificamente tomar empréstimos. A lei de responsabilidade fiscal também traz certas limitações, como comprometimento de receitas que superem o mandato do governante que resolve antecipar receitas futuras originárias desses royalties de petróleo¹¹⁶.

¹¹⁴ Como visto, as administradoras de cartões de crédito não financeiras, em caso de atraso no pagamento das faturas, realizavam uma operação de crédito em nome dos titulares do cartão junto a uma instituição financeira, valendo-se de cláusula mandato inserida em contrato firmado com o titular do cartão.

¹¹⁵ SILVA, João Calvão da. Titularização de Créditos. p.15.

¹¹⁶ SOUTO, Marcos Jurueña Villela e Rocha, Henrique Bastos. Securitização de Recebíveis de Royalties do Petróleo. In: Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 16, p. 81

Outro crédito exótico discutido junto à Comissão de Valores Mobiliários são os créditos decorrentes de direitos sobre atletas¹¹⁷.

4.1.5. Créditos Performados ou Não Performados

Superadas as diferenças entre os créditos bancários ou não bancários e outros ativos subjacentes indicados no subtítulo 4.1.4, acima, identifica-se outra classificação entre as espécies de crédito que poderão ser considerados como ativos subjacentes em estruturas de securitização: créditos performados e não performados.

A expressão performados ou não performados é uma figura de linguagem classificada como anglicismo, já que se origina na palavra “*performance*”, traduzidas como desempenho, efetuação, cumprimento, etc.

Conforme comentado, o negócio jurídico subjacente nas operações de securitização poderá ser um negócio constituído por dois núcleos, ou seja, uma obrigação que origina um crédito e o crédito propriamente dito.

A obrigação que origina o crédito pode ser uma obrigação já cumprida ou uma obrigação futura. Isso significa, respectivamente, uma obrigação já performada e uma obrigação não performada. Embora se diga que o crédito é performado ou não performado, em verdade, o que se pretende dizer é: (i) se a obrigação que gera o crédito foi adimplida, será um crédito performado ou (ii) se tratar de obrigação de adimplemento futuro, será crédito não performado. Nesse último caso não há propriamente um direito sobre um crédito já constituído, mas uma expectativa de adimplemento de uma obrigação que dará direito a um crédito futuro.

Nesse sentido, foi difícil localizar publicações que abordam especificamente o tema, mas foi possível identificar uma que define que: “*direitos creditórios, podem ser*

¹¹⁷ Cf. Processo Administrativo CVM RJ2009/9811. Nesse processo administrativo entendeu-se que não se tratavam de direitos creditórios para fins dos fundos regulados pela Instrução CVM 409/04 e Instrução CVM 356/01, podendo ser considerados como tais para fins da Instrução CVM 444/06 e para composição da carteira de Fundos de Investimento em Participações.

classificados como performedo, quando o negócio já se concretizou, ou não performedo, no qual há mera expectativa de direito”¹¹⁸.

Quanto à diferenciação entre direitos creditórios performedos ou não performedos, também é possível identificar a classificação dos não performedos como créditos futuros, quando há a cessão para um veículo de um crédito que embute uma contraprestação pela entrega futura de produtos ou serviços, enquanto nos performedos já existe uma obrigação de pagamento pelo devedor desvinculada de qualquer conduta do credor¹¹⁹.

É importante, no entanto, demonstrar que não é qualquer tipo de direito que é considerado como passível de ser securitizado, como foi o caso do direito de ação. O colegiado da Comissão de Valores Mobiliários não acatou a utilização do direito de ação para constituição de fundos de investimento em direitos creditórios¹²⁰, salvo se houvesse caução do originador do crédito e restrição de público alvo para investidores com conhecimento e capacidade suficientes para suportar perdas¹²¹.

Mesmo que o direito de ação fosse considerado expectativa de direito, tal definição se enquadraria na classificação de direitos creditórios, mas a manifestação do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários entendeu que o conceito de direito creditório deveria considerar crédito ou título representativo de crédito¹²². Assim, constatou que o direito de ação não possui natureza de direito creditório, podendo descaracterizar o próprio fundo de investimento em direitos creditórios, naquele caso, veículo de securitização que seria utilizado em tal operação.

Posteriormente a referida decisão, conforme orientação de seu colegiado, a Comissão de Valores Mobiliários colocou em audiência pública a minuta de instrução que resultou na criação do fundo de investimento em direitos creditórios não padronizados¹²³. Estes admitem

¹¹⁸ PINTO, Ronaldo Nogueira Martins. A Securitização dos Recebíveis Oriundos de Ações Judiciais e outras Formas. In: Revista de Direito Privado, vol. 17, p. 179.

¹¹⁹ TRINDADE, Marcelo Fernandez. PROCESSO CVM RJ 2004/6913, p.2.

¹²⁰ Observa-se que essa decisão antecede a Instrução CVM 444/06, que criou os fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados.

¹²¹ PARENTE, Norma. PROCESSO CVM RJ 2004/5178

¹²² PARENTE, Norma. PROCESSO CVM RJ 2004/5178

¹²³ Vale ressaltar que em decisões do colegiado dos anos de 2004 e 2005 é possível identificar quantidade maior contemplando a definição de créditos não performedos, ou mais precisamente direitos creditórios não performedos, pois se tratavam das exceções à regra de direitos creditórios submetidas à apreciação das áreas técnicas e colegiado da CVM, como é possível identificar, a título de exemplo, nos processos RJ 2003/12942 e RJ 2003/12413 pedidos de registros de fundos de investimento em direitos creditórios de companhias de energia elétrica para aquisição de créditos não performedos.

expressamente em sua carteira a manutenção de direitos creditórios não performados, dentre outros.

A minuta de instrução colocada em audiência pública também foi resultado de recomendação do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários à área técnica para que elaborasse minuta de normativo que atendesse o recebimento desses direitos creditórios exóticos, tais quais os não performados. O objetivo era avaliar a inclusão de direitos creditórios que não se enquadravam exatamente nos contemplados na regulamentação em vigor até aquele momento¹²⁴.

Na decisão que recomendou à área técnica a elaboração de minuta de norma encontra-se o reconhecimento como direito creditório do “produto do adimplemento de contratos de parcelamentos de tributos com entes públicos”, com objetivo de que fossem passíveis de utilização para constituição de um fundo de investimento em direitos creditórios. Tal decisão faz terminar este subtítulo não só com a classificação de créditos performados e não performados, mas também com uma terceira subclassificação para esses créditos, que seriam os créditos exóticos, que eventualmente comporão a carteira de veículos específicos de securitização.

A Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, voltou a abordar a questão dos direitos creditórios não performados quando da divulgação do edital de audiência pública nº 4/2006, que tratava da regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados. A norma a ser editada tinha como finalidade permitir, mediante a adoção das salvaguardas consideradas cabíveis, que referidos fundos adquirissem créditos ainda não constituídos ou condicionais (no caso os direitos creditórios não performados, mas não se limitando a estes) ainda não previstos na então regulamentação vigente¹²⁵.

Quanto aos créditos não performados, vale dizer que: *“se o crédito condicional foi cedido, o cessionário passa a ser o titular de direito expectativo em lugar do cedente. Se a condição se realiza, nasce-lhe o crédito expectado, de modo que o cedente, em tais circunstâncias teve apenas o direito expectativo – nunca foi credor”*¹²⁶. Com base nessa explicação, parece relevante levantar a questão, sob a ótica jurídica, acerca da existência do

¹²⁴ TRINDADE, Marcelo Fernandez. PROCESSO CVM RJ 2005/739, p.5.

¹²⁵ EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 04/2006, p.1.

¹²⁶ MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado de Direito Privado. Tomo IV, p. 144.

direito cedido na cessão dos créditos. Isso porque em regra, o cedente responsabiliza-se exclusivamente pela existência do crédito.

É bem verdade que a exemplo do que ocorre na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários sobre referidos créditos, estes podem somente ser objeto de sua aquisição por meio de um veículo específico, que são os fundos de investimento em direitos creditórios na modalidade não performado. No entanto, à luz da interpretação estritamente jurídica, referido veículo pode eventualmente não ter um direito se o objeto da prestação que geraria o direito não for executado. O credor desse veículo correrá o risco da performance, mais o risco do credor, ou seja, se não satisfeita a pretensão do credor do direito expectativo cedido, este não pagará e não poderá ser executado por isso.

Seria necessário primeiro fazer com que o cedente cumprisse sua obrigação, para que se constituísse o direito de crédito passando assim a existir. Somente depois de constituído o direito de crédito, se inadimplido, executá-lo, desde que o devedor seja devidamente notificado para constituí-lo em mora.

Vale lembrar que a Comissão de Valores Mobiliários, justamente por se tratarem de créditos mais arriscados, tornou obrigatório que estes fossem adquiridos exclusivamente por fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados, os quais podem ser adquiridos exclusivamente por investidores considerados “*super qualificados*”¹²⁷ ou fundos de investimento com esse mesmo perfil, tendo o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários determinado essa restrição face aos riscos existentes em tal investimento¹²⁸.

4.1.6. Garantias atreladas aos ativos subjacentes

Serão aceitas nos negócios jurídicos subjacentes quaisquer garantias admitidas em direito, sejam estas reais ou fidejussórias.

¹²⁷ Embora essa expressão não esteja ostensivamente prevista na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, nos termos do artigo 110-B da Instrução CVM 409/04, encontram-se os investidores qualificados que invistam em fundos destinados a investidores qualificados com investimento mínimo R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Estes, do ponto de vista prático, são os chamados “investidores super qualificados”

¹²⁸ Processo CVM Nº RJ2009/2034.

A garantia fidejussória será a derivada do contrato de fiança e a garantia real será qualquer uma dentre aquelas admitidas pela legislação, a saber, penhor, hipoteca e anticrese¹²⁹. Observação prática a ser colocada é que a anticrese, embora prevista na legislação em vigor, para fins de securitização não é muito usual. Em contrapartida, agrega-se como garantia a estas, na securitização, a alienação fiduciária, seja esta sobre bens móveis ou imóveis.

Quanto às garantias pessoais, além da fiança, os avais eventualmente apostos sobre os títulos também deverão ser tidos como garantias agregadas aos ativos subjacentes, considerando a mobilização de créditos representados por títulos de crédito.

Dentre as garantias reais, é comum a garantia hipotecária, ao menos no mercado de securitizações norte-americano. Exemplo disso se encontra na expressão “*Mortgage*” (*hipoteca*), presente da definição da operação “*mortgage backed securities*” que tem como base a emissão de valores mobiliários garantidos por direitos de crédito com garantia hipotecária¹³⁰. No entanto, embora a garantia hipotecária possa ser eficiente no mercado norte-americano, no Brasil a situação tomou outra conformação por não ser tão eficiente quanto lá.

Exemplo de eficiência da hipoteca encontra-se nos relatos relativos à crise de 2008. Verifica-se que esta teria iniciado no mercado imobiliário, após todas as ofertas de crédito para aquisição ou refinanciamento de imóveis. Os mutuários em grande parte viram-se incapazes de pagar as prestações, e dada a velocidade do sistema americano para excussão das hipotecas sobre os imóveis, estas garantias foram rapidamente executadas e os imóveis vendidos, o que acabou forçando uma baixa de preços¹³¹.

No Brasil as garantias hipotecárias não eram consideradas tão seguras quanto nos Estados Unidos da América. Assim, com a edição da Lei 9.514/97, passou-se a utilizar como garantia a alienação fiduciária sobre bens imóveis. Os argumentos que justificam isso estão na própria exposição de motivos do projeto de lei que precedeu à Lei 9.514/97. Este projeto de lei, de forma bastante sutil, traz dura crítica à garantia hipotecária utilizada até então, conforme segue:

¹²⁹ Rodrigues, Silvio, Direito Civil, Vol. 5 – Direito das Coisas, p. 333.

¹³⁰ CÂMARA, Paulo. A operação de titularização, in Titularização de Créditos, p.71.

¹³¹ CORDEIRO, António Menezes. Manual de Direito Bancário, p. 140.

“24. Pelo contrato de alienação fiduciária, consoante a definição contida na Lei 4.725/65 e no Decreto-Lei nº 911/69, constitui-se em favor do credor uma propriedade resolúvel sobre o imóvel objeto do financiamento, prevista sua obrigação de transferir a plena propriedade do imóvel ao devedor, uma vez que este tenha resgatado a totalidade da dívida. Enquanto não o tiver feito, o devedor estará investido apenas na posse do imóvel. Ao quitar integralmente a dívida, a propriedade plena lhe será transferida, bastando para tanto simples pedido de cancelamento da fidúcia.

25. Esta modalidade de contrato concilia a segurança e celeridade necessárias, superando as forma obsoletas de garantia, que tornam os negócios imobiliários demasiadamente lentos e onerosos, tolhendo o potencial de expansão do setor.”(grifo nosso)¹³²

Sobre o tema, Justino relata que:

“no Brasil, porém, ao ser introduzida a securitização sobre imóveis pela Lei 9514/97, o lastro dos títulos mobiliários passou a advir da alienação fiduciária de imóveis e não da garantia hipotecária. Neste ponto é que se apresenta original a securitização brasileira, pois a transferência fiduciária da propriedade imobiliária não é a garantia existente nos demais países.”¹³³

Ainda referente à alienação fiduciária de imóveis, Justino lembra que referida lei criou um sistema de excussão de garantia mais célere, conforme segue:

“(...) sistema de execução extrajudicial da garantia fiduciária extremamente expedito, nos artigos 22 a 33, permitindo uma rapidíssima execução, em cujo segundo leilão o imóvel será alienado por qualquer valor, desde que igual ou superior ao valor da dívida em aberto, em tal caso considerando extinta a dívida do devedor fiduciante. Fecha-se assim o círculo criado para proteção do crédito do investidor adquirente dos títulos mobiliários, tanto contra a eventual insolvência da companhia securitizadora, quanto em relação ao eventual inadimplemento do adquirente da unidade imobiliária, tudo por meio da execução extrajudicial.”

¹³² Mensagem do Poder Executivo nº 670 (E.M. Interministerial nº32/MPO-MF), in Diário da Câmara dos Deputados, 12 de junho de 1997.

¹³³ BEZERRA FILHO, Manoel Justino. Da Fidúcia à Securitização, p. 135.

Outra garantia identificada na doutrina e na lei é o penhor de veículos automotores, que foi admitido pelo Código Civil Brasileiro de 2002, permitindo a oferta em garantia de veículos automotores empregados em qualquer espécie ou condução¹³⁴. No entanto, referida garantia é bastante incomum dentre os fundos de investimento em direitos creditórios, que atuam na aquisição de créditos decorrentes de financiamentos de veículos¹³⁵. Estes, em regra, também se utilizam da alienação fiduciária, por ser prática comum entre as instituições financeiras que atuam no ramo de financiamento de veículos automotores.

E a utilização da alienação fiduciária ao invés do penhor de veículos automotores também se justifica pela celeridade e segurança no processo de excussão da garantia. Verçosa traz duas justificativas para referido instituto, sendo: (i) a eficácia do instituto veio a atender o desenvolvimento da indústria de veículos automotores¹³⁶ e (ii) o sistema de alienação fiduciária fortalecia as financeiras que atuavam no ramo de financiamento de veículos, substituindo processos utilizados até aquele momento¹³⁷.

Quanto às características gerais das garantias, e seguindo a linha do último capítulo deste trabalho, os negócios de garantia não tem existência independente, ou seja, sempre pressupõem a existência de outro negócio, chamado principal. Nesse contexto, será formado um negócio jurídico coligado¹³⁸, entre o negócio jurídico subjacente que dará origem à securitização e a garantia a este vinculada.

4.1.6.1. Risco na constituição e registro das garantias

O principal ponto verificado quanto à constituição das garantias está no registro. Sobre esse ponto não há muito a dizer, o que não o desqualifica como um ponto de atenção na medida em que a ausência do registro faz com que esta não tenha eficácia perante terceiros, o

¹³⁴ Rodrigues, Sílvio. Direito Civil. Vol. 5 – Direito das Coisas, p. 365.

¹³⁵ Constatam dos prospectos de oferta, disponíveis no site da comissão de valores mobiliários, dos seguintes FIDCs a previsão de alienação fiduciária de veículos: FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS OMNI VEÍCULOS – VI; ABN AMRO REAL FIDC AYMORÉ FINANCIAMENTO E ARRENDAMENTO MERCANTIL (LEASING) DE VEÍCULOS; BV FINANCEIRA - FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS IV; BVFINANCEIRA-FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS III e outros por amostragem. Utilizando os mesmos critérios de pesquisa não identificamos FIDCs que utilizam penhor de automóveis como garantia.

¹³⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Direito Comercial – Contratos Empresariais em Espécie, vol. 5, p. 60, nota 30.

¹³⁷ Ibidem. p. 61.

¹³⁸ GOMES, Orlando. Introdução ao Direito Civil, ed. 19ª, p 326.

que poderá eventualmente prejudicar sua excussão, principalmente se o devedor no negócio jurídico subjacente vier a comprometer seu patrimônio. Nesse caso, terceiros poderão tentar lançar mão do bem dado em garantia. Isso também será importante caso o devedor seja pessoa jurídica, principalmente em caso de quebra, dada a ordem dos créditos na falência, já que o credor poderá perder o direito de ser considerado como credor com garantia real, ou seja, o segundo na classificação de credores, podendo ser considerado mero credor quirografário, ou seja, o último da lista¹³⁹.

4.1.7. Outros aspectos jurídicos relevantes do negócio jurídico subjacente

Abordada brevemente acima, a limitação de juros em mútuos à taxa em vigor para mora de impostos devidos à Fazenda Nacional, (artigos 406 e 591 do Código Civil de 2002) não se aplicaria às operações com instituições financeiras por força da interpretação cristalizada na Súmula 596 do STF. Assim, no caso dos financiamentos a usuários de cartão de crédito, com recursos de instituições financeiras, seria aceitável a cobrança de juros superiores ao limite do Código Civil de 2002¹⁴⁰. Como visto, os recebíveis de cartões de crédito podem ser considerados ativos subjacentes de operações de securitização. O ponto de atenção com relação a esse tipo de recebível será então o mesmo apresentado para os créditos originados por instituições financeiras, ou seja, se poderá manter o mesmo patamar de juros cobrados enquanto a operação estava registrada na instituição financeira, sem prejuízo às questões de vício do produto já tratadas anteriormente.

Ponto de atenção quanto aos ativos subjacentes originados por instituição financeira decorre da necessidade de conciliação entre prazos dos empréstimos concedidos e eventuais pré-pagamentos, já que pré-pagamentos podem acarretar o desencaixe de recursos

¹³⁹ Recuperação judicial. Adiantamento de Contrato de Câmbio (ACC). Crédito não sujeito à recuperação judicial. Disposição expressa de lei. Artigos 49, §4º e 86, II da Lei 11.101/05. Desnecessidade, na atual fase do processo, de retorno da quantia para que o banco peça ao magistrado a restituição. Precedente do C. STJ. Recuperação judicial. Contrato de mútuo com emissão de cédula de crédito bancário e garantia de alienação fiduciária sobre recebíveis da devedora. Inexistência de registro, de natureza constitutiva, da garantia junto ao RTD. Garantia real ineficaz frente à coletividade de credores, consoante pacífico e sumulado entendimento da Câmara Reservada à Falência e Recuperação Judicial. Inocorrência de preclusão ou de coisa julgada, uma vez que o crédito fora inicialmente excluído da moratória sem análise da questão da ineficácia da garantia real da propriedade fiduciária. Correta a determinação de inclusão do crédito do banco agravante na recuperação judicial. Recurso parcialmente provido. (Agravado de Instrumento 02368756820128260000 – Estrela D'Oeste – 1ª Câmara Reservada de Direito Empresarial – Relator Francisco Loureiro – 21/05/2013 – Votação Unânime – Voto nº 19021) - BOLETIM DE DIREITO EMPRESARIAL nº 6 – 2013- TRIBUNAL DE JUSTIÇA DO ESTADO DE SÃO PAULO - PRESIDÊNCIA DE DIREITO PRIVADO

¹⁴⁰ SALOMÃO NETO, Eduardo. Direito Bancário, p.302.

(descasamento entre a remuneração recebida e a remuneração prometida, nos casos de captação de recursos remunerada)¹⁴¹. Se essas operações de crédito forem transferidas para um veículo de securitização, o investidor deverá considerar o risco decorrente desses pré-pagamentos e eventuais falhas na remuneração esperada.

Embora essa questão pareça muito mais de administração de fluxos de recebíveis, sob a ótica jurídica pondera-se que:

*“se, querendo o devedor solver a dívida antecipadamente, já de pagar, conforme foi convencionado, os juros até que se esgote o período, ou até que se chegue ao termo do empréstimo, não mais se trata de crédito de juros, mas sim de crédito de indenização ao credor pela perda dos juros, com que contava”*¹⁴².

Diante disso, não é possível afastar essa questão sob a ótica jurídica também.

Também se entende necessário considerar que, mesmo nas situações em que os atos jurídicos formadores do negócio jurídico subjacente são perfeitamente formalizados, ainda é necessário considerar o risco de o Judiciário decidir de forma contrária ao fixado entre as partes. Por exemplo, como no caso de um certificado de recebíveis imobiliário baseado em recebíveis de locação de imóvel utilizado para fins hospitalares¹⁴³.

Outro caso, agora hipotético, para não deixar de tratar dos créditos rurais, seria uma sentença judicial reconhecendo que o agricultor deixe de entregar sua produção ao adquirente, que antecipadamente adquiriu a totalidade da safra desse produtor, financiando a produção, pois o preço da commodity veio a ser posteriormente majorado no mercado. Discute-se se tal decisão estaria gerando insegurança jurídica, pois estaria deixando de fazer valer um negócio jurídico previamente pactuado, negócio este que pode ter servido de lastro para a emissão de um título que aglutinado a outros e que gerou um título circulável. Quem ousaria dizer que

¹⁴¹ FRANCO, Vera Helena de Mello. Mercado Financeiro e Mercado de Capitais. Especificidades. A Intermediação e a Desintermediação (os novos produtos) . In: Revista Forense, vol. 399, p.538.

¹⁴² MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado de Direito Privado. Tomo XXIV. p 35.

¹⁴³ Nota-se no processo 2001902-03.2013.8.26.0000 - Agravo de Instrumento, que eram partes um fundo imobiliário, proprietário do imóvel, tendo o imóvel sido locado para fins hospitalares. Em referido agravo verifica-se que a revisão do aluguel pago, com valor estipulado provisoriamente pelo juiz baseou-se em laudos apresentados por locador e locatário. No entanto, a dúvida que surge nesse tipo de situação é se o fato de o imóvel ser utilizado para fins hospitalares, no caso um hospital infantil, se isso poderia interferir no posicionamento judicial, influenciando, inclusive na remuneração dos “investidores”.

não se estaria diante de um risco puramente jurídico, que de modo unilateral fez nascer um problema econômico para os investidores, mas originou-se de uma questão jurídica.

Esses dois exemplos de riscos jurídicos decorrentes de decisões judiciais estão intimamente relacionados aos riscos assumidos por investidores. Em uma leitura dessas situações poderá até se chegar à conclusão de que são decisões justas. No entanto, os adquirentes dos títulos securitizados, nesses casos, podem ter como objetivo acumular poupança para as mais diversas razões, como será possível identificar no capítulo relativo aos investidores. Dúvida que surge é se esse risco legal seria possível de ser mensurado economicamente, uma vez que o operador do direito o tenha identificado.

Em se tratando de riscos possíveis ou não de serem identificados pelo operador do direito, destaca-se outro ponto de atenção com relação aos ativos subjacentes, ou seja, a formação do negócio que precede à securitização. Em determinado prospecto de distribuição pública de certificado de recebíveis imobiliário¹⁴⁴ de determinada securitizadora de créditos, foi possível identificar que uma subsidiária integral de uma empresa de capital misto (em destaque na capa do prospecto) celebrou “Instrumento Particular de Promessa de Compra e Venda de Imóveis” com o fundo de investimento imobiliário. O montante decorrente desta negociação deveria ser pago no prazo de 10 anos e cuja efetivação estaria sujeita a diversas condições. A vendedora, por sua vez, negociou a locação das unidades vendidas com o fundo de investimento imobiliário, também pelo período de 10 anos. Com base nesses alugueres emitiram-se cédulas de crédito imobiliário - CCIs, representando os créditos. Fundados nessas CCIs foram emitidos os certificados de recebíveis imobiliários - CRIs.

Traz-se essa estrutura ao trabalho, pois um potencial risco legal da operação não identificado no prospecto era o fato de que a alienante era constituída sob a forma de entidade de administração indireta do Governo Federal. Assim, a venda de unidades ao fundo de investimento imobiliário deveria atender às regras específicas de licitação/leilão em vigor e a ela aplicáveis. No entanto, a alienação daquelas unidades ao fundo de investimento imobiliário, ainda que a própria alienante do imóvel fosse sua principal cotista, não observou tal requisito, o que eventualmente poderia ser questionado, sem que o investidor atento

¹⁴⁴ O mencionado prospecto encontra-se disponível do site da Securitizadora de Créditos, mas não foi possível localizá-lo no site da Comissão de Valores Mobiliário. Por essa razão, embora público, para fins de registro neste trabalho optou-se por suprimir os nomes, deixando apenas como exemplo de operação de securitização.

pudesse identificar referido risco de ordem legal, prejudicando toda a cadeia de negócios jurídicos que sucederam aquele evento.

4.2. Originadores de créditos financeiros e não financeiros

Em linhas gerais, originadores de crédito serão todos aqueles que de algum modo concedem créditos (sejam financeiros ou não financeiros), formam uma carteira de crédito e cedem tais créditos a um veículo de securitização.

O originador do crédito, nesse sentido, poderá ser qualquer empresa que atue nos ramos de atividades geradoras de créditos, cujos créditos sejam admitidos pela regulamentação para compor a carteira do veículo.

Assim, o originador poderá ser um vendedor, de varejo ou atacado, de bens duráveis, não duráveis ou de consumo, de bens móveis ou imóveis, desde que receba a prazo o valor de suas vendas.

Poderão ser prestadores de serviços, sejam estes de forma individual ou de prestação continuada, podendo inclusive fazer parte desses serviços os prestados por meio de concessão do poder público.

Do mesmo modo o originador pode ser uma empresa de *factoring*, que adquire créditos de vendedores e prestadores de serviços, reunindo-os em uma carteira.

Não podendo esquecer-se das próprias instituições financeiras, na qualidade de concedentes de crédito, em suas mais diversas modalidades.

Enfim, são infindáveis os possíveis originadores de crédito, desde que os créditos caibam na regulamentação para aquisição pelos veículos de securitização.

4.2.1. Risco na origem ou na constituição do crédito.

No Brasil existem situações sensíveis ao risco de formalização ou *originação* do crédito, embora aparentemente de forma não tão grave quanto aos problemas ocorridos nos

Estados Unidos da América, identificados na crise de 2008. No entanto, parecem ser pontos de atenção como possíveis situações de vulnerabilidade, como o que ocorreu nos Estados Unidos da América com os créditos que ficaram conhecidos como “NINJA”¹⁴⁵. Tratava-se de um tipo de crédito *subprime* concedido a tomadores que não possuíam meios de comprovar renda, nem emprego e nem bens. (No Income, No Job, and No Assets - NINJA).

Para fins de contextualização, as hipotecas *subprime* foram uma inovação financeira que proporcionava oportunidades de aquisição de imóveis nos Estados Unidos da América por mutuários de maior risco, pelos fatores acima mencionados, resultando no aumento do preço dos imóveis¹⁴⁶ (aumento do crédito, que resultou em aumento na demanda por imóveis, resultando no aumento do preço dos imóveis, gerando a “bolha”). As hipotecas *subprime* eram financiadas meio de securitizações, com *tranches* muitas vezes vendidas em CDOs. Tranches de CDOs eram muitas vezes compradas por valor de mercado em veículos não obrigados a registrá-los pelo valor de mercado e fundos de investimento. Risco *subprime* adicional foi criado com as garantias via derivativos¹⁴⁷. O conjunto de veículos não obrigados a registrar esses ativos pelo valor de mercado, combinado com operações de derivativos e securitizações, somados ao crescimento do REPO (operações compromissadas) constituem o que veio a ser conhecido como o “*Shadow Banking System*”¹⁴⁸. Quando os preços dos imóveis nos Estados Unidos da América deixaram de subir conforme esperado, esta cadeia de valores mobiliários decorrentes das securitizações (combinada às operações de derivativos e veículos desobrigados a marcar a mercado seus ativos) não podia ser alcançada pela maioria dos investidores ou contrapartes no sistema financeiro. A falta de informações para determinar a localização exata e o tamanho dos riscos¹⁴⁹, gerou certa insegurança, também considerada como fator determinante para a crise do *subprime*.

No Brasil há a figura do correspondente bancário, não exatamente compreendido no “*Shadow Banking System*”, pode ser uma empresa não regulada pelo Banco Central do Brasil. Como exemplo, um correspondente bancário poderá ser (i) uma construtora que em seu estande imobiliário de lançamento de empreendimento ou (ii) uma concessionária de veículos capte propostas de financiamento. Embora os correspondentes, tais como as construtoras e concessionárias, não se submetam à regulamentação do Conselho Monetário

¹⁴⁵ DAS, Satyajit. *Extreme Money*, p. 2.

¹⁴⁶ GORTON, Gary. *The Subprime Panic*, p.1.

¹⁴⁷ Ibidem.

¹⁴⁸ Ibidem.

¹⁴⁹ Ibidem.

Nacional e Banco Central do Brasil, a atividade de correspondente bancário é uma atividade regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional e fiscalizada Banco Central do Brasil, e ainda possui a chancela da instituição financeira contratante ali representada.

No entanto, é necessário que os correspondentes na qualidade de representantes das instituições financeiras, ao receber propostas de financiamentos transfiram a totalidade das informações necessárias para uma correta avaliação desse crédito. É imperativo que estes não retenham qualquer informação obtida para avaliação do crédito, evitando assim gerar assimetrias informacionais¹⁵⁰ entre os correspondentes que estarão no trato direto com o proponente, coletarão as informações e terão interesse na concessão do crédito e a instituição financeira que realizará a análise do crédito.

Na medida em que a instituição financeira não está presente no trato direto com o proponente ao crédito e confia nas informações coletadas pelo próprio vendedor do bem a ser financiado (cadastro do tomador e condições do bem dado como garantia da operação), estas podem estar sujeitas a manipulação. O vendedor do bem, no trato diário, poderá perceber em quais situações o crédito é ou não concedido pelo agente financeiro. Agindo em situação de conflito de interesses ou risco moral poderá manipular a informação encaminhada, dando “dicas” ao tomador do crédito sobre o preenchimento da proposta. Vale lembrar que o vendedor que acumula a função de correspondente tem interesse em vender e muitas vezes também é recebe uma “comissão” enquanto correspondente, estando pouco preocupado com a solvência do devedor, relativamente ao crédito concedido pela instituição financeira.

Nesse caso, a instituição financeira por traz da operação de crédito deve possuir métodos próprios de avaliação de crédito, que poderá capturar eventuais desvios nas informações. Em regra, estas possuem metodologias estruturadas para avaliação de crédito, análise cadastral e confirmação de referências das informações prestadas, assim como limitadores de endividamento, evitando comprometimento da capacidade financeira do tomador. Em resumo, se capturado o desvio, a instituição financeira deverá apenar o correspondente. Caso não capture o desvio, o crédito poderá ser concedido, maculando eventual carteira de crédito que poderá vir a ser cedida a um veículo de securitização.

¹⁵⁰ Sobre assimetrias informacionais Cf.: AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism. The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, Nº. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500.

Os originadores dos créditos, no entanto, também poderão ser os agentes do comércio, que eventualmente não possuam métodos tão precisos para avaliação de crédito de seus clientes, mas têm como foco principal a venda de seus produtos (no caso a venda parcelada). A capacidade para avaliação do crédito poderá ficar ainda mais comprometida à medida que o originador previamente souber que transferirá tais créditos a terceiros, no caso um veículo de securitização, mesmo com um desconto. O risco ainda será maior se não responder pelos os créditos cedidos, mas tão somente por sua existência.

O mesmo poderá ocorrer em créditos originados por bancos, que na prática constituem carteiras de crédito e as cedem para se recapitalizar e gerar novas carteiras de créditos, e assim sucessivamente. Embora na prática tal atuação possa configurar gestão temerária de instituição financeira, como o risco de inadimplemento da carteira não ficará alocado na instituição concedente do crédito, há certa falta de incentivo para que se faça uma análise criteriosa do crédito.

Sem prejuízo do que já foi dito acima, que também se encaixa o risco da *originação*, quando se tratar de crédito imobiliário. Por exemplo: a compra e venda de imóvel não registrada ou com vícios de representação, que inicia toda a operação de securitização, poderá eventualmente contaminar o credor final do crédito securitizado. Nesse caso, a responsabilidade do cedente de um aluguel com base em referido imóvel estará limitada à origem e boa formalização do crédito cedido nessa condição e o credor final de uma operação de securitização poderia ser prejudicado.

Em um contrato de financiamento de bens (em um exemplo hipotético, venda de aparelhos de telefonia celular à prestação), suponha que o vendedor, considerando que os aparelhos e seus componentes frequentemente são importados, resolva atrelar a venda a prazo ao consumidor final à correção por moeda estrangeira. O Decreto Lei 857/69 prevê em seu Artigo 1º que são nulos de pleno direito os contratos, títulos e quaisquer documentos, bem como as obrigações que, exequíveis no Brasil, estipulem pagamento em ouro, em moeda estrangeira, ou, por alguma forma, restrinjam ou recusem, nos seus efeitos, o curso legal do Real (o normativo originalmente remete ao Cruzeiro, moeda em curso forçado à época). Assim, mais uma vez poderá ter ocorrido um vício na origem de um crédito cedido a um veículo de securitização.

Tais créditos existirão, limitando assim a responsabilidade do cedente, porém, serão inexecutáveis, pois estão eivados de vícios legais. Considerando que a venda dos aparelhos financiada é realizada por meio de instrumento de adesão padronizado, para todas as operações, o ônus para avaliação de tal documento não seria grande e compensaria o impacto gerado pelo inadimplemento do contrato com base na irregularidade da formalização do empréstimo. Isso se tiver sido utilizado o mesmo modelo de contrato padronizado para todas as operações eventualmente cedidas a um veículo de securitização.

Outro risco do negócio jurídico subjacente são as operações corrigidas com base no CDI, já que a Súmula 176 do STJ considera nulas as operações corrigidas por tal índice, conforme já abordado.

Adicionalmente, empréstimos gerados por empresas de cartão de crédito com juros superiores aos legalmente permitidos, quando a maioria destas ainda não era instituição financeira, havia um risco potencial intrínseco na operação que poderia certamente ser questionado. Esta observação é útil para chamar a atenção sobre outros riscos potencialmente intrínsecos, eventualmente aqui não identificados.

Nesse contexto, verifica-se que:

“a qualidade do ativo que servirá de lastro à emissão tem grande importância no processo de securitização, pois, em última análise, a emissão terá as mesmas características desse ativo, especialmente no que diz respeito a termo, rendimento e resgate. Vale salientar que quanto mais homogêneos os contratos/créditos cedidos, mais fácil será seu agrupamento para posterior securitização. É bem mais simples a cessão dos créditos ou contratos, no caso de contratos por adesão ou contratos-tipo: não há necessidade de análise de cada instrumento contratual individualmente para conhecer detalhes como possibilidade de cessão, necessidade de aprovação ou mera notificação.”¹⁵¹

Isso significa que nos exemplos mencionados acima, em sendo contrato de massa, eventual vício na formação do negócio subjacente seria facilmente identificável se utilizado um mesmo modelo de contrato.

¹⁵¹ CAMINHA, Uinie. Securitização. pp. 109-110.

No entanto, quando se está diante de uma securitização que tenha como base diversos negócios jurídicos não nascidos de uma espécie de contrato, isso poderá gerar um ônus maior.

É o que demonstra a Comissão de Valores Mobiliários em consulta realizada pela Anbid (atualmente Anbima) com relação à responsabilidade do custodiante sobre a avaliação dos créditos, no sentido de que:

“a análise de cada um dos créditos e seus lastros (operações ou negócios que lhe deram origem ou mesmo a autenticidade das assinaturas dos devedores em aceites, recibos de entrega ou cheques) seria impraticável, ou ao menos muitíssimo custosa, terminando por duplicar toda a estrutura de venda e análise de crédito do próprio originador-cedente, estrutura que, ademais, deve ser examinada pela agência de rating. Esse custo provavelmente eliminaria, ou reduziria muitíssimo, os benefícios da diversificação da carteira e da desintermediação do crédito obtido com a estruturação do FIDC.”¹⁵²

Seguindo esse entendimento, nos fundos em que houver significativa diversificação de devedores, a avaliação do risco jurídico incidente sobre os lastros da operação deveria ser feita, no mínimo, por amostragem pelo investidor, ao menos como medida prudencial.

No entanto, talvez fosse o caso de, também no mínimo, se estabelecer nesses casos houvesse uma garantia de que os instrumentos de formalização dos créditos relativos aos ativos subjacentes fossem analisados pelo estruturador, ainda que os devedores sejam pulverizados, a fim de se avaliar a existência de irregularidades no instrumento de massa que originou o crédito.

Vale destacar que as questões acima mencionadas, em última análise poderão atingir os últimos membros da cadeia do processo de securitização, que serão os investidores, e por sua vez serão impactados quanto ao retorno do seu capital investido.

¹⁵² Cf. Processo CVM RJ 2004/6913.

4.2.1.1. Créditos originados a partir de operações com o poder público

Deixando de lado o risco político, no tocante às securitizações de créditos decorrentes de operações com o poder público ou ao caráter de precariedade de determinadas concessões, inclusive decorrente de mudanças de governantes, alteração em políticas econômicas e até pressões populares, intrínsecos ao risco político, destacam-se abaixo alguns pontos que poderão gerar implicações ao processo de securitização. Tais situações poderão gerar risco aos credores, em razão de alegações de possíveis irregularidades ou invalidades nos atos praticados com o poder público.

Salienta-se que os pontos abaixo não visam esgotar o tema contratação com o poder público, mas tão somente indicar pontos de atenção, de necessário aprofundamento pelo operador do direito ao fazer sua análise específica, quanto ao processo de securitização em casos reais.

A primeira questão a ser apreciada consiste na discussão sobre a securitização de recebíveis de *royalties* do petróleo¹⁵³, em que são colocadas questões referentes à limitação pelo poder público para tomar crédito, mas principalmente, para fins de securitização, no que tange ao comprometimento de receitas. As operações com o poder público devem estar limitadas ao prazo dos mandatos dos governantes que vinculam receitas, sem que se possa comprometer o recebimento de receitas futuras e programas de atendimento a serem executados por futuros governos, evitando o conflito entre os mandatos dos governantes¹⁵⁴.

Analisando teoricamente, o ponto ora abordado dentro de uma operação de securitização, questiona-se se existirá a transparência e a diligência para que não seja utilizado um crédito ou direito comprometido pelo poder público que ultrapasse o mandato do governante, evitando que comprometam receitas futuras. E se o ponto não for observado, quem sofrerá os efeitos de um justificado inadimplemento (justificado sob a ótica estritamente legal) será o detentor do título, objeto da securitização. Vale aqui uma contraposição ao entendimento acima, no sentido de que, se essa limitação abranger inclusive investimentos de longíssimo prazo, como os de infraestrutura, tal regramento poderá ser mais prejudicial ao desenvolvimento do que benéfico, pois poderá comprometer o desenvolvimento de uma região, inibindo a geração inclusive de receitas em mandatos futuros.

¹⁵³ SOUTO, Marcos Juruen Villela e ROCHA, Henrique Bastos. Securitização de Recebíveis De Petróleo. RDB nº2, p. 61.

¹⁵⁴ Ibidem.

Nas concessões, além dos pontos já desenvolvidos (pp. 35 e ss.), identificam-se questões especificamente ligadas às concessões rodoviárias e de energia elétrica. Em securitizações de créditos de concessões rodoviárias seria possível identificar como garantia ações da própria concessionária, de titularidade de seus controladores. Ocorre que em muitos casos a transferência de ações de controladores de concessionárias pode resultar em quebra do contrato de concessão. Nesse contexto, o que seria uma garantia poderá gerar, por questões jurídicas, a impossibilidade de geração de recebíveis, em razão da quebra do contrato de concessão.

Nos casos de concessionárias de energia elétrica será necessária a avaliação de riscos de eventos naturais, os quais podem decorrer, inclusive, da interferência governamental, como é o caso de transposição de rios dentre outras. Isso, poderá eventualmente gerar uma batalha judicial bastante extensa, que dependerá de minuciosa avaliação jurídica.

Frisa-se que em fundos de investimento em direitos creditórios registrados na Comissão de Valores Mobiliários, foram identificados recebíveis tanto de praças de pedágio quanto de serviços de energia elétrica.

4.3. Veículos de securitização

Antes de começar a tratar dos veículos de securitização, propriamente, se faz importante mencionar que, em termos de risco, o investidor não correrá o risco de inadimplência do emissor do título ou valor mobiliário, ou seja, do veículo.

Nesse sentido, é importante esclarecer que, seja um fundo de investimento em direitos creditórios ou uma companhia securitizadora de créditos o emissor do título ou valor mobiliário, não haverá um projeto¹⁵⁵ para o qual serão destinados os recursos. No máximo, haverá um patrimônio segregado, diferente do que ocorre, em regra, quando da emissão de valores mobiliários de emissão de companhias, para os quais são realizados estudos de viabilidade econômica e financeira do empreendimento¹⁵⁶. No processo de securitização, o

¹⁵⁵ Esse tipo de operação difere de outras formas de captação de recursos no mercado de capitais em que esta fica vinculada ao desenvolvimento de um projeto ou expansão da atividade, por exemplo, um aumento de capital por meio e oferta pública de ações ou uma oferta de debêntures.

¹⁵⁶ Ao se constituir uma sociedade anônima por meio de subscrição Pública, o registro da emissão deverá ser instruído por meio, dentre outros documentos, por um estudo de viabilidade econômica e financeira do

investidor correrá o risco do inadimplemento em uma operação ou de um conjunto de operações de crédito. Nem o credor originário nem o devedor estão vinculados ao emissor do valor mobiliário, salvo pela transferência das posições contratuais e fluxo de recursos estabelecido entre o devedor do ativo subjacente e o emissor do valor mobiliário, para que honre as obrigações assumidas no título.

Em princípio identificam-se dois veículos macro que são utilizados como meio para a realização de operações de securitização. O primeiro desses veículos são as companhias securitizadoras de crédito, que se subdividirão em imobiliários, do agronegócio e financeiro. O segundo veículo são os fundos de investimento em direitos creditórios. Tais fundos, por sua vez, se subdividirão em outros dois veículos, que são o fundo de investimento em direitos creditórios e o fundo de investimento em direitos creditórios não padronizados. Cada um desses veículos emitirá uma espécie diferente de título ou cota de participação, que poderá ou não ser valor mobiliário, conforme o regime de oferta.

Identifica-se um terceiro veículo, não propriamente específico de securitização, mas que poderia ser considerado quando da emissão de determinado título, que são as próprias instituições financeiras enquanto emissoras de certificados de cédulas de crédito bancário¹⁵⁷.

4.3.1. Companhias securitizadoras de crédito financeiro

As companhias securitizadoras de crédito financeiro são as primeiras a darem sinal de existência na regulamentação. Sendo que sua existência está intrinsecamente ligada à possibilidade de instituições financeiras cederem créditos para entidades não integrantes do

empreendimento, conforme rege o artigo 82, §1º, “a” da Lei 6404/76 (Lei das Sociedades Anônimas). Vale também mencionar que embora a ICVM 400/03, que rege as ofertas públicas de valores mobiliários também preveja a figura do estudo de viabilidade, a realização de referido estudo, que nos termos do artigo 32 de referida norma determina que o pedido de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários deve ser instruído com estudo de viabilidade econômico-financeira da emissora quando: I - a oferta tenha por objeto a constituição da emissora; II - a emissora esteja em fase pré-operacional; ou III - os recursos captados na oferta sejam preponderantemente destinados a investimentos em atividades ainda não desenvolvidas pela emissora, prevê no item 3.7.1 do modelo de prospecto anexo à norma que o Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira é obrigatório nos casos indicados no Art. 32 desta Instrução e facultativo nas demais hipóteses; e deverá contemplar: (I) análise da demanda para as principais linhas de produto e/ou serviço da emissora, que represente uma percentagem substancial de seu volume global de receitas; (II) suprimento de matérias primas; e (III) retorno do investimento, expondo clara e objetivamente cada uma das premissas adotadas para a sua elaboração.

¹⁵⁷ *Lei Federal 10931/2004. “Art. 43. As instituições financeiras, nas condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, podem emitir título representativo das Cédulas de Crédito Bancário por elas mantidas em depósito, do qual constarão: (...)”*

sistema financeiro. Isso é possível depreender a partir do histórico das regras de cessão de créditos por instituições financeiras, as quais em sua evolução histórica passam a abordar de forma ostensiva a figura das securitizadoras de crédito financeiro.

Durante a vigência da Res. CMN 523/79, ou seja, de 1979 até 1990, a cessão de créditos por instituições financeiras¹⁵⁸, mais especificamente sociedades de crédito financiamento e investimento, somente era permitida para instituições financeiras de mesma natureza ou bancos comerciais.

Com a edição da Res. CMN 1.762/90, passou-se a permitir a cessão de créditos concedidos no âmbito do sistema financeiro para não integrantes do sistema, em situações específicas de recuperação financeira da instituição cedente¹⁵⁹. Verifica-se que em situação bastante específica, esta entidade não integrante do sistema financeiro ainda não aparecia como uma securitizadora de crédito, mas já dava sinais do início de sua existência como tal.

Dois anos após se inseriu na regulamentação a possibilidade de cessão de créditos para situações específicas de recuperação da cedente, ao editar a Res. CMN 1.962/90, passou-se a admitir a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamentos e de arrendamento mercantil para pessoas não integrantes do sistema financeiro nacional. Ainda que de forma excepcional, naquele momento essa operação dependeria de aprovação do Banco Central do Brasil¹⁶⁰, sem que existisse causa antecedente, como exigia a regulamentação anterior, o que seria um sinal um pouco mais evidente da existência de empresas que se interessavam pela aquisição desse tipo de crédito.

Posteriormente verifica-se, com base na Res. CMN 2.493/98, a possibilidade de cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil, contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário,

¹⁵⁸ Res. CMN 523/79 - “I - Admitir que as sociedades de crédito, financiamento e investimento possam ceder ou alienar a outras sociedades da mesma categoria e a bancos comerciais, através de instrumento de cessão de crédito ou de outra forma jurídica adequada, os créditos oriundos de suas operações de financiamento ao consumidor ou usuário final de bens e serviços.”

¹⁵⁹ Res. CMN 1.762/90 – “Art. 11. A cessão de créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamentos e de arrendamento mercantil, para pessoa não integrante do sistema financeiro nacional, poderá ser admitida, excepcionalmente e mediante autorização expressa, caso a caso, do banco central do Brasil, desde que vinculada à recuperação financeira da instituição cedente. (grifo nosso)”

¹⁶⁰ Res. CMN 1.962/92 – “Art. 11. A cessão de créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamentos e de arrendamento mercantil para pessoas não integrantes do sistema financeiro nacional pode ser admitida, excepcionalmente e mediante autorização, caso a caso, do Banco Central do Brasil.”

sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias para sociedades anônimas que tivessem por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos e contivessem em sua denominação a expressão "Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros"¹⁶¹.

A partir de referida norma as companhias securitizadoras de crédito financeiro, ainda que autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, por não se tratarem de instituições financeiras ou equiparadas, passam a aparecer de forma definitiva na regulamentação. Embora referidas companhias securitizadoras de crédito financeiro não sejam autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, a atividade de cessão de créditos por instituição financeira é atividade regulada, de modo que a fiscalização recai sobre a instituição financeira cedente.

Vale mencionar que no contexto das securitizações de crédito por meio de securitizadoras de crédito financeiro, a operação de securitização, diferentemente do que ocorre nas operações realizadas por outros veículos de securitização, não é exatamente um mecanismo de desintermediação financeira. Não obstante, terá como fim retirar do sistema financeiro créditos originalmente nele gerados, como fator de segregação de riscos ou mesmo como mecanismo de recapitalização da instituição financeira, tal qual em seu objetivo original previsto na Res. CMN 1.762/90. Assim sendo, de certo modo, pode ser considerada como meio de captação de recursos para capitalização de instituição financeira, pois em contrapartida da alienação de suas carteiras de crédito lhe serão transferidos recursos a vista, os quais poderão ser bastante úteis para continuar desenvolvendo suas atividades. Nesse contexto, a securitização de créditos financeiros seria um mecanismo de "alívio" do sistema financeiro.

¹⁶¹ Res. CMN 2.493/98 - "Art. 1º Autorizar a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos."

Parágrafo 1º A cessão de que trata este artigo somente pode ser realizada com sociedade anônima que:

I - contenha em sua denominação a expressão "Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros";

II - capte recursos exclusivamente pelos seguintes meios:

a) no País, por meio da emissão de debêntures para distribuição pública e de ações; b) no exterior, por meio da emissão de títulos e valores mobiliários, observadas a legislação e a regulamentação vigentes;

III - disponha, em seus estatutos e nos instrumentos de emissão de títulos e valores mobiliários, que, até o pagamento integral das obrigações representadas pelos títulos e valores mobiliários emitidos, fica vedada a prática dos seguintes atos:

a) transferência do controle; b) redução do capital, incorporação, fusão, cisão ou dissolução; c) cessão dos créditos, ou atribuição de qualquer direito sobre os mesmos, ao controlador ou a qualquer pessoa a ele ligada, em condições distintas das previstas nos instrumentos de emissão dos títulos ou valores mobiliários; IV - adquira créditos com cláusula de variação cambial exclusivamente com a utilização de recursos captados mediante emissão de títulos ou valores mobiliários no exterior.

Atualmente, encontra-se em vigor a Res. CMN 2.686/00, com a alteração realizada por meio da Res. CMN 2.836/01. Nela foram incluídas, dentre outras regras, a possibilidade de cessão para securitizadoras de crédito financeiro, de natureza imobiliária, originados por companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e pela Caixa Econômica Federal.¹⁶² Nessa alteração também foram incluídas restrições com relação a recompra de créditos a prazo e tratamento específico para alienação de créditos originários do setor público.

Conforme previsto no Relatório Anual de 2001 do Banco Central do Brasil, a possibilidade de cessão de créditos para empresas não integrantes do sistema financeiro nacional sem coobrigação, sem a autorização pelo Banco Central, tinha como objetivo ampliar a utilização da cessão de crédito para melhorar o gerenciamento dos ativos. Referido documento previa que a cessão de créditos só era permitida para instituições da mesma natureza, conforme já mencionado acima, ou para companhias securitizadoras cujo objeto exclusivo fosse aquisição de créditos. No entanto, ainda dependia de prévia autorização a cessão para pessoas físicas ou jurídicas controladoras, coligadas ou controladas, incluindo aquelas com dependências no exterior ou participação societária no País e exterior¹⁶³.

4.3.1.1. Breves Notas Sobre a Desintermediação Financeira

Em linhas gerais, pelas mais diversas razões, passa-se a ser necessário buscar fontes alternativas de financiamento que não sejam as instituições financeiras. Como pontua Yazbek:

“a rigor, a emissão de títulos de dívida destina-se a atender a necessidade de financiamento de médio e longo prazo, para os quais os bancos não preveem instrumentos adequados ou apenas fazem a um maior custo. Isso porque, nesses casos, além do spread bancário, (remuneração do banco, determinada pela diferença entre o custo de captação do dinheiro e o custo que se cobrará do beneficiário), os riscos também se mostram maiores,

¹⁶² Res. CMN 2.686/00 - Art. 1º Autorizar a cessão de créditos oriundos de operações praticadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e pela Caixa Econômica Federal a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos. (Redação dada pela Res. 2.836, de 30/05/2001.)

¹⁶³ Boletim do Banco Central do Brasil - Relatório Anual 2001, P.75 (Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/pec/boletim/banual2001/rel2001p.pdf>)

sobretudo ante as características da atividade bancária – que demanda, por exemplo, prazos mais curtos. Essa necessidade pode ser suprimida, então, pela emissão de obrigações.”¹⁶⁴

Assim, a atividade de desintermediação financeira surge como um conjunto operações efetuadas diretamente entre poupadores e tomadores, ou por meio de mecanismos financeiros não bancários, dentre as quais se encontra a securitização.

Nesse contexto, tal prática tem como finalidade ser mais uma forma de suprir a demanda de recursos para o financiamento de determinada atividade econômica.

As companhias abertas, por exemplo, que de certa forma são mecanismos para captação de recursos para desenvolvimento de atividade econômica sem a intermediação financeira, as quais existem antes mesmo da Lei 4.595/64, poderiam ser consideradas como mecanismos de desintermediação.

Estas acabam sendo um dos meios de captação de recursos fora do sistema financeiro, para o desenvolvimento de atividades economicamente viáveis. Captação esta que poderá ocorrer por meio de títulos de participação ou de dívida.

Vale mencionar que a constituição de uma S.A. no Brasil, originalmente, dependia de autorização governamental¹⁶⁵. O que até hoje ocorre, se uma companhia quiser negociar ativos no mercado de capitais na forma de valores mobiliários, realizando oferta pública de suas ações, sendo necessário demonstrar a viabilidade econômica da atividade que pretenda desenvolver¹⁶⁶. Isso por que:

“os valores mobiliários são, segundo uma frase usada por Comitês o Congresso em 1934 ‘uma mercadoria complicada’. Ainda que ninguém possa imaginar um sistema de capital privado sem eles, é um fato lamentável que sua natureza essencial converta em um

¹⁶⁴ YAZBEK, Otávio. Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais.

¹⁶⁵ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial, Vol. 3, p. 52.

¹⁶⁶ Lei das Sociedades Anônimas. “Art. 82. A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira.

§ 1º O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com:

a) o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento;
(...)”

instrumento idôneo, para qual gente de moral duvidosa possa abusar dos despreparados e dos crédulos.”¹⁶⁷

Apenas para ilustrar, além das securitizações também são consideradas como desintermediação financeira: operações em geral no mercado de capitais, venda a prazo pelo comércio com cheques “pré-datados” ou “pós-datados”, empresas de fomento mercantil ou *factoring* e operações de *project finance*¹⁶⁸. Algumas destas operações, por sua vez, também poderão ser ativo subjacente para as operações de securitização.

A título de exemplo, nas securitizações é possível identificar duas subclassificações para a desintermediação financeira, em que se colocam as operações no mercado de valores mobiliários, tradicionalmente conhecido, como sendo a desintermediação de primeiro grau e as securitizações, em uma fase mais elaborada do circuito econômico-financeiro, como de segundo grau¹⁶⁹.

4.3.2. Companhias securitizadoras de crédito imobiliário

As companhias securitizadoras de crédito imobiliários têm definição contemplada na Lei 9.514/97, como instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, as quais terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de certificados de recebíveis imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades, podendo, inclusive ser regulamentadas pelo Conselho Monetário Nacional¹⁷⁰.

Cumprе salientar que a mesma Res. CMN 2.686/00, mencionada acima, traz em sua ementa previsão de que: *“Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários”*.

¹⁶⁷ LOSS, Louis. O papel do Governo na proteção dos Investidores Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. n. 58, p. 71.

¹⁶⁸ PENTEADO JUNIOR, Cássio M. C. Desintermediação na oferta de crédito e o sistema financeiro. In: Revista de Direito Mercantil n. 106, p 154 e ss.

¹⁶⁹ CÂMARA, Paulo. A operação de Titularização, in Titularização de Créditos. pp 76 e 77.

¹⁷⁰ Lei 9514/97 – “Art. 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades. Parágrafo único. O Conselho Monetário Nacional - CMN poderá fixar condições para o funcionamento das companhias de que trata este artigo.”

No entanto, seu artigo 6º deixa claro que apenas parcelas de seus dispositivos se aplicam às securitizadoras de créditos imobiliários, quando se tratar de cessões de créditos imobiliários realizadas por instituições financeiras ¹⁷¹.

4.3.3. Companhias securitizadoras de crédito agrário

Sobre estas companhias, traz-se a informação relativa à de Lei 11.076/04, que por sua vez prevê, em linhas gerais, que companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio também são instituições não financeiras. Devem ser constituídas sob a forma de sociedade por ações e terão por finalidade (i) a aquisição e securitização desses direitos e (ii) a emissão e colocação de certificados de recebíveis do agronegócio no mercado financeiro e de capitais ¹⁷².

4.3.4. As companhias securitizadoras de crédito e os regimes fiduciários

Messineo explica que o patrimônio não deve ser entendido como um conjunto de objetos ou de coisas, mas sim por um conjunto de relações econômicas, ou seja, direitos e obrigações, e por consequência de elementos variáveis do ativo, mesmo que de realização futura, e do passivo, ambos de titularidade de um mesmo sujeito e vinculados entre si. Alerta que, assim como não se pode falar do patrimônio como objeto, posto que o patrimônio é constituído por direitos e obrigações, também não se pode conceber o patrimônio como um direito unitário. ¹⁷³ Complementa, prevendo que o patrimônio é um só para cada sujeito, posto que mesmo quando é mantido em separado, por questões de comodidade ou por questões

¹⁷¹ Res. CMN 2.686/00 – “Art. 6º O disposto no parágrafo 5º do Art. 1º e nos arts. 2º, 3º e 4º desta Resolução aplica-se às cessões de créditos imobiliários realizadas por instituições financeiras a companhias securitizadoras de créditos imobiliários, constituídas nos termos da Lei nº 9.514/97”.

¹⁷² Lei 11.076/04 – “Art. 38. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações e terão por finalidade a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado financeiro e de capitais.”

¹⁷³ MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial, Tradução Santiago Sentis Melendo, Tomo II, Doctrinas Generales, p. 261. - Texto Original: “adviértase que, así como no se puede hablar del patrimonio como objeto, puesto que el patrimonio está constituido por derechos (y obligaciones) y no por objetos, tampoco se puede concebir sobre el patrimonio un derecho unitario (salvo, en cuando a ciertos efectos, el caso del patrimonio como objeto de sucesión mortis causa a título universal: §§§17y 173); (...)”

administrativas, pela lei ele compreende uma massa única¹⁷⁴. No entanto, reconhece a existência de patrimônios segregados, no sentido de que mais de uma massa de bens, mesmo pertencendo a um mesmo indivíduo, podem ser separadas¹⁷⁵.

Isso funciona especificamente quando exercem função de garantia em relações com sujeitos de direitos, sendo que sua utilidade prática encontra-se na possibilidade de se reservar bens para determinado destino exclusivo ou finalidade, ou ainda, para se reservar determinados bens para um grupo de credores, tendo como consequência a exclusão desses credores de outros bens do devedor, podendo tais credores valer-se de tal condição apenas subsidiariamente¹⁷⁶.

Na mesma linha segue Mazeaud, quando diz que o patrimônio é um conjunto de obrigações de uma mesma pessoa¹⁷⁷. Mas ao mencionar as universalidades distintas de patrimônio de uma pessoa, menciona direitos das sucessões, regimes matrimoniais, direito marítimo e em direito comercial o fundo de comércio, fazendo, por fim, referência a noção de empresa, que reúne diversas atividades que concorrem para um mesmo fim, o que implica em admitir a existência de uma universalidade de bens mais ampla que o patrimônio¹⁷⁸.

¹⁷⁴ MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial, Tradução Santiago Sentis Melendo, Tomo II, Doctrinas Generales, p. 262. - Texto original: *“Por lo general, el patrimonio es uno solo para cada sujeto. No se conciben varias masas patrimoniales, teniendo como titular un sujeto, puesto que, aun cuando él la mantenga separadas, por razón de comodidad o por expediente administrativo, las mismas forman, a los ojos de la ley una masa única: así por ejemplo, en el caso de varias haciendas (individuales) pertenecientes a un mismo sujeto*

¹⁷⁵ MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial, Tradução Santiago Sentis Melendo, Tomo II, Doctrinas Generales, p. 262 - Texto Original: *“(…) Sin embargo, se habla de patrimonios separados (o de destino), precisamente en el sentido de que dos o más masas de bienes singulares, aun sin dejar de pertenecer al mismo sujeto, existen cada una de por sí. El problema del valor jurídico del patrimonio separado y de la respectiva disciplina jurídica interesa, especialmente en cuando ejerciten función de garantía, en las relaciones con los acreedores del sujeto, que es su titular, o función conservativa.”*

¹⁷⁶ MESSINEO, Francesco. Manual de Derecho Civil y Comercial, Tradução Santiago Sentis Melendo, Tomo II, Doctrinas Generales, p.263.

¹⁷⁷ MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon; e MAZEAUD, Jean. Lecciones de Derecho Civil, parte primeira, volume I, Tradução Luiz Alcalá-Zamora Y Castillo. p. 427.

¹⁷⁸ MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon; e MAZEAUD, Jean. Lecciones de Derecho Civil, parte primeira, volume I, Tradução Luiz Alcalá-Zamora Y Castillo. p. 429. - Texto Original: *“La indivisibilidad del patrimonio es también una consecuencia enojosa de la teoría clásica, pero a la cual ha asestado el legislador numerosos ataques al reconocer implícitamente la existencia de otras universalidades.*

No se advierte por qué no comprendería el patrimonio más que derechos pecuniarios. Todos los restantes derechos de una persona, sos derechos de la personalidad como los derechos pecuniarios, deben formar parte de su patrimonio. (...)

Se encuentran, en el derecho, numerosas masas, de bienes que suelen estar comprendidas en el patrimonio; pero que obedecen a regla distintas, y forma así universalidades diferentes:

En el derecho de las sucesiones. La separación de los patrimonios demanda por los acreedores del difundo, a la aceptación a beneficio de inventario, crean dos masas de bienes en manos de una sola persona. (...) En los regímenes matrimoniales, los bienes comunes, los bienes dotales, los bienes reservados, forman verdaderas universalidades.

Seguindo a linha sobre a possibilidade de segregação patrimonial, as companhias securitizadoras de crédito, sejam estas de crédito financeiro, imobiliário ou agrário poderão instituir regimes fiduciários conforme previsão legal.

Essa possivelmente seria uma das maiores preocupações apresentadas no âmbito das securitizações, qual seja, a segregação patrimonial para fins de proteção dos investidores desse tipo de operação.

Para isso, constrói-se uma ficção jurídica por meio da qual:

*“ (...) a constituição de titularidade fiduciária implica em separação dos bens ou direitos sobre os quais incide, para que com eles se constitua um patrimônio separado, ao qual se dispensa tratamento destacado em relação ao patrimônio fiduciário. Trata-se de exceção aos princípios gerais que orientam a formação do conceito de patrimônio.”*¹⁷⁹

Tal procedimento, nas securitizadoras de crédito poderá se dar na forma de sociedades de propósitos específicos “SPE”, conhecidas no mercado internacional também como SPV – “*Especial Purpose Vehicles*”, ou mesmo, “*Especial Purpose Entity*”. No Brasil estas poderão ser constituídas na forma de subsidiárias integrais.

Do ponto de vista econômico, as sociedades unipessoais, nas quais se enquadram as subsidiárias integrais, podem ser entendidas como patrimônios separados dentro do patrimônio geral, dessa forma, afastar-se-ia o risco de o patrimônio geral responder pelas obrigações assumidas pelo patrimônio específico¹⁸⁰.

A EIRELI criada pela Lei 12.441/11 é o exemplo mais recente de criação de patrimônio segregado, que nesse caso é feito por meio de constituição de empresa individual de responsabilidade limitada.

En derecho marítimo, lolamente la “fortuna de mar” del armador responde de las deudas nascidas con ocasión de armamento del busque.

En derecho comercial, el fondo de comercio, sin constituir todavía un verdadero patrimonio, tiene a convertirse en una universalidad jurídica.

Por último, la noción de empresa, que unifica las numerosas actividades que concurren a un mismo fin, implica, si se admite, la existencia de una universalidad; pero, esta vez, una universalidad más amplia que el patrimonio.”

¹⁷⁹ CHALHUB, Melhim Namen. Trust. p.117.

¹⁸⁰ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de Direito Comercial. Vol. 3, p. 65.

Nesse contexto, verifica-se que a securitização percorre o instituto do negócio fiduciário, qual seja:

“(...) o negócio jurídico inominado pelo qual uma pessoa (fiduciante) transmite a propriedade de uma coisa ou a titularidade de um direito a outra (fiduciário), que se obriga a dar-lhe determinada destinação e, cumprido esse encargo, transmitir a coisa ou direito ao fiduciante ou a um beneficiário indicado no pacto fiduciário”¹⁸¹

Assim, se não for constituído o regime fiduciário, por meio de segregação de patrimônios, estes poderão se confundir com o patrimônio próprio, ou mesmo, com patrimônio de terceiros. Nesse contexto, cabe às securitizadoras realizar tal segregação, que se não for realizada, poderá prejudicar o cumprimento das suas obrigações na qualidade de fiduciário.

Quanto à segregação patrimonial propriamente dita na securitização, tal instituto decorre efetivamente de questões referentes à necessidade de segregação de riscos e garantia de credores, para cumprimento da obrigação fiduciária, conforme identificado acima, com base nos títulos ou créditos que, reunidos, formavam o ativo subjacente da operação de securitização. Referente à necessidade de segregação de riscos e garantia de credores, identifica-se o exemplo descrito na exposição de motivos da Medida Provisória 2221/01 que precedeu a figura do patrimônio segregado em incorporações imobiliárias:

“a atividade de incorporação imobiliária foi fortemente comprometida pela decretação da falência de incorporadores, em especial a empresa Encol, dada a dimensão e, por consequência, os graves danos causados ao patrimônio de seus clientes, agentes financeiros e demais credores (...).

Nesse contexto, e conforme também descrito em referida exposição de motivos, buscou-se criar a figura do patrimônio de afetação segregando os empreendimentos imobiliários do patrimônio do incorporador, sob a justificativa de que seria possível estabelecer diversos mecanismos de controle, minimizando os riscos da falência, caso ocorra. Por essa razão, atualmente, nos termos do §1º do Art. 31A da Lei 4.591/64, o patrimônio de

¹⁸¹ CHALHUB, Melhim Namen. Negócio Fiduciário. p.21.

afetação, tal como é denominado o patrimônio segregado, não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos e só responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva.

O mesmo acontece com as seguradoras que atuam nos ramos de vida e previdência e entidades abertas de previdência complementar. Como regra, os recursos dos planos abertos de previdência complementar são escriturados em nome das seguradoras ou entidades de previdência que atuam nesse ramo. No entanto, a estas se permite constituir patrimônios segregados por meio de constituição de fundos de investimento, cujo cotista seria o próprio participante do plano de previdência complementar¹⁸². Atualmente as cotas de fundos que armazenam os recursos dos planos de previdência complementar aberta são escrituradas em nome da administradora do plano.

Nesse sentido, o argumento acima mencionado poderá ser confirmado pela exposição de motivos da Medida Provisória 252/05, que originalmente se previu a constituição de patrimônio segregado. Essa medida foi o mecanismo encontrado para que, na eventual quebra da seguradora ou entidade aberta de previdência complementar, o patrimônio segregado já estivesse escriturado em nome do próprio participante do plano, de modo que bastaria a este se valer da imissão na propriedade¹⁸³.

Assim, o que se verifica é que os regimes fiduciários ou patrimônios segregados, ou ainda, de afetação, acabam sendo resultantes de lei para a proteção dos direitos de determinado grupo, que poderia ver seu direito prejudicado em razão da contaminação patrimonial, principalmente em caso de falência.

E foi assim que as securitizadoras de crédito imobiliário, nos termos dos arts. 9º a 16, da Lei 9.514/97, estabeleceram o regime fiduciário, por meio do qual a companhia securitizadora poderia instituí-lo sobre créditos imobiliários, tendo sido justificado na exposição de motivos que acompanhava o projeto de lei que a originou, no seguinte sentido:

¹⁸²Lei 11.196/05. “Art. 76. As entidades abertas de previdência complementar e as sociedades seguradoras poderão, a partir de 1º de janeiro de 2006, constituir fundos de investimento, com patrimônio segregado, vinculados exclusivamente a planos de previdência complementar ou a seguros de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência, estruturados na modalidade de contribuição variável, por elas comercializados e administrados.”

¹⁸³ E.M. Interministerial nº 00084/2005 - MF MDIC, disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2005/Exm/EMI-084-MF-MDIC.htm.

“Para maior segurança dos investidores, o presente projeto de lei faculta a utilização do regime fiduciário para os créditos e títulos de mercado secundário. Por esse regime, ao emitir uma série de títulos, a securitizadoras atribuirá caráter fiduciário à propriedade sobre os créditos correspondentes. Pela fidúcia, os créditos serão excluídos do patrimônio comum da companhia securitizadoras e passarão a constituir um patrimônio separado, com o propósito específico e exclusivo de responder à realização dos direitos dos investidores.

*A fidúcia será formalizada no registro de Imóveis, não podendo a securitizadora fazer uso dos créditos respectivos. Por segregados do patrimônio comum da companhia, estes não estarão ao alcance de nenhuma ação impetrada por credores. Nessas condições, os direitos dos investidores ficarão imunes aos efeitos de eventual insolvência da securitizadora.”*¹⁸⁴

E não foi diferente com as securitizadoras de crédito agrário, que deverão seguir o mesmo rito previsto na lei que trata essa mesma questão sobre as securitizadoras de crédito imobiliário, conforme previsto nos termos do Art. 39 da Lei 11.076/04¹⁸⁵.

Todavia, valendo-nos de uma visão prática, considerando que o regime fiduciário sobre bens ou patrimônio segregado ou de afetação nem sempre é adequadamente compreendido no Brasil, na prática as securitizadoras de crédito muitas vezes se utilizam das sociedades de propósito específico - SPE, para segregar patrimônios.

No caso das seguradoras atuantes nos ramos de vida e previdência e entidades abertas de previdência complementar, conforme exemplo de patrimônio segregado apresentado, o risco de quebra aparenta ser menor do aquele verificado nas construtoras, vez que tais entidades devem constituir reservas e provisões técnicas para garantia das obrigações previdenciárias, sujeitas à fiscalização direta da SUSEP. Estas inclusive poderão ser impactadas pela constituição de securitizações estruturadas de forma irregular ou com vícios, vez que em decorrência do tamanho das reservadas desses entes, assim como de outros investidores institucionais, são os principais alvos de oferta desse tipo de estrutura.

¹⁸⁴ Mensagem do Poder Executivo 670 (E.M. Interministerial nº32/MPO-MF). Diário da Câmara dos Deputados, 12 de junho de 1997.

¹⁸⁵ Lei 11.076/04 – “Art. 39. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos arts. 9º a 16 da Lei 9.514/97.”

De todo modo, há outras situações que deverão ser observadas pelos credores, como, por exemplo, falência, seja dos credores originais ou da própria securitizadora. Nessas situações, com relação à constituição de patrimônio destacado, será necessário aplicar a tese de que a massa falida constitui-se de bens arrecadados. Assim, não compõem a massa aqueles que não pertencem ao falido, ou seja, patrimônio autônomo, entendido como complexo de direitos e obrigações destinados, pela lei, a atender determinada finalidade, orientação que se coaduna com o direito atual, conforme Art. 994 do Código Civil de 2002, Art. 10, II da lei 9514/97 e a lei 10.931/04¹⁸⁶.

Quanto à questão da falência Chalhub diz que:

“(...) as normas relativas aos efeitos da falência do incorporador devem limitar-se a enunciar as providências que deverão ser adotadas pela Comissão de Representantes quando da decretação da quebra, para assegurar os efeitos práticos da incomunicabilidade do acervo da incorporação-patrimônio-de-afetação, de acordo com a regra geral do Art. 30-A, § 1.º, da Lei 4.591/1964, reproduzida pelo Art. 30-C, caput, da Lei 4.591/1964. Devem essas normas procedimentais, obviamente, limitar-se a explicitar a maneira de se colocar em prática aquela regra geral, de modo a assegurar que o acervo das incorporações afetadas mantenha-se incomunicável e, portanto, não-contaminável por obrigações estranhas aos respectivos patrimônios de afetação.”¹⁸⁷

A análise da securitização deve ser avaliada sob a ótica da segurança jurídica e segurança da operação¹⁸⁸. Com relação a isso, há duas referências ao objetivo da securitização ser mitigador de riscos em eventual falência, conforme segue:

“segundo Meirelles, o principal objetivo da securitização é minimizar o risco da falência do originador dos créditos que só pode ser conseguido evitando-se a confusão entre os recebíveis do securitizados e os demais ativos do originador (Op.cit, p.40) A pedra de toque da securitização,

¹⁸⁶ FRANCO, Vera Helena de Melo e SZTAJN, Rachel. Falência e Recuperação de Empresas em Crise, Comparação com as posições do Direito Europeu, p. 135.

¹⁸⁷ CHALHUB, Melhim Namen, A incorporação imobiliária como patrimônio de afetação - a teoria da afetação e sua aplicação às incorporações imobiliárias. Comentários à medida provisória 2.221, de 04.09.2001. In: Revista de Direito Imobiliário, vol. 55 p. 81.

¹⁸⁸ RODRIGUES, Frederico Viana. A recuperação de empresas economicamente viáveis por intermédio da securitização de créditos no Brasil e no Direito Comparado. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, nº 29, p. 143 e 144.

segundo Calvão da Silva, é a automização patrimonial dos créditos, separando-se o risco do incumprimento do risco da insolvência do cedente, para tanto funcionando a SPE como o bankruptcy-remote.”¹⁸⁹

Da mesma forma, deverão ser aprofundadas questões relativas à segregação do ativo, pois, conforme Uinie Caminha, “a operação mais marcante e, ao mesmo tempo, uma das maiores vantagens da operação de securitização é a segregação do lastro dos títulos emitidos num veículo distinto do originador dos créditos”¹⁹⁰. Todavia, o credor dessa operação, em última análise, correrá o risco embutido no título lastro, bem como o risco de eventual má formalização desse lastro, conforme comentado anteriormente.

Por fim, apenas a título ilustrativo vale mencionar que entre securitizadoras das três espécies acima identificadas, há 39 securitizadoras com registro na Comissão de Valores Mobiliários, as quais são ali registradas para que possam emitir valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM 480/09¹⁹¹. A *contrario sensu*, como aquelas que não farão oferta pública de valores mobiliários, se existem, não estão registradas na Comissão de Valores Mobiliários, ficou assim prejudicada qualquer referência relativa à quantidade de companhias securitizadoras que se encontrem nessa situação.

4.3.5. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

Em pesquisa aos cadastros públicos da Comissão de Valores Mobiliários foi possível identificar 375 (trezentos e setenta e cinco)¹⁹² fundos de investimento em direitos creditórios

¹⁸⁹ MEIRELLES, José Carlos Junqueira. Securitização, in Titularização de Créditos, p. 48.

¹⁹⁰ CAMINHA, Uinie. Securitização. p 108.

¹⁹¹ Cf. Art. 1º da Instrução CVM 480/09, a negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro do emissor na CVM. O emissor de valores mobiliários deve estar organizado sob a forma de sociedade anônima, na qual se enquadram as securitizadoras de crédito. Com base no artigo 2º de referida instrução o emissor pode requerer o registro na CVM nas categorias A ou B. O registro na categoria A autoriza a negociação de quaisquer valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, sendo menos comum entre as securitizadoras de crédito. O registro na categoria B autoriza a negociação de valores mobiliários do emissor em mercados regulamentados de valores mobiliários, exceto ações ou títulos conversíveis em ações, mais comum entre as securitizadoras, que buscam a oferta de debêntures, no caso das securitizadoras de créditos financeiros, Certificados de Recebíveis Imobiliários no caso das securitizadoras de crédito imobiliário, e Certificados de Recebíveis Agrários, no caso das securitizadoras de crédito agrário, quando referidos títulos são ofertados publicamente.

¹⁹² Quantidade identificada em pesquisa realizada em 25/07/2013, na qual não estão incluídos os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Creditórios.

“padronizados”¹⁹³ registrados em referida autarquia. Significa dizer que atualmente é um dos principais veículos utilizado para realizar operações de securitização.

Dentre esses fundos de investimento em direitos creditórios, aqui identificados como “padronizados”, foi possível identificar quatro subclasses, conforme autorregulação da Anbima, sendo estas (i) fomento mercantil (ii) financeiro, (iii) agro, indústria e comércio e (iv) outros¹⁹⁴, as quais, conforme referida classificação, ainda se subdividem por foco de atuação, como exemplo, os financeiros se subdividem em (a) crédito imobiliário, (b) crédito consignado, (c) crédito pessoal, (d) financiamento de veículos e (e) *multicarteira*. Essa subclassificação traz uma boa ideia dos ativos ou créditos que serão utilizados na composição das carteiras dos fundos de investimento em direitos creditórios.

Os fundos de investimento em direitos creditórios teriam sido criados com objetivo de dar liquidez ao mercado de crédito, mitigando riscos e aumentando a oferta de recursos. Desse modo, os tomadores de recursos teriam uma opção de financiamento fora do sistema financeiro, sem prejuízo da possibilidade desses veículos de securitização também serem utilizados por instituições financeiras para desaguar suas carteiras de crédito¹⁹⁵.

Os fundos de investimento em direitos creditórios seriam uma alternativa às companhias securitizadoras, para realizar a transformação dos créditos, por ser uma operação mais simples, em que um fundo de investimento emite cotas, as quais são adquiridas por investidores, captando recursos que serão utilizados para adquirir novos créditos de um “originador”¹⁹⁶.

Isso se justificaria pelo fato de que o mercado de valores mobiliários vem buscando cada vez mais celeridade no desenvolvimento de suas atividades, no que tange à “securitização de recebíveis” e não comportavam mais a utilização de veículos como Sociedade de Propósito Específico ou companhias do tipo “*trust*”, encontrando-se como alternativa os fundos de investimento em direitos creditórios¹⁹⁷.

¹⁹³ A expressão: “padronizados”, não está prevista na regulamentação de fundos de investimento em direitos creditórios. A regulamentação prevê (i) os fundos de investimento em direitos creditórios e (ii) os fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados.

¹⁹⁴ Anexo II da Deliberação Anbima nº 54/13.

¹⁹⁵ FORTUNA, Eduardo. Mercado Financeiro, produtos e serviços, p. 378.

¹⁹⁶ LORIA, Eli. Estrutura e função do capital social na companhia aberta., p. 85

¹⁹⁷ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. Securitização de Recebíveis Mercantis p.130.

Sob a ótica da regulamentação, os fundos de investimento em direitos creditórios foram criados pela Res. CMN 2.907/01, como de fundos de investimento destinados a preponderantemente manter em carteira títulos representativos de direitos creditórios, originados de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços.

Referida norma delegou competência para que fossem regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários. Essa autarquia, por sua vez, previu na Instrução CVM 356/01 que os fundos de investimento em direitos creditórios são uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios¹⁹⁸.

Essa comunhão de recursos será constituída na forma de condomínio, prescrevendo a regulamentação duas forma de condomínio¹⁹⁹: (i) aberto, em que os cotistas poderão solicitar o resgate a qualquer tempo, na forma prevista em regulamento, ou (ii) fechado, em que os cotistas deverão aguardar o término do prazo de duração do fundo para resgatar suas cotas²⁰⁰.

Esse condomínio se materializará por meio de emissão de cotas escriturais, as quais serão mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares²⁰¹. Salienta-se que embora se trate de um condomínio, é permitida a emissão de cotas em séries diferentes e em classes diferentes pela regulamentação em vigor. Nessas situações, os condôminos ou cotistas não terão iguais direitos no âmbito do condomínio, como um todo. A equidade de direitos entre cotistas estará dentro das cotas emitidas em uma mesma série ou classe.

Destaca-se que os fundos de investimento em direitos creditórios constituídos como condomínio fechado dependem de dois registros/autorizações da Comissão de Valores Mobiliários. O primeiro para funcionamento, que nos termos do artigo 8º, §1º da Instrução CVM 356/01 será automaticamente concedido, no prazo de até 5 dias do envio da documentação prevista na norma. O segundo decorre da oferta de cotas conforme o rito descrito na Instrução CVM 400/03, que traz o regramento das ofertas públicas de valores

¹⁹⁸ Cf. Instrução CVM 356/01, Art. 2º, Inc. II.

¹⁹⁹ Embora não seja objeto deste trabalho, vale lembrar que existem teorias que discutem a natureza jurídica dessa comunhão de recursos, inclusive buscando demonstrar a aplicação de conformação de sociedade, por exemplo, tal qual ocorre em outras jurisdições. No entanto, no Brasil, a regulamentação de fundos de investimento atribui a natureza jurídica de condomínio aos fundos de investimento de modo geral.

²⁰⁰ Cf. Instrução CVM 356/01, Art. 2º, Inc. V e VI.

²⁰¹ Cf. Instrução CVM 356/01, Art. 8º.

mobiliários. Exceção para esse segundo registro encontra-se na Instrução CVM 476/09, que trata da oferta pública de valores mobiliários com esforços restritos, ficando automaticamente dispensada do registro de distribuição²⁰².

Já fundos de investimento em direitos creditórios constituídos como condomínio aberto somente dependerão do registro para funcionamento. A distribuição de cotas de fundos de investimento em direitos creditórios constituídos como condomínio aberto independerá de registro.

Os fundos de investimento em direitos creditórios, em razão da natureza dos créditos securitizados, corresponderiam ao “*Asset Backed Securities*” - ABS do mercado norte americano, sendo:

“In the U.S. Capital markets, the term asset backed securities was originally used to describe deals backed by credit card receivables and auto loans. In recent years, this term has also been used to describe residential mortgage-backed securities (RMBS) and commercial mortgage backed securities (CMBS)”^{203/204}.

Vale lembrar que, embora no Brasil seja possível aos fundos de investimento em direitos creditórios manter em carteira créditos do segmento imobiliário (garantidos por hipotecas ou alienações fiduciárias), como nos ABS, a securitização com esse tipo de lastro é mais comum em certificados de recebíveis imobiliários, criados especificamente para esse fim.

No mais, considerando que no mercado de capitais brasileiro também é comum que os fundos de investimento em direitos creditórios adquiram créditos originados nos sistema financeiro, encontra-se no mercado norte americano estrutura semelhante, porém um pouco mais complexa, que são os “*Multiseller and single sellers conduits*”²⁰⁵. Estes equivaleriam aos fundos de investimento em direitos creditórios da subclasse Anbima: Financeiros. A

²⁰²Cf. da Instrução CVM 476/09, Art. 6º.

²⁰³ No mercado de capitais norte-americano a expressão “*asset backed securities*” era originalmente utilizada para descrever operações lastreadas em recebíveis de cartão de crédito ou financiamento de veículos. Nos últimos anos essa expressão também passou a ser utilizada para descrever operações que tinham como lastro hipotecas residenciais ou comerciais. (tradução livre)

²⁰⁴ TAVAKOLI, Janet M. Structured Finance and Collateralized Debt Obligation p.2.

²⁰⁵ Ibidem, p.37.

diferença que torna esse instrumento mais complexo é a dupla cessão de créditos prevista em sua estrutura.

Estes são veículos que adquirem carteiras de direitos, principalmente recebíveis e emitem uma obrigação indivisível, em regra chamada “*Asset Backed Commercial Paper*”, mas também poderiam emitir outros títulos.²⁰⁶

A grande diferença dessa estrutura para o nosso fundo de investimento em direitos creditórios é que na dupla cessão mencionada anteriormente, utilizam-se duas sociedades de propósito específico. A primeira adquire os créditos e posteriormente realiza uma nova cessão desses créditos para uma segunda sociedade de propósito específico. Esta, por sua vez, emitirá os títulos. No entanto, se assemelha a nossa estrutura de fundos de investimento em direitos creditórios, além do tipo de créditos adquiridos, pelo fato de que o vendedor dos créditos poderá “garantir” a operação retendo cotas subordinadas²⁰⁷ e vendendo-se as cotas seniores²⁰⁸ a terceiros²⁰⁹.

Esse mecanismo, de certo modo, é uma forma de fazer com que o vendedor retenha uma parcela do risco em favor dos demais investidores, podendo, inclusive ser considerado um atrativo para os investidores de cotas seniores. Nesse contexto, embora o risco aos investidores aumente, em função do maior distanciamento entre os devedores e os investidores (pois poderia dificultar uma avaliação pelos investidores), a aquisição de cotas subordinadas pelo vendedor dos créditos traria certo grau de conforto para os cotistas seniores. Isso ocorre, na medida em que o vendedor dos créditos, ao adquirir as cotas subordinadas, demonstra confiança tamanha nos créditos cedidos a ponto de aguardar o pagamento de todos os cotistas seniores para receber seu capital investido.

4.3.6. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados

Em 2006 a Comissão de Valores Mobiliários colocou em audiência pública minutas de normas que traziam a seguinte justificativa:

²⁰⁶ Ibidem p.37

²⁰⁷ Cf. Instrução CVM 356/01, Art.2º, Inc. XII: “Cota de classe subordinada: aquela que se subordina às demais para efeito de amortização e resgate.”

²⁰⁸ Cf. Instrução CVM 356/01, Art.2º, Inc. XI: “Cota de classe sênior: aquela que não se subordina às demais para efeito de amortização e resgate.”

²⁰⁹ Ibidem. pp.37/38

*“com a finalidade de permitir, mediante a adoção das salvaguardas consideradas cabíveis, que os fundos de direitos creditórios adquiram créditos ainda não constituídos, ou condicionais, bem como de outras categorias de direitos creditórios que apresentem características diferenciadas em relação aos direitos creditórios referidos no inciso I do Art. 2º da Instrução nº 356.”*²¹⁰

Esse procedimento teve como precedente algumas solicitações e questionamentos do mercado dirigidos ao colegiado da Comissão de Valores Mobiliários²¹¹. Nesse edital, buscava-se, em conjunto com o mercado, avaliar a expansão da lista de créditos prevista no inciso I do Art. 2º da Instrução nº 356/01²¹².

Em todas as consultas o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários admitiu-se a constituição dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ou mesmo a cessão dos créditos exóticos para a carteira dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, tendo o colegiado sugerido consulta ao mercado, resultante do edital mencionado acima.

O resultado de referido edital foi a Instrução CVM 444/06, que incluiu previsão para os créditos não performados²¹³ pudessem ser adquiridos nas carteiras de um veículo

²¹⁰EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 04/2006

²¹¹Duas consultas já analisadas pelo colegiado da CVM foram levadas em consideração: a) consulta formulada pelo BNDES no Processo RJ 2004/5178, acerca da possibilidade de constituição de fundo de investimento em direitos creditórios – FIDC, a partir da utilização de créditos objeto de demandas judiciais propostas pela Varig S.A., em face da União Federal e unidades federativas e por Rio Sul Linhas Aéreas S.A. e Nordeste Linhas Aéreas S.A., em face, também, de determinadas unidades federativas; e b) consulta de Levy & Salomão Advogados RJ2005/3668, sobre a possibilidade de fundo de investimento em direitos creditórios ("FIDC") adquirir direitos creditórios decorrentes de royalties relacionados à produção ou exploração de petróleo ou gás natural, mais especificamente quanto ao enquadramento dos Royalties no conceito de direitos creditórios, tal como definido no Art. 2º, inciso I, da Instrução 356/01. E Trata-se de consulta apresentada pela Prefeitura Municipal de Belo Horizonte ("Consulente") sobre a abrangência do conceito de direitos creditórios estabelecido no inciso I, Art. 2º da Instrução 356/01, para constituição de um fundo de investimento em direitos creditórios ("FIDC") cujos direitos creditórios – a serem onerosamente cedidos pela Consulente de conformidade com a autorização dada pela Lei Municipal nº 9.732, de 30 de dezembro de 1999 – consistiriam no produto do adimplemento de acordos de parcelamento firmados por ela com seus contribuintes, com relação a débitos em atraso de Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS) e Imposto sobre a Propriedade Territorial Urbana (IPTU) reiterado no Processo CVM nº RJ-2006-4158 em que o Goiás I Fundo de Investimento em Direitos Creditórios pretendia adquirir direitos creditórios oriundos de acordos de parcelamento de débitos fiscais celebrados entre contribuintes e o Estado de Goiás ("Cedente"), no âmbito dos Programas de Recuperação de Créditos da Fazenda Pública Estadual, a saber: REFAZ, REFAZ II e REFAZ III.

²¹²“ I – direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos referidos no § 8º do Art. 40, desta Instrução;”

²¹³ Conforme mencionamos anteriormente, ao menos em tese são mais arriscados, pois além do risco de crédito, corre-se o risco do inadimplemento da obrigação que gerou o crédito. Exemplo, venda recebíveis de energia elétrica ainda não faturados/consumidos, com base no histórico de fornecimento em períodos anteriores. Se o cliente não consumir e se a energia elétrica não for fornecida, não haverá o crédito.

específico, chamado fundo de investimento em direitos creditórios não padronizados. Nesse novo veículo de securitização também foram incluídos espécies de créditos, aqui chamados exóticos.

Referida norma lista os seguintes ativos possíveis de aquisição por fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados, quais sejam:

- “I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;*
- II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;*
- III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;*
- IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;*
- V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;*
- VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e*
- VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do Art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001”.*

Também serão equiparados aos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados aqueles cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento calcado em ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco²¹⁴. Nesse caso específico, seria possível estar diante de um mecanismo de securitização mais próximo do adotado no mercado norte americano.

Em linha com a pesquisa realizada para os fundos de investimento em direitos creditórios “padronizados”, a título informativo, foi identificado o registro de 151 fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados²¹⁵ na Comissão de Valores Mobiliários. O efeito prático da edição de referida norma é a redução de consultas ao colegiado da

²¹⁴ Instrução CVM 444/06, Art. 1º, §2º, inc. II.

²¹⁵ Quantidade identificada em pesquisa realizada em 25/07/2013, na qual não estão incluídos os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento Creditórios.

Comissão de Valores Mobiliários sobre quais ativos poderão integrar a carteira de fundos de investimento em direitos creditórios.

Registra-se que até a edição de referida norma cada nova estrutura que não estivesse identificada nos exatos termos da regulamentação deveria ser submetida ao colegiado da Comissão de Valores Mobiliários para aprovação. Ou seja, essa norma evitou no mínimo 151 consultas/aprovações por referida autarquia.

Exemplificando, foi possível identificar na ata da reunião do colegiado nº 04 de 11.02.2004²¹⁶, em que foram acolhidos dois pedidos para registro de fundos de investimento em direitos creditórios com créditos não performados, quais sejam, COPESUL e CPFL PIRATININGA²¹⁷, sob a justificativa de que os fundos eram destinados a investidores qualificados, e que refletiriam os riscos na classificação atribuída por agência classificadora de riscos. Presumia-se, assim, que os investidores possuíam capacidade técnica para avaliar os riscos.

Esse veículo de securitização ofertado no mercado de capitais brasileiro tende a ser mais arriscado que o fundo de investimento em direitos creditórios “padronizado”. Tanto assim, que a regulamentação definiu critério de qualificação para seus investidores, acrescido de valor mínimo de aplicação, inclusive para aquisição no mercado secundário de cotas desse tipo de fundo.

4.3.7. Fundos de Investimento em cotas de fundos de investimento creditório “padronizado” ou não padronizado

Para entender este ponto, basta saber que os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios “padronizados” são veículos de investimento que têm como exclusiva finalidade investir nos fundos de investimento em direitos creditórios “padronizados”. Isso, conforme definido em sua denominação e política de investimento,

²¹⁶ Cf. Ata da Reunião do colegiado nº 04 DE 11.02.2004.

²¹⁷ Cf. processos CVM RJ 2003/12413 e RJ 200312943.

devendo, pela regulamentação, manter no mínimo 95% do seu patrimônio alocado em cotas desses fundos²¹⁸.

Será considerado não padronizado qualquer fundo de investimentos em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios que investir qualquer percentual em um fundo de investimento em direitos creditórios não padronizado²¹⁹. Isso significa dizer que qualquer participação mínima em fundos de direitos creditórios não padronizados “contaminará” integralmente a carteira do fundo de cotas em direitos creditórios que nele investir.

4.3.8. Fundos de Investimento regidos pela Instrução CVM 409/04

Fundos de investimento regidos pela Instrução CVM 409/04 são fundos de investimento mais conhecidos por ter sua distribuição realizada em regra nas agências bancárias, sendo eles classificados pela Comissão de Valores Mobiliários, nos termos de referida norma, como referenciados, curto prazo, renda fixa, ações, multimercado, cambial e dívida externa.

Constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado (no que tange à possibilidade de aplicação e resgate pelos cotistas), sua carteira de ativos financeiros deve ser composta por no mínimo uma espécie dos diversos títulos e valores mobiliários listados exhaustivamente no artigo segundo da referida norma.

Fundos de investimento regidos pela Instrução CVM 409/04 são trazidos a este trabalho em razão do disposto em seu artigo 2º, §1º, inciso VIII, abaixo:

“VIII – warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento” (grifo nosso).

Essa disposição já gerou dúvidas sobre a possibilidade de direitos creditórios incluírem a carteira de ativos financeiros desses fundos de investimento. Essa dúvida foi

²¹⁸Cf. Instrução CVM 356/01. Art. 2º IV.

²¹⁹Cf. Instrução CVM 444/06, Art. 1º, §2º, Inc. II.

solucionada a partir de uma decisão do colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, registrando o entendimento de que os direitos creditórios não deveriam integrar a carteira de ativos financeiros desses fundos. Definiu que para esse tipo de ativo existe um veículo próprio²²⁰, que são justamente os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, sejam estes padronizados ou não padronizados, conforme a espécie de direitos creditórios.

4.3.9. Instituições financeiras enquanto emissoras de certificados de cédulas de crédito bancário

Esse veículo de securitização será tratado de forma apartada, pois a emissão de certificados de cédulas de crédito bancário poderia ser objeto de questionamento, do ponto de vista conceitual, para integrar o instituto da securitização.

Conceitualmente, ao partir da premissa de que a securitização em sua última etapa levará à emissão de uma *security* (por definição etimológica do termo securitização), um certificado de cédula de crédito bancário seria um título cambiário de emissão de instituição financeira, o que o excluiria do processo de securitização²²¹.

No entanto, (i) como visto, por definição legal não há exigência de que no processo de securitização sejam emitidos valores mobiliários, basta a emissão de títulos de crédito²²², (ii) títulos de crédito ofertados publicamente são considerados valores mobiliários²²³ e (iii) já existem outros títulos cambiários de instituição financeira, como as Letras Financeiras, cuja

²²⁰ OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 4/2012 - “1.3 ATIVOS DE CRÉDITO – Art. 2º, § 1º, VIII Relembramos que, no entendimento desta área técnica, os ativos previstos no artigo 2º, § 1º, VIII denominados como “outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais”, não devem ser confundidos com os direitos creditórios que se encontram conceituados especificamente pelo artigo 2º, I, da Instrução CVM nº 356/01.

Nesse sentido, entendemos que o artigo 2º, § 1º, VIII, não abrange os direitos de crédito não performados (aqueles onde “a obrigação do devedor está vinculada a uma contraprestação pelo originador, [como, por exemplo, no caso de prestação de serviços e/ou entrega de mercadoria futura] no momento da cessão do crédito ao fundo” – decisão de colegiado do Processo CVM nº RJ-2004-6913, de 4/10/2005), tampouco os direitos de crédito expectativos (cuja constituição dependa da ocorrência de evento futuro e incerto), que encontram previsão específica em regulação própria dos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs, Instrução CVM nº 356/01) e dos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados (FIDC-NPs, Instrução CVM nº 444/06), conforme o caso.”

²²¹ Lei Federal 6.385/76. “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...)§ 1º Excluem-se do regime desta Lei: (...)II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”

²²² Cf. Art. 8º da Lei 9.514/97 e Art. 40 da Lei 11.076/04.

²²³ Cf. Art. 2º, Inc. IX da Lei 6.385/66 e Cf. Processo CVM nº RJ2007/11.593.

regulamentação prevê a possibilidade de que sejam ofertados publicamente, o que as tornam valores mobiliários.

As Letras Financeiras de emissão de instituição financeira, quando distribuídas publicamente, observarão o regramento da Comissão de Valores Mobiliários, responsável por regular as distribuições de valores mobiliários²²⁴, ainda que sejam de emissão de instituição financeira.

Isso significaria dizer que, embora este título seja cambiário de instituição financeira, quando distribuído publicamente seria considerado como valor mobiliário, tal qual entendimento da Comissão de Valores Mobiliários quando consultada sobre a necessidade de se observar as regras de ofertas públicas para distribuição de Cédulas de Crédito Bancário²²⁵. Sem perder de vista que nas cédulas de crédito bancário, as instituições financeiras são as beneficiárias ou credoras e não suas emissoras, diferentemente do que ocorre com os certificados de cédulas de crédito bancários.

Característica interessante desse ativo é que as instituições financeiras, embora emissoras dos certificados de cédulas de crédito bancários, não obrigatoriamente respondem pelo adimplemento das obrigações contidas nesse título. Com base no Art. 3º da Res. CMN 2.843/01, se a instituição financeira coobrigar-se ou assumir risco dos créditos contidos nos certificados de cédulas de crédito bancário, em situações específicas, deverá observar as regras de cessão de créditos por instituições financeiras e inclusão de informações na central de riscos de créditos.²²⁶ Assim, em regra, a instituição financeira não se responsabilizará pelo adimplemento das obrigações contidas em um certificado de cédula de crédito bancário, salvo se expressamente se obrigar, pois nesse caso será obrigada a observar as regras acima mencionadas.

²²⁴ Lei Federal 12.249/10. “Art. 39. A distribuição pública de Letra Financeira observará o disposto pela Comissão de Valores Mobiliários.”

²²⁵ Cf. processo CVM nº RJ2007/11.593.

²²⁶ Res. CMN 2.843/01 – “Art. 3º A instituição financeira, na hipótese de coobrigar-se ou, por qualquer forma, assumir risco relativo aos créditos envolvidos na negociação de Cédulas de Crédito Bancário e de Certificados de Cédulas de Crédito Bancário com pessoas não integrantes do sistema financeiro nacional, deve: I - observar os procedimentos previstos no Art. 3º da Resolução nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000; II - prestar à Central de Risco de Crédito, nos termos previstos na Resolução nº 2.724, de 31 de maio de 2000, e normas complementares, as informações relativas a esses créditos.”

4.4. Títulos emitidos no processo de securitização: Títulos de Crédito ou Valores Mobiliários

A expressão “*securitização*” adotada no Brasil, para denominar a operação estudada neste trabalho, é uma espécie de tradução da expressão “*securitization*” utilizada em países de origem saxônica. Esta deriva do termo *security*, que é todo investimento em dinheiro, realizado por investidor em uma captação pública de recursos, fornecendo capital de risco ao empreendimento, sem que o investidor tenha ingerência, mas com objetivo de ganho futuro²²⁷. Sem prejuízo à referida definição doutrinária, vale lembrar que no Brasil *security* ou valor mobiliário são aqueles instrumentos definidos nos termos do artigo 2º da Lei 6.385/64²²⁸.

Lembrando que no processo de securitização, se houver a emissão de uma *security* ou valor mobiliário, esta guardará suas próprias características, diferentemente do que ocorre na capitalização de uma companhia, por exemplo, por meio de oferta de ações ou debêntures. No entanto, ainda que estas ocorram em situações diferentes, os objetivos aparentemente serão os mesmos, dentre os quais se destaca a finalidade prioritária do mercado de capitais que é o suprir as necessidades de financiamento de médio e longo prazo por parte de empresas²²⁹.

No mercado de capitais, a mobilização da poupança é realizada diretamente entre a unidade econômica deficitária, considerada entidade emissora, e a unidade econômica superavitária, o investidor, sem a intermediação financeira, sendo os recursos correspondentes direcionados do investidor diretamente à empresa que emite os valores mobiliários²³⁰.

Em geral, quanto se emite uma ação ou uma debênture, usando como exemplo os valores mobiliários mais tradicionais e conhecidos, busca-se captar a poupança popular via mercado de capitais. Isso se dá por meio de emissão de título de participação ou por emissão de títulos de dívida, respectivamente, para desenvolvimento da atividade econômica principal ou acessória da empresa emissora, ou ainda, para o desenvolvimento de um novo projeto ou

²²⁷ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de *Security* no direito Norte Americano e o conceito análogo no direito Brasileiro. In: Revista de Direito Mercantil n.14, p. 57.

²²⁸ Cf. VERÇOSA em: “A CVM e os contratos de investimento coletivos (Boi Gordo e outros)” ; a alteração no conceito de valores mobiliários trazido pela regulamentação brasileira decorreu das situações identificadas pela Comissão de Valores Mobiliários com contratos de investimento coletivos, dentre os quais se destacou aqueles das “Fazendas Reunidas Boi Gordo” e outros que seguiram essa mesma estrutura de investimentos. (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. In: Revista de Direito Mercantil, n. 108, pp. 91-100).

²²⁹ MELLO, Pedro Carvalho. Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico in Introdução ao Mercado de Capitais, org. Helio o Portocarrero de Castro. p.30.

²³⁰ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna e outros. Mercado de Capitais – Regime Jurídico , p.8.

empreendimento. A busca de recursos também pode ser dar por meio de valores mobiliários mais modernos, como é o caso dos contratos de investimento coletivo, que passaram a ser reconhecidos como valor mobiliário em razão de sua oferta pública, correndo o investidor o risco de determinada atividade, que é a engorda do gado²³¹.

Bulgarelli já propunha (muito antes da reforma que aumentou o *rol* dos valores mobiliários²³²) que valores mobiliários e títulos de crédito não se confundiam por serem títulos negociáveis e títulos societários, mas por estarem impregnados de vários requisitos inerentes a estes²³³. Vale, no entanto, mencionar que no Brasil, até a edição da Medida Provisória 1.637/98, a legislação brasileira sofria influência do direito societário francês, na linha que valores mobiliários eram os títulos emitidos por sociedades anônimas, elencados na norma, adotando assim caráter bastante restritivo²³⁴.

Todavia, mesmo sob o antigo regime jurídico, os títulos de crédito podiam assumir feições de valores mobiliários, podendo ser considerados como aqueles, cada qual terá seu sistema jurídico próprio²³⁵. Em uma linha mais contemporânea e posterior à referida reforma legislativa, que trouxe ao rol dos valores mobiliários a definição: “*quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*”, identifica-se o posicionamento da Comissão de Valores Mobiliários quando submetida à sua apreciação questionamento sobre a necessidade de realizar ofertas públicas de cédulas de crédito bancário, considerando-as nessa condição como valores mobiliários²³⁶.

Não obstante: (i) a possibilidade de um título de crédito poder, sob determinadas condições, ser considerado valor mobiliário (ii) a etimologia da expressão “*securitização*”, que em tese geraria a expectativa de que em uma operação de securitização seja emitido um valor mobiliário, (iii) inclusive de emissão títulos de instituições financeiras, em determinadas situações também serem considerados valores mobiliários e (iv) a ausência de determinação legal para que títulos emitidos em um processo de securitização sejam valores mobiliários,

²³¹ Cf. VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A CVM e os contratos de investimento coletivos Boi Gordo e outros. *In*: Revista de Direito Mercantil, n° 108, pp. 91-100.

²³² Cf. Lei 10.303/01.

²³³ BULGARELLI, Waldírio. Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito. *In*: Revista de Direito Mercantil n.37 p. 111.

²³⁴ CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. A nova Lei das S/A, p. 473.

²³⁵ DE LUCCA, Newton. Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito, p. 37.

²³⁶ PINTO, Marcos Barbosa. Voto proferido em Processo CVM n° RJ2007/11.593.

identificam-se à seguir os títulos (independente de classificá-los como valores mobiliários) que poderão ser objeto de operações de securitização.

4.5. Títulos e seus respectivos créditos-lastro

Abaixo, estão subdivididos os principais títulos, sejam estes considerados ou não como valores mobiliários, emitidos em operações de securitização, bem como seus ativos-lastro, nos termos da regulamentação em vigor.

4.5.1. Debêntures de Securitizadoras de créditos financeiros

Companhias securitizadoras de créditos financeiros²³⁷ poderão captar recursos por meio de emissão de títulos de participação, mais especificamente ações, e por meio de emissão de títulos representativos de dívidas, no caso especificamente as debêntures não conversíveis ou debêntures subordinadas não conversíveis para distribuição pública. Debêntures subordinadas não conversíveis para distribuição privada poderão ser adquiridas exclusivamente pela própria instituição cedente²³⁸.

Observa-se que os comentários abaixo ficarão limitados às emissões de debêntures, já que as ações não “empacotarão” créditos, para fins de securitização.

As debêntures não conversíveis de distribuição privada, restritas à aquisição exclusivamente pela própria instituição cedente, é uma espécie de mecanismo de absorção de perdas pela cedente dos créditos. Trata-se de mecanismo semelhante às cotas subordinadas dos fundos de investimento em direitos creditórios.

De todo modo, melhor ater-se especificamente aos ativos de distribuição pública, vez que os de colocação privada ficarão com o próprio cedente, que em tese conhece o risco da carteira de crédito cedida, dispensando assim maiores explicações sobre os riscos identificados na carteira de créditos. Diferentemente do que deve ocorrer em uma oferta

²³⁷Cf. Res. CMN 2.686/00. Art. 1º, §1º é obrigatório que sejam sociedades anônimas.

²³⁸Cf. Res. CMN 2.686/00. Art. 1º, §1º, Inc. II.

pública, em que os riscos deverão ser detalhados, buscando-se minimizar a assimetria informacional entre o emissor e o adquirente dos títulos.

Retornando à oferta pública de debêntures de securitizadora de crédito financeiro, cumpre apenas mencionar que a Instrução CVM 281/98, em seu artigo 1º previu que companhias securitizadoras de créditos financeiros podem emitir, para distribuição pública, debêntures simples, conforme atualmente previsto na Res. CMN 2.686/00.

4.5.2. Certificados de Recebíveis Imobiliários

Os certificados de recebíveis imobiliários, ou simplesmente CRI, são títulos de emissão exclusiva das companhias securitizadoras²³⁹. São estes títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro²⁴⁰.

Os certificados de recebíveis imobiliários nascem como títulos de crédito em 2004. Com a edição da Instrução CVM nº 414 esses títulos passam a ter característica de valor mobiliário. Essa norma teve como objetivo assegurar a proteção dos investidores e do mercado em geral, por meio de regras sobre (i) o tratamento dispensado aos investidores e (ii) requisitos de adequada divulgação de informações sobre a oferta, valores mobiliários ofertados, emissores e demais pessoas envolvidas na operação de securitização.

A exposição de motivos, do projeto de lei que deu origem à Lei 9.514/97, previa que, com objetivo de alavancar o mercado secundário de créditos imobiliários, as companhias securitizadoras de crédito imobiliário operariam junto às empresas originadoras de créditos imobiliários, as quais são responsáveis por operar a realização de crédito para aquisição de imóveis ou produção dos imóveis, transformando os em títulos negociados no mercado financeiro e de capitais.²⁴¹

Vale lembrar que as originadoras de crédito muitas vezes são as próprias construtoras, que vendem unidades na planta, fazendo com que seus adquirentes assinem

²³⁹ Cf. artigo 6º da Lei 9.514/97

²⁴⁰ Cf. artigo 6º da Lei 9.514/97 e BULGARELLI, Waldírio em. Títulos de Crédito, 16 ed.

²⁴¹ Mensagem do Poder Executivo 670 (E.M. Interministerial nº32/MPO-MF). Diário da Câmara dos Deputados, 12 de junho de 1997.

notas promissórias, em determinadas situações, até mesmo em branco e com cláusula mandato para preenchimento, enfim, o negócio dessas construtoras é construir e vender imóveis e não contratar financiamentos de bens.

Especificamente quanto às notas promissórias, já é sumulado pelo STJ, por meio da Súmula 258 que: “*A nota promissória vinculada a contrato de abertura de crédito não goza de autonomia em razão da iliquidez do título que a originou*”. Diante disso, se o crédito imobiliário estiver fundado em notas promissórias exigidas pela construtora no ato de venda das unidades autônomas, quando securitizados tais créditos poderão ser questionados se não adimplidos espontaneamente.

Se os créditos estiverem fundados em notas promissórias em branco, com cláusula mandato para preenchimento, é possível identificar decisões também do STJ no sentido de que instituições financeiras não podem exigir notas promissórias em branco em contratos de abertura de crédito²⁴². Caso contenham cláusula contratual que permita a emissão da nota promissória em favor do banco, caracteriza-se como abusiva, pois viola o princípio da boa-fé, referindo-se ao Art. 51, inciso IV do Código de Defesa do Consumidor²⁴³.

Embora no caso específico não se esteja tratando de crédito concedido por instituição financeira, uma vez considerada abusiva a prática, caso enquadrada a operação de crédito sob a tutela do Código de Defesa do Consumidor, pode-se estar diante de uma operação ativa de difícil liquidação, nas situações em que não forem adimplidos espontaneamente.

Mais ainda, se as securitizadoras de crédito imobiliário servem justamente para adquirir créditos imobiliários no mercado secundário, existe a possibilidade de estar diante de um risco moral na concessão do crédito. Haverá, assim, possível conflito de interesse, pois o construtor que origina o crédito imobiliário tem interesse em vender as unidades que construirá. Nesse contexto, poderá ser menos criterioso na avaliação e concessão do crédito²⁴⁴, restando o risco da má constituição do crédito ao investidor dos títulos lastreado por referida operação.

²⁴² Recurso Especial Nº 511.450.

²⁴³ Agravo Regimental no Ag 511675/DF.

²⁴⁴ O conflito de interesses poderá ser potencializado na medida em que previamente souber que cederá esse crédito à terceiros, sem que seja responsável pela qualidade do crédito.

Fazendo aqui um paralelo com os fundos de investimento em direitos creditórios, se estes podem ser equiparados aos “*Asset backed Securities*”, surge a questão quanto ao caso dos CRIs se, por sua vez, poderiam ser equiparados aos “*Mortgage-Backed Securities*”.

Também conhecidos como *Mortgage-Backed Certificated*, são títulos emitidos no mercado norte americano, lastreados por hipotecas, emitidos pelo *Federal Home Loan Mortgage Corporation* e pela *Federal National Mortgage Association*, por meio dos quais investidores recebem o principal e os juros relativos aos empréstimos garantidos por hipotecas²⁴⁵.

Com base em referida descrição, seria possível concluir que se trata de título equivalente aos certificados de recebíveis imobiliários, pela natureza dos créditos securitizados. Uma contraposição se daria pelo fato de que as hipotecas no Brasil, após a edição da Lei 9.514/97, aos poucos vêm sendo substituídas pela alienação fiduciária, dada a forma mais eficiente e célere dessa forma de garantia, tal como instituída.

4.5.3. Certificados de Recebíveis do Agronegócio

Os certificados de recebíveis do agronegócio têm como objeto a securitização de direitos creditórios do agronegócio, com colocação nos mercados financeiros e de capitais.²⁴⁶

Conforme definido no Art. 36 da Lei 11.076, o certificado de recebíveis do agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Destaca-se que a emissão de referido título é exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.

Quanto às garantias para os certificados de recebíveis do agronegócio, frisa-se que: “*referidos títulos conferem direito de penhor sobre os direitos creditórios a ele vinculados,*

²⁴⁵ DOWNES, John e GOODMAN, Jordan Elliot. Dicionário de Termos Financeiro e de Investimento, 3ª edição; tradução, Ana Rocha Tradutores Associados, p. 310.

²⁴⁶ BURANELLO, Renato. Novos títulos para Financiamento do Agronegócio. *In: Revista de Direito Mercantil* n°. 137 p 167.

independentemente de outra convenção que poderá dispor sobre garantias adicionais, reais ou pessoais, livremente negociadas”²⁴⁷.

Questão relevante do ponto de vista jurídico sobre os certificados de recebíveis do agronegócio – CRA consta de comunicado divulgado pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio do qual manifesta que em reunião do colegiado realizada em 18 de novembro de 2008²⁴⁸, referido colegiado decidiu por comunicar ao mercado que utilizará, para a análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de certificado de recebíveis do agronegócio – CRA e companhias securitizadoras emissoras de CRA, a regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de certificados de recebíveis imobiliários – CRI, por entender que possuem natureza jurídica semelhante à do CRA, embora sejam vinculados financiamentos de atividades distintas.

Nesse sentido, considerando que referidos certificados possuem natureza jurídica semelhante, embora estejam vinculados a financiamentos de atividades econômicas distintas, referido comunicado traz de forma bastante evidente quais são os direitos creditórios que servem de lastro para a emissão de CRA, conforme segue:

“O CRA é necessariamente vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.”²⁴⁹

Para finalizar esse item, é importante trazer recente MEMO/SRE/GER-1/Nº45/2013²⁵⁰, por meio do qual é possível verificar em uma estrutura prática submetida à análise da Comissão de Valores Mobiliários em que se demonstra em bases legais, todos os títulos que poderão servir de lastro para um CRA, conforme segue:

²⁴⁷ Ibidem.

²⁴⁸ “REGULAMENTAÇÃO DO CRA – CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO – MEMO/SDM/Nº 30/2008 - Reg. nº 6289/08 - Relator: SDM - O colegiado aprovou proposta da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM de edição de comunicado ao mercado informando que a CVM utilizará, para a análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de certificado de recebíveis do agronegócio – CRA e de companhias securitizadoras emissoras de CRA, a regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de certificados de recebíveis imobiliários - CRI.”

²⁴⁹ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/infos/Comunicado%20CRA.asp>

²⁵⁰ Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=8782-0.HTM>

“1.1 A Lei 8.929/94 (“Lei 8.929”) instituiu as Cédulas de Produto Rural (“CPR” ou “CPR Físicas”), que são títulos representativos de promessa de entrega de produtos rurais, emitidas por produtor rural e suas associações, inclusive cooperativas, e podendo contar ou não com garantia cedularmente constituída.

1.2 A Lei 8.929/94 instituiu ainda as Cédulas de Produto Rural com liquidação financeira (“CPR Financeiras”), que são CPR que não preveem a entrega física do produto, apenas a liquidação com o pagamento do valor correspondente à multiplicação da quantidade especificada pelo preço ou índice de preços adotado no título.

1.3 Por sua vez, a Lei nº 11.076/04 (“Lei 11.076”) estabeleceu diversos títulos com vistas ao financiamento da cadeia de agronegócios, entre os quais encontram-se os CRA e os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (“CDCA”).”

Quanto às securitizações que envolvem títulos representativos da dívida rural, o principal ponto controvertido, e na verdade pacificado pela jurisprudência do Superior Tribunal de Justiça²⁵¹ está na executividade dos títulos representativos de tais créditos e a prerrogativa legal em se alongar dívidas dessa natureza. Nesse sentido, sendo o título securitizado, fazendo ou não parte de um novo negócio jurídico, no caso a securitização, detectados os elementos identificados na Lei 9.138/95, referido tribunal é praticamente unânime em reconhecer o direito de alongar a dívida.

Para fins de contextualização do problema, a Lei 9.138/95 tem como fundamento a subvenção econômica da atividade rural e visava o financiamento dessa atividade, trazendo a prerrogativa de alongamento de dívidas rurais constituídas por entidades públicas e estabelecimentos de crédito particulares em favor dos produtores ou cooperativas rurais. Ocorre que os créditos securitizados não estão mais no âmbito das entidades públicas e estabelecimentos de crédito particulares de crédito. Mesmo assim, o judiciário vem reconhecendo a manutenção da prerrogativa de alongamento em créditos securitizados. O resultado prático disso é que esse alongamento poderá levar a securitizadora de crédito a descumprir os prazos de devolução de recursos captados por meio de emissões de títulos securitizados, caso não tenha considerado tal hipótese e venha incorrer em uma situação dessa natureza.

²⁵¹ Cf. Súmula 289 do STJ.

Ponto de atenção que resta mencionar em relação ao adquirente de um título originado de operação de securitização nessas condições, é que tempo para se ressarcir do valor investido poderá ser maior, se o devedor do título originador da securitização levar a discussão relativa à exequibilidade da obrigação ao Judiciário.

4.5.4. Certificados de cédula de crédito bancário

Os certificados de cédula de crédito bancário parecem ser um mecanismo de securitização que tem ficado à margem das discussões.

Os certificados de cédulas de crédito, além dos créditos contidos nas cédulas que lhe servirão de lastro, incorporam suas garantias pessoais e reais. Se devidamente registradas produziriam efeitos perante terceiros.²⁵² Nesse contexto, não se identificam razões para não considerar os certificados de cédula de crédito bancário, que “*empacotam*” essas cédulas, como instrumentos de securitização.

Aliás, vale um pequeno desvio do assunto securitização, com referência ao aparente “*tiro no escuro*” dado ao se criar as cédulas de crédito bancário. Sem adentrar ao mérito da instabilidade jurídica relativa ao meio pelo qual foi criada²⁵³, mas já levando em consideração julgados acerca da exequibilidade do título²⁵⁴, este evoluiu de simples título de crédito para valor mobiliário. Neste trabalho traz-se à baila a discussão sobre a possibilidade de se considerar os certificados de cédulas de crédito bancário, também conhecidas no mercado financeiro como C3B ou CCCB, um instrumento de securitização para instituições financeiras. Esse mecanismo encontra-se “*escondido*” em referido normativo, ou seja, já estaria previsto na regulamentação desde a edição da primeira norma que criou as CCBs²⁵⁵, tendo sido regulamentada em 2001 pelo Banco Central²⁵⁶.

Traz-se à discussão o problema inerente à negociação do Certificado desencadear a cessão dos créditos representados pelas CCBs que lhe servem de lastro. Neste caso, fica a

²⁵² CAMPOS, Diogo Leite e PINTO, Cláudia Saavedra. Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal. p. 12 e ss.

²⁵³ Lembrando que esta foi criada por meio de Medida Provisória, o que gerou certa desconfiança sobre sua efetividade, até que tenha tido tratada definitivamente por meio de lei ordinária.

²⁵⁴ Sobre esse assunto o recente Recurso Especial Nº 1.103.523 - PR (2008/0241966-5), afasta a tese de que “em abstrato, a Cédula de Crédito Bancário não possui força executiva”.

²⁵⁵ Cf. Art. 19 da Medida Provisória 1.925/99.

²⁵⁶ Cf. Res. CMN 2.843/01.

instituição financeira emissora do Certificado, na condição de sua depositária e mandatária legal, responsável por promover a cobrança dos créditos, em caso de inadimplemento no futuro dos devedores das cédulas lastro, repassando o respectivo valor arrecadado aos titulares dos Certificados²⁵⁷.

Especificamente no caso desse título, aparentemente estaria afastado o risco de que a sua cessão desnaturaria o crédito. Este argumento tem sido utilizado para a renegociação de dívidas cedidas por instituições financeiras, já que o representante nessa renegociação, ainda que por conta do mandato, continuará sendo a instituição financeira.

Um argumento importante quanto à manutenção da natureza do crédito vem das decisões que precederam a edição da Súmula 289 do STJ, cujo enunciado prevê que: “*o alongamento de dívida originada de crédito rural não constitui faculdade da instituição financeira, mas, direito do devedor nos termos da lei*”.

Muitas dessas decisões traziam discussões sobre a perda do direito de renegociação das dívidas rurais pelo devedor em razão do crédito ter sido securitizado²⁵⁸. Nesse contexto, o entendimento do tribunal deveria seguir no mesmo sentido para ambos os lados. Se, por exemplo, fossem submetidas à apreciação judicial questões relativas aos juros cobrados nas obrigações securitizadas, este não deveria admitir que a securitização pudesse alterar as condições originalmente pactuadas^{259/260}.

²⁵⁷EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna e outros. Mercado de Capitais – Regime Jurídico, p.8.

²⁵⁸Cf.: Agravo Regimental no Recurso Especial 435341; Agravo Regimental nos Embargos Declaratórios no Agravo 680501-RS; Agravo Regimental no Agravo 476337-RS, Recurso Especial 268015-SP.

²⁵⁹Cf. Embargos Declaratórios na AR 3510 / SC EMBARGOS DE DECLARAÇÃO NA AÇÃO RESCISÓRIA 2006/0039497-2

Ementa: EMBARGOS DE DECLARAÇÃO. AÇÃO RESCISÓRIA. DECISÃO JUNGIDA AOS TERMOS DO JULGADO RESCINDENDO.

“1 - O especial foi provido pela decisão rescindenda a fim de permitir a capitalização mensal dos juros, devidamente pactuada em cédula de crédito rural.

2 - Apresenta-se, então, como extravagante e impertinente qualquer debate ou decisão no julgamento da rescisória acerca da taxa de juros e da securitização da dívida, inclusive quanto à incidência da Súmula 121 do STF, haja vista que posterior a este verbete a Lei 9.138/95 - Art. 5º, § 5º, II.

3 - Embargos de declaração rejeitados.”

²⁶⁰ Cf. Recurso Especial 232817 / MS Recurso Especial 1999/0088002-1

EXECUÇÃO. RENEGOCIAÇÃO DO DÉBITO. DIREITO À SECURITIZAÇÃO QUANTO À DÍVIDA ORIUNDA DE CRÉDITO RURAL. TAXA DE JUROS REMUNERATÓRIOS E MORATÓRIOS. TR.

– Conforme o disposto na Lei 9.138, de 29.11.1995, a securitização da dívida constitui um direito do devedor rural e não mera faculdade do Banco.

– Admissível a pactuação da taxa dos juros remuneratórios sem os limites previstos pela Lei de Usura. Juros remuneratórios permitidos à taxa de 12% ao ano em face da convenção celebrada entre as partes.

– TR não avençada. Descabimento. Recursos especiais parcialmente conhecidos e, nessa parte, providos.

4.6. Cessão de créditos

A cessão de créditos nas operações de securitização segue a linha tradicional de ser o negócio jurídico *“em virtude do qual o credor transfere a outrem a sua qualidade creditória contra o devedor, recebendo o cessionário o direito respectivo com todos os acessórios e garantias”*²⁶¹.

No entanto, o beneficiário dos créditos recebidos por meio da cessão será o adquirente dos títulos emitidos, que terão como lastro referidos créditos. Muito embora o fim seja o de viabilizar a operação de securitização, não perde sua característica de ser negócio jurídico típico regulado no Código Civil Brasileiro, previsto no artigo 286, o qual dispõe que: *“o credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação”*. Ou seja, este é mais um elemento do instituto da securitização ou negócio jurídico que compõem a securitização no Brasil.

Outra questão importante é que: *“a cessão é um contrato, sendo para tanto ineficaz a declaração unilateral de cessão sem que exista a aceitação (que frequentemente é tácita)”*²⁶². Cumpre esclarecer que aqui está sendo tratada a relação entre cedente e cessionário. Em relação ao devedor, uma vez notificado, este ficará obrigado realizar os pagamentos ao novo credor.

Alguns pontos colocam-se com relação à Cessão dos Créditos, os quais deverão ser superados nas operações de securitização, para que os adquirentes dos títulos emitidos após o procedimento de securitização não sejam prejudicados. São eles: a validade da cessão entre as partes e perante terceiros; os efeitos da cessão; e a limitação da responsabilidade do cedente.

Perante o devedor, coloca-se que a cessão se opera tão logo este seja notificado e a aceite. Desde o momento em que foi notificada e aceita a transmissão, produzem-se os seguintes efeitos: o cessionário se converte em credor com direito de acionar o devedor. Ao ingressar o crédito no patrimônio do cessionário, não poderá ser oposta nenhuma exceção

²⁶¹ PEREIRA, Caio Mario Da Silva Pereira. Instituições de Direito Civil, Vol. II, p. 351.

²⁶² ENNECCERUS, Ludwig. Derecho de Obligaciones, Volumen Primero. p 382

posterior à aquisição do crédito. Do mesmo modo o cedente não poderá realizar mais qualquer ato de disposição com relação a referido crédito²⁶³.

Mas o posicionamento acima não é uniforme, pois também é possível identificar entendimento no sentido de que o crédito se transfere ao novo credor ao se concluir o contrato de cessão²⁶⁴, esclarecendo-se ainda que o entendimento predominante anterior seguiu a linha de que o crédito só se transferiria se existisse uma notificação pelo cessionário ao devedor. No entanto, a notificação seria o mecanismo para que tivesse efeitos sobre o devedor²⁶⁵.

Sobre esse ponto, prevê o Código Civil Brasileiro que “*Art. 290. A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita*”. Significa dizer que o código adotou como princípio que não é inválida ou inexistente a cessão sem a notificação ao devedor. No entanto, não produz efeitos sobre o devedor enquanto não for notificado.

Outro ponto está ligado à limitação da responsabilidade do cedente pela existência do crédito, “*Salvo convención en contrario el cedente es garante de la existencia del crédito por no de la solvencia del deudor*”²⁶⁶. Referida previsão também está contida na combinação dos artigos 295 e 296 do Código Civil Brasileiro vigente, os quais dispõem respectivamente que:

“Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé” e “salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor”.

Cumprir lembrar que, nos títulos de crédito o legislador resolveu situação parecida de forma diferente, como é o caso da cadeia de endossos, estabelecendo a solidariedade entre os endossantes. Fundando-se nas regras da cessão civil, no entanto, o cedente é responsável pela existência do crédito, conforme visto. Vale mencionar que a aplicação dessa a solidariedade em contratos de cessão, tal qual ocorre nos endossos, poderia resolver o problema da

²⁶³ RIPERT, Georges, BOULANGER, Jean. Tratado de derecho civil, segun el tratado de Planiol. TOMO V, 2º parte, p. 465

²⁶⁴ ENNECCERUS, Ludwig. Derecho de Obligaciones, Volumen Primero. p 389

²⁶⁵ ENNECCERUS, Ludwig. Derecho de Obligaciones, Volumen Primero. p 389, nota 1

²⁶⁶ RIPERT, Georges, BOULANGER, Jean. Tratado de Derecho Civil, segun el Tratado de Planiol. TOMO V, 2º parte p. 465.

responsabilidade sobre os créditos, se fosse adotada contratualmente. No entanto, a solução seria pouco provável em um processo de securitização, pois a cessão não seria reconhecida como “*true sale*” o que afastaria o efeito de “*off balance sheet*” da securitização.

Salienta-se que para fins da securitização poderão ser cedidos créditos performados ou não performados, conforme o veículo utilizado. Assevera a doutrina que não há obstáculos para a cessão de um crédito futuro ou de um crédito que somente futuramente será adquirido pelo cedente, mas a transmissão, em tal caso somente se operará no momento em que o crédito nascer em favor do cedente²⁶⁷.

Possivelmente o principal ponto relativo à cessão está no fato de que os tribunais vêm reconhecendo a possibilidade de novação dos créditos cedidos, sem que seja garantida a manutenção do conteúdo.

A doutrina prevê que a cessão:

*“difere da novação e do pagamento com sub-rogação, em que não se opera a extinção da obrigação, mas ao revés, permanece esta viva e eficaz. Apenas a soma dos poderes e das faculdades inerentes à razão creditória, sem modificação do conteúdo ou natureza da obligatio, desloca-se da pessoa do cedente para a daquele que lhe ocupa o lugar na relação obrigacional.”*²⁶⁸.

Seguindo por essa linha, assevera Pontes de Miranda que se houve a cessão do crédito principal, do ponto de vista legal junto com o principal foram cedidos os créditos relativos aos juros e os créditos futuros. Se não houver disposição em contrário o crédito cedido acompanhará todos os seus acessórios.²⁶⁹

Outra questão que surge com relação à cessão nas securitizações é a “*true sale*”²⁷⁰. No Brasil o “*true sale*” é cessão definitiva e acabada.²⁷¹ A exemplo do que ocorre no direito português, o mecanismo chamado “*true sale*” é utilizado para gerar um privilégio legal também conhecido como isolamento. Os ativos são transferidos de forma plena e legalmente

²⁶⁷ ENNECCERUS, Ludwig. Derecho de Obligaciones, Volumen Primero. p 385

²⁶⁸ PEREIRA, Caio Mario Da Silva Pereira. Instituições de Direito Civil, Vol. II, p. 351.

²⁶⁹ MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado de Direito Privado. Tomo XXIV. p 35

²⁷⁰ A “*True sale*” no Brasil é considerada a cessão do crédito perfeita, acabada e irreversível, sem qualquer retenção do risco pelo cedente, seja por meio de coobrigação ou por obrigação de recompra.

²⁷¹ NAJJARIAN, Ilene Patrícia, Securitização de Recebíveis p. 107.

reconhecida, tornando-se propriedade dos investidores, sem que sejam afetados pela insolvência do cedente, por ser uma cessão reconhecida legalmente como perfeita e irreversível²⁷².

Nessa mesma linha, a cessão deverá ser plena e não sujeita a condição ou termo, com relação aos créditos presentes, por vez, com relação aos créditos futuros, a transferência somente se operará no momento em que o crédito passar efetivamente a existir²⁷³.

Quanto à cessão de créditos em caso de falência, vale mencionar que esta questão está tratada nos termos da própria Lei 11.101/05, conforme segue:

“Art. 136. Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior, e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor.

§ 1o Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador.”

4.6.1. Risco da cessão de créditos nas securitizações

Na cessão de crédito, dois pontos se destacam para fins da securitização, sendo estes: (i) a eficácia desta perante terceiros, a fim de evitar que estes venham turbar o direito adquirido por meio de cessão, querendo valer-se de créditos cedidos para satisfação junto ao cedente, que eventualmente se veja incapacitado de honrar com suas obrigações; e (ii) o limite da responsabilidade do cedente pelos créditos cedidos.

Busca-se, com isso, demonstrar os eventuais riscos decorrentes da limitação da responsabilidade expressa no instrumento de cessão de créditos sem coobrigação.

Não é difícil escutar que os compradores dos títulos decorrentes do processo de securitização estão adquirindo títulos que existem por si só. No entanto, quem adquire tais

²⁷² CAMPOS, Diogo Leite e PINTO, Cláudia Saavedra. Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal. p. 15 e

ss.
²⁷³ Ibidem.

títulos recebe conjuntamente com estes uma carga de negócios jurídicos, os quais em tese deveriam ser avaliados por estes.

Tais títulos podem até existir isoladamente dos negócios que serviram de lastro para sua emissão, mas se assim forem analisados, perceber-se-á que podem não se sustentar.

Dizer que os riscos dos negócios subjacentes são meros riscos de crédito, e para tanto não deveriam ser avaliados sob a ótica jurídica, vez que este seria o papel dos analistas de crédito (nesse caso economistas, contadores ou até mesmo engenheiros), parece ser um grande engano. Entende-se necessário considerar que o risco de crédito também é composto, significativamente, por riscos jurídicos.

Exemplo possível de se avaliar sob a ótica desse trabalho é a securitização de recebíveis de royalties do petróleo²⁷⁴. Em análise desse tipo de operação, observou-se o fato de que não se tratava de crédito em favor do ente público cedente dos créditos. Foi apontado que a securitização envolvia a alienação do crédito mediante transferência do risco, sem qualquer obrigação por parte do alienante.

No entanto, na estrutura apresentada ocorreria a aquisição de debêntures subquirografárias pelo cedente, que suportariam eventuais créditos cedidos e não performados, já que ao ceder tais créditos, cede-se quantia determinada, porém o montante a ser percebido pelo ente é futuro e incerto. A aquisição de tais debêntures de certa forma é um meio de retenção de riscos pelo cedente, que se tratava de ente público. Se há retenção de riscos pelo cedente pode-se dizer que há coobrigação por parte do cedente. Nessa linha, tal operação ficaria suscetível a questionamento quanto à impossibilidade de concessão de crédito aos entes federativos ou mesmo antecipação de receita orçamentária, caso não tenha sido submetido à autorização legislativa específica, podendo assim levar tal operação ao patamar da nulidade. Entretanto, mais uma vez, o cedente dos créditos seria responsável apenas pela existência do crédito e não por sua validade.

Observa-se que nesse caso os créditos existem. O que se pode questionar são as questões de validade. Do mesmo modo que a cessão existirá, este fato não poderá levar o cedente a qualquer questionamento. O que será alvo de questionamento será a validade da cessão que comprometerá a sua eficácia. No entanto, se a responsabilidade do cedente está

²⁷⁴ SOUTO, Marcos Juruena Villela e Rocha, Henrique Bastos. Securitização de Recebíveis de Royalties do Petróleo. In: Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 16, p. 81

relacionada à existência do crédito²⁷⁵, sua existência parece inquestionável, mas os seus beneficiários após a cessão poderão ser prejudicados.

No que tange à responsabilidade na cessão voluntária o cedente não é obrigado pela *bonitas nominis*²⁷⁶, a não ser que expressamente se declare responsável pela solvência do devedor. Na ausência de estipulação o cedente responde somente pela *veritas nominis*²⁷⁷, isto é, fica responsável pela realidade da dívida, ou seja, pela existência do crédito ao tempo da cessão²⁷⁸. Para o caso das cessões de créditos não performados, seria possível aplicar o entendimento de que é lícito estipular que o cessionário assume a existência do risco do crédito (contrato aleatório), e neste caso, nada tem a repor o cedente se dele nada vier a existir.²⁷⁹

Nesse contexto, passa a ser necessário analisar como devem ser avaliadas as relações de causa e efeito, originadas de atos jurídicos imperfeitos que levam a resultados econômicos desastrosos. E esses efeitos econômicos desastrosos poderão ser vistos em um processo de securitização que eventualmente seja eivado de vícios de formação, sejam na *originação* do crédito ou na cessão dos créditos, como visto até aqui.

O que se verifica é o tratamento da cessão de créditos do Código Civil em que a responsabilidade do cedente fica limitada à existência do crédito, sem fazer qualquer menção à validade. Esse é um dos pontos discutidos na recuperação de empresas economicamente viáveis por intermédio da securitização, onde se pondera que o cedente “(...) responde apenas pela existência dos créditos cedidos, não lhe cabendo a solvência dos devedores”²⁸⁰.

²⁷⁵ Código Civil Brasileiro:

“Art. 295. Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé.”

“Art. 296. Salvo estipulação em contrário, o cedente não responde pela solvência do devedor.”

²⁷⁶ Solvência do Devedor

²⁷⁷ Existência do crédito

²⁷⁸ PEREIRA, Caio Mario Da Silva Pereira. Instituições de Direito Civil, Vol. II, p. 362.

²⁷⁹ Ibidem. p. 363.

²⁸⁰ RODRIGUES, Frederico Viana. A recuperação de empresas economicamente viáveis por intermédio da securitização de créditos no Brasil e no Direito Comparado. In: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, nº 29, p. 149.

4.7. Investidores

Mais especificamente sobre a securitização, partindo de uma definição econômica sobre o tema, verifica-se que “(...) a partir da securitização, é criada uma estrutura de captação de recursos associada à qualidade dos ativos, ou ainda, da qualidade de receitas geradas por esses ativos(...)”²⁸¹. Diante disso, verifica-se a importância em se avaliar a qualidade dos créditos que originam a operação de securitização, pelos credores, que, em última análise, serão os poupadores. Mas quem são esses poupadores?

Já alertava Ripert, ainda que se referindo ao processo de oferta de ações - mas sem que seja possível esquecer que se trata de procedimento de oferta de título no mercado de capitais, que:

“O futuro acionista continua a assinar sem ler o boletim impresso de que todavia o banqueiro lhe remete cópia e, se o lesse, não entenderia grande coisa. O capitalista compra os títulos cotados em Bolsa sem desconfiar que se torna um sócio e sem conhecer os estatutos da sociedade a qual fica agregado. A defesa da economia é uma questão de moralidade ou de direito penal, eis tudo.

*O verdadeiro problema é a coleta da economia. A lei permite aos fundadores da sociedade lançar subscrição pública para recolher fundos. Permite-lhes substituir esses fundos por títulos que circularão em público, que se venderão e comprarão como mercadorias (...)”*²⁸²

Provavelmente com o objetivo de afastar aqueles investidores menos preparados e mais aventureiros, a regulamentação de alguns dos veículos acima listados para realizar operações de securitização indica a qual tipo de investidor se destina aquele investimento. Em tese, se está diante de uma oferta pública, esta poderá atingir um público indeterminado. No entanto, em determinadas situações, somente certos investidores que atendam critérios específicos previstos na regulamentação poderão adquirir os ativos ofertados.

No caso específico, verifica-se que os fundos de investimento em direitos creditórios somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário,

²⁸¹ CANSADO, Thais Romano e GARCIA, Fábio Gallo. Securitização no Brasil. p.10.

²⁸² RIPERT, Georges. Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno, p. 127.

quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado²⁸³, considerando-se como investidores qualificados aqueles assim definidos na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários²⁸⁴.

Outra situação específica de securitização em que se define o investidor passível de adquirir os ativos emitidos pelo veículo é o previsto na regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados, que em vista dos ativos que podem integrar sua carteira²⁸⁵, não só determina que somente investidores qualificados estão autorizados a adquirir aqueles ativos, mas ainda, fixa o valor mínimo de cada cota. Considerando a cota como uma unidade indivisível, seu valor será de, no mínimo, um milhão de Reais. A justificativa está contida no próprio texto do artigo, que referido valor é estabelecido em vista das características específicas do fundo, do interesse público e da proteção ao investidor²⁸⁶.

Conforme regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, o conceito de investidor qualificado é o apresentado na Instrução CVM 409/04, que regulamenta fundos de investimento. Sendo aplicável a todos os fundos de investimento que não estejam expressamente excluídos da abrangência de referida norma por meio de rol exaustivo constante do parágrafo único do Art. 1º. Por outro lado, é aplicável a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à Comissão de Valores Mobiliários, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos, nos termos do seu artigo 119A.

²⁸³ Instrução CVM 356/01, Art. 3º, INC II.

²⁸⁴ Instrução CVM 356/01, Art. 2º, INC VIII;

²⁸⁵ Instrução CVM 444/06, Art. 2º, “§ 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios:

I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;

II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;

III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;

IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;

V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;

VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e

VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do Art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.”

²⁸⁶ “Art. 4º Os fundos regulados por esta Instrução:

(...) Parágrafo único. O disposto no inciso II do caput deste artigo não se aplica ao FIDC-NP cuja política de investimento tenha como objetivo preponderante a realização de aplicações em direitos creditórios enquadrados nas hipóteses dos incisos II e VII do § 1º do Art. 1º, facultando-se à CVM, em vista das características específicas do fundo, do interesse público e da proteção ao investidor, estabelecer valor nominal mínimo para as cotas, que não poderá ser superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de Reais).”

Embora em princípio referidos dispositivos possam parecer contraditórios, convivem na regulamentação harmonicamente.

Como mencionado acima, a Instrução CVM 409/04 traz a seguinte lista de investidores considerados como qualificados:

“Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I - instituições financeiras;

II - companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III - entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV - pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;

V - fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;

VI - administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VII - regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.”

Acrescenta-se a essa lista empregados ou sócios do administrador ou gestor do fundo, desde que expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a Comissão de Valores Mobiliários.²⁸⁷

Demonstra-se que, em geral, é possível identificar um investidor qualificado por três formas: (i) pela sua capacidade de compreender e assumir os riscos, como é o caso dos administradores de carteira, consultores de investimentos credenciados na Comissão de Valores Mobiliários e empregados ou sócios do administrador ou gestor, quando autorizados pelo diretor responsável pelo fundo na Comissão de Valores Mobiliários; (ii) por serem investidores institucionais, tais como instituições financeiras, seguradoras, entidades abertas e fechadas de previdência complementar, e ainda, os regimes próprios instituídos pelos entes públicos; ou (iii) pelo caráter financeiro combinado com declaração de capacidade de

²⁸⁷ Instrução CVM 409/04. Art. 109, parágrafo único.

compreender os riscos, que é o caso de investidores que possuam no mínimo R\$ 300.000,00 em investimentos e atestem sua condição de investidor qualificado

A diferenciação entre investidores qualificados e não qualificados destaca-se pelo fato de os investidores qualificados, por possuírem maior capacidade de compreender e assumir riscos poderem, por exemplo, concentrar seus investimentos de forma diferenciada, tendo ampliados os limites de concentração em determinados ativos ou emissores. A característica de investidor qualificado está fundada no princípio da maior capacidade de compreensão dos riscos ou de suportar maiores riscos, inclusive de perdas, tanto assim que fundos destinados a investidores qualificados são dispensados da apresentação de prospecto e podem dobrar certos limites por emissor.

A prática dos fundos de investimento ainda traz outra figura de investidor qualificado, que ficou conhecido como “*investidor super qualificado*”. Essa definição não existe na regulamentação com tal denominação, mas reflete a regra prevista no artigo 110B da Instrução CVM 409/04.

Vale mencionar que para não haver desvios na regra, o investimento em fundos destinados a investidores qualificados por meio de outros fundos somente poderá ocorrer se este também for restrito a investidores qualificados. Administradores de fundos de investimento em consulta à Comissão de Valores Mobiliários sugeriram interpretação mais abrangente da Instrução CVM 476/09, que considerava fundos destinados a investidores não qualificados, para fins daquela norma, aptos fazer investimentos em ativos destinados exclusivamente a investidores qualificados, o que não levou tal consulta a êxito²⁸⁸.

A norma brasileira, de certo modo, se espelhou no *Regulation D*, que é a regulamentação norte-americana que traz as definições equivalentes ao que seria nosso investidor qualificado. Em relação a esta, no entanto: “*the objectives of these rules and policies underlying the Act, Regulation D is not available to any issuer for any transaction or chain of transaction (...)*”²⁸⁹. São regras gerais que os investidores deverão observar.

²⁸⁸ Processo Administrativo nº 2009-7903.

²⁸⁹ COFFEE JR, John et al. *Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms.*, p. 164. Tradução Livre: O objetivo dessas regras e políticas submetidas ao Regulation D não avaliam cada emissor ou transação ou cadeia de transações (...)

Outro ponto importante a se destacar é que referida regra nos Estados Unidos da América, embora seja um meio de tentar uniformizar a regulamentação sobre o tema, em Estados membros que adotam regulamentações específicas, em caso de emissão exclusivamente naquele estado, prevalecerá a regra do Estado. Nesse ponto as regulamentações divergem, pois no Brasil, embora a regulamentação advenha de uma autarquia federal, esta se aplica a todo o território nacional.

Questão importante que se verifica ao comparar as normas é que no caso do Regulation D, *“these rules are available only to the issuer of the securities and not to any affiliate of that issuer or to any person for re-sales of the issuer’s securities”*²⁹⁰. Destaca-se que nesse ponto específico a Comissão de Valores Mobiliários em determinados casos foi mais rígida. Este foi o caso dos fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados, em que determinou que mesmo no mercado secundário o adquirente das cotas deverá ser investidor qualificado, conforme definição contida na regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários relativamente aos fundos de investimento²⁹¹.

E, embora na maioria dos casos as regras da Comissão de Valores Mobiliários restrinjam os investimentos nesse tipo de ativo financeiro aos investidores qualificados, que em tese conhecem melhor os riscos envolvidos em operações mais sofisticadas, não há como garantir que esses efetivamente conhecem os riscos a que se submetem. Isso porque tal conceito funda-se, precipuamente, em argumento econômico, qual seja, investidores que possuam mais de R\$300.000,00 (trezentos mil reais) disponíveis para investimentos e atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, o que não faz com que na prática seja avaliado o nível de conhecimento do risco a que se submeterão. Ademais, também se verifica que esse grupo de investidores qualificados inclui as entidades de previdência, sejam estas abertas ou fechadas, seguradoras e companhias de capitalização, as quais, realmente, se espera que conheçam os riscos a que se submetem, pois também lidam com uma espécie de poupança popular.

É importante destacar que um dos bens jurídicos tutelados, nesse caso, é a poupança popular. Nesse sentido, os adquirentes poderão simplesmente ser: (i) investidores, que buscam remunerar melhor seus investimentos (poupança) direcionando seus recursos ao mercado de capitais; (ii) entidades abertas ou fechadas de previdência complementar; ou (iii)

²⁹⁰ COFFEE JR, John et al. Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms. p. 164

²⁹¹ Cf. ICVM 444/06, Art. 4º I

sociedades seguradoras e de capitalização que investem suas reservas técnicas atuariais nesse mercado para garantir o cumprimento de obrigações futuras. Por essa razão, os reflexos dos riscos intrínsecos nesses instrumentos deverão ser depurados, para que sejam mensurados de forma bastante clara, sem contar o trânsito desse risco de dentro para fora do sistema financeiro e em sentido contrário.

É necessário considerar, o entendimento da doutrina referente à regulação do mercado de capitais. Essa regulação atua predominantemente na esfera estatal (embora não necessariamente exercida pelo Estado, como é o caso da autorregulação, originária dos próprios membros de determinado ramo de atuação), no sentido de editar normas e fiscalizar seu cumprimento em um mercado determinado, limitando a liberdade de atuação de seus participantes²⁹².

Nesse sentido, caberia ao próprio Estado zelar pelos credores e pelas operações de securitização, já que, em muitos casos, tais operações resultarão em valores mobiliários emitidos no mercado de capitais.

Vale lembrar que a doutrina pondera que a noção de valor mobiliário é basicamente instrumental, vez que se destina a delimitar a regulação estatal no mercado de capitais, pois considera esse mercado como um ambiente de risco, por envolver a captação popular de recursos por parte das companhias abertas e dos demais emissores de tais títulos²⁹³.

Não menos importante é destacar que a Comissão de Valores Mobiliários, caso os créditos securitizados sejam objeto de distribuição pública, registra a emissão e cobra as taxas de fiscalização incidentes sobre o registro e distribuição. Todavia, o registro da oferta de tais créditos, transformados em valores mobiliários, não é garantia de que a operação subjacente seja legítima, pois a análise da referida autarquia restringe-se aos aspectos formais e não de conteúdo da operação registrada.

E essa informação é importante à medida que o registro da Comissão de Valores Mobiliários não é uma chancela da qualidade, mas sim a garantia somente de que determinados requisitos formais foram cumpridos.

²⁹² EIZIRIK, Nelson. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*, p. 31

²⁹³ EIZIRIK, Nelson. *Os Valores Mobiliários na Nova Lei das S/A*. In: Revista de Direito Mercantil n. 124, p. 74.

4.7.1. O Investidor é quem suporta o risco?

A regulamentação não só para os investimentos relativos à securitização, mas em algumas situações, traz regras mais flexíveis para investidores considerados como qualificados, sob a justificativa de que estes estão mais aptos a entender os riscos e conseguem suportar perdas maiores, em razão do volume e recursos disponíveis para investimentos.

No caso da abertura na classificação de investidores qualificados trazida pela Instrução CVM 476/09, ao prever que fundos destinados a investidores não qualificados seriam considerados como qualificados para fins de aquisição de ativos emitidos com base nos procedimentos previstos em referida norma. O regulador estava considerando a *expertise* de um gestor profissional que escolheria o ativo a ser adquirido pelo fundo. Por esta razão entendeu que tal veículo estava apto a adquirir um ativo emitido com base em tal norma. Nesse caso, não estava considerando a capacidade de perda por parte dos cotistas, que não estavam dispensados de observar os critérios econômicos que fazem com que um investidor seja considerado qualificado. A obrigação de um gestor profissional é de meio e não de resultado. Assim, permanece a questão sobre a capacidade do investidor em suportar uma perda gerada por um investimento de maior risco, ainda que o aumento do risco seja pela não avaliação previa e autorização específica do regulador para a emissão daquele ativo.

Outra situação é a dos poupadores por meio de previdência, seja esta fechada ou aberta. O veículo por meio do qual acumulam sua poupança é considerado investidor qualificado, mas o poupador, em si, poderá não possuir capacidade para absorção de perdas que eventualmente seriam suportadas por poupadores com maior capacidade econômica, como são os investidores efetivamente considerados como qualificados.

Contraposição a este argumento está no fato de que as poupanças privadas acima mencionadas, chamadas de ativos garantidores de reservas técnicas possuem normas específicas que limitam o investimento em determinados ativos, como é o caso de alguns ativos emitidos com base em operações de securitização. Por exemplo, as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, certificados de recebíveis imobiliários e certificados de recebíveis do agronegócio.

Em suma, será o investidor quem suportará o risco, especialmente o de perdas financeiras. Não importará se o investidor é mais ou menos experiente, qualificado ou não qualificado (em situações admitidas pela regulamentação), adquirente direto ou indireto de títulos emitidos por meio de securitização, ainda que representado por profissional habilitado ou por meio de veículo de investimento considerado apto para suportar tal risco.

4.8. Formas de distribuição

Conforme apresentado em nota anteriormente, a distribuição pública de valores mobiliários requer que seu emissor seja constituído na forma de sociedade anônima, salvo situações específicas²⁹⁴.

Ainda no âmbito da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários é possível identificar dois normativos que regulamentam a oferta pública de valores mobiliários. São estas: (i) a Instrução CVM 400/03, que apresenta todo o rito sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário; e (ii) a Instrução CVM 476/09 que trata das ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados.

Pela sistemática adotada pela Instrução CVM 400/03, a totalidade das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente ao registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM²⁹⁵.

Tal procedimento tem como finalidade, conforme previsto na própria norma, assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, buscando garantir tratamento equitativo a todos os ofertados, por meio de ampla, transparente e adequada divulgação de informações sobre a oferta²⁹⁶.

²⁹⁴ Cf. Instrução CVM 480/09, somente podem ser emitidos valores mobiliários por empresas não constituídas na forma de sociedade anônima, nas situações especificada em referida norma.

²⁹⁵ Cf. Instrução CVM 400/03, Art. 2º.

²⁹⁶ Cf. Instrução CVM 400/03, Art. 1º

Verifica-se que referida norma traz o tratamento de como deverão ser as ofertas públicas por meio da procura de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários.

A diferença de aplicação entre o procedimento adotado pela Instrução CVM 400/03 ou Instrução CVM 476/09 está justamente na limitação da abrangência da oferta.

As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários²⁹⁷. Estarão limitadas a um número de “ofertados” de no máximo 50 (cinquenta) investidores qualificados, para que no máximo 20 (vinte) investidores qualificados adquiram referidos valores²⁹⁸.

Outro fator importante a ser destacado é que a Instrução CVM 476/09 determina um rol taxativo de ativos que poderão ser ofertados por meio desse mecanismo, dentre os quais se incluem debêntures não conversíveis ou não permutáveis por ações, os quais são títulos emitidos pelas securitizadoras de créditos financeiros, conforme já abordado; certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio, também já tratados; e ainda, cotas de fundos de investimento fechados, nas quais estão incluídas as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, sejam estes padronizados ou não padronizados²⁹⁹.

Vale dizer que para cada uma das formas de oferta, seja esta pública (Instrução CVM 400/03) ou pública com esforços restritos (Instrução CVM 476/09), existirão diversos procedimentos que deverão ser seguidos, conforme previsto em cada uma das normas correspondentes.

Contudo, observa-se, que não são tratadas aqui: (i) as ofertas privadas ou “*private placement*” por não serem reconhecidas pela Comissão de Valores Mobiliários³⁰⁰; e (ii) títulos cambiais de instituição financeira, que conforme já tratado não se submetem ao regime da Lei 6.385/76.

²⁹⁷ Cf. Instrução CVM, 476/09, Art. 2º

²⁹⁸ Cf. Instrução CVM, 476/09, Art. 3º

²⁹⁹ Outros ativos permitidos por meio dos procedimentos descritos na Instrução CVM 476/09, confira referida instrução.

³⁰⁰ Discussões sobre este tema surgirão com relação ao limite do que é uma oferta com esforços restritos ou do que será uma oferta privada, preferimos não adentrar a essa discussão nesse trabalho pelo nível a que se estenderá essa discussão.

4.8.1. Mercados de negociação dos títulos securitizados

Considerando o fato de que um dos principais objetivos da securitização é trazer ao mercado títulos ou créditos que de alguma forma estavam fora deste, ou seja, transformá-los em um título ou valor mobiliário mais facilmente negociável, passa-se a fazer breves considerações sobre este “ambiente” em que são negociados títulos de crédito e títulos e valores mobiliários.

A principal questão que se verifica na correlação entre esse ambiente e a securitização, estaria na forma em que tais ativos são negociados.

Embora se pretenda no Brasil criar um mercado mais transparente de renda fixa, no qual se incluíam os ativos-lastro de operações de securitização, os ativos originados em operações de securitização ainda são negociados em mercados de balcão seja este organizado ou não.

Nesses ambientes de negociação os papéis são negociados conforme o preço estabelecido entre as partes e somente levados a registro e, eventualmente, a liquidação em tais mercados por obrigação legal³⁰¹. No entanto, do ponto de vista prático, embora em alguns momentos se tenha abordado questões sobre a negociação no mercado secundário de ativos securitizados, isso ainda não existe de forma efetiva em um ambiente de formação de preços transparente. Aliás, isso valeria tanto para os ativos-lastro quanto para os ativos emitidos posteriormente ao processo de securitização.

Do ponto de vista teórico, isso gera um risco potencial e jurídico, principalmente quando os adquirentes desses ativos ficam expostos à utilização de oportunidades indevidas de seus administradores de recursos³⁰².

O que se espera, é que um mercado mais transparente de títulos poderia impulsionar a utilização do mecanismo da securitização.

³⁰¹ FARHI, Maryse e SINTRA, Marcos Antônio Macedo. A crise financeira e o Global Shadow Banking System, p. 36

³⁰² Vale destacar que conforme o desvio na atuação desses administradores de recursos, Cf. Instrução CVM 8/79, se autorizados pela Comissão de Valores Mobiliários estarão sujeitos a sanções nos termos da Lei.

5. SECURITIZAÇÃO ENQUANTO NEGÓCIO JURÍDICO ÚNICO

Conforme apresentado até aqui, é fato que as operações de securitização são compostas por diversos negócios jurídicos, aqui chamados de elementos da securitização. Estes se iniciam no negócio jurídico subjacente, por exemplo, em uma compra e venda, prestação de serviços ou concessão de crédito, que não obrigatoriamente nascem para constituir uma operação de securitização, mas que no curso do tempo acabam convergindo para um fim econômico único que é o de circular um conjunto de créditos que isoladamente não teriam liquidez.

Sob a ótica jurídica surge a dúvida se as operações de securitização, por serem formadas por diversos negócios jurídicos, confluem para uma operação única ou mais precisamente, negócio jurídico único, que se enquadraria em um dos tipos de negócio indicados nesse capítulo. Para isso, será necessário analisar cada um destes negócios.

Vale mencionar que, se em algum momento a securitização for considerada como um negócio jurídico único e “*por objeto do negócio jurídico deve-se entender todo o seu conteúdo*”³⁰³, será necessário também entender seu conteúdo como um todo, como buscou-se fazer até aqui.

Orlando Gomes, ao analisar uma operação que envolvia diversos negócios jurídicos interligados (tais quais venda a comprador externo, empreitada para construção do material vendido ou prometido à venda, contrato de câmbio para obtenção de recursos financeiros necessários ao financiamento à produção, contrato de garantia do pagamento da dívida oriunda do financiamento da produção, acostado aos seguros de crédito à exportação) tratou de esclarecer de antemão que seria necessário isolar cada uma das operações econômicas dos outros negócios jurídicos conexos³⁰⁴. E é o que se passa a fazer a seguir.

³⁰³ AZEVEDO, Antônio Junqueira, *Negócio Jurídico*, 4ª edição atualizada de acordo com o novo Código Civil. p. 134. Observa-se que entendemos aplicável a referência acima, ainda que no texto original estivesse dando-se ênfase na explicação sobre entendimentos relativos à caracterização da manifestação de vontade como elemento central do negócio jurídico, já que a securitização seria formada por vários negócios.

³⁰⁴ GOMES, Orlando Gomes, *Novíssimas Questões de Direito Civil* p. 269.

5.1. A Securitização enquanto negócio jurídico conexo ou coligado

Seguindo a mesma linha do que ponderou Orlando Gomes, o capítulo anterior cuidou de praticamente dissecar as operações de securitização, abordando cada um dos negócios envolvidos nesse tipo de operação. No entanto, surge a dúvida sob o aspecto teórico jurídico, quanto a se tratem de meros negócios jurídicos conexos ou coligados em referida operação.

Informação importante sobre a terminologia da coligação contratual ou contratos conexos (aqui tratados como negócios jurídicos conexos ou coligados), encontra-se no fato de que esta variará conforme o local em que é adotado, por exemplo: Na Itália cuida-se do “*collegamento negoziale*”; em Portugal da “*união de contratos*”; na França “*grupos de contratos*” e nos Estados Unidos “*linked contracts*” ou contratos ligados, na Espanha por *contratos conexos*. Já Argentina se fala em *contratos em cadeia ou rede de contratos*³⁰⁵.

Messineo leciona que às vezes poderá haver uma pluralidade de negócios jurídicos, materialmente conexos, como pode ocorrer, por exemplo, a *contrario sensu*, em um negócio jurídico único cujas declarações de vontade constem de vários documentos. Para tanto, esclarece que será necessário discutir a causa do negócio. Se a causa é única, mesmo quando for complexa, ter-se-á um negócio jurídico único, podendo existir entre tantos outros negócios jurídicos que eventualmente sejam conexos³⁰⁶. Nessa linha, o conjunto de negócios jurídicos não obrigatoriamente o torna um único negócio.

Não exatamente com base na referência acima, mas seguindo as lições de Messineo, Carvalhosa conclui que o Contrato de Compra e Venda e Troca, nas ofertas públicas de ações, ao preencher função econômico-social unitária, apresenta-se como um negócio jurídico único³⁰⁷. Em notas traz a lição de Messineo, que: “*estabelece a causa como critério distintivo entre contrato unitário com conteúdo complexo e pluralidade de contratos conexos, conforme seja ela única ou haja pluralidade de causas*”³⁰⁸.

Entende-se importante trazer a informação de que, após estudo sobre coligação contratual, passou-se a identificar na regulamentação (francesa) previsão de que a invalidade de contratos de compra e venda acarretaria a nulidade ou a ineficácia dos contratos de

³⁰⁵ ENEL, José Virgílio Lopes. Contratos Coligados *In*: Revista De Direito Mercantil n. 132, p.113.

³⁰⁶ MESSINEO, Francesco, Manual de Derecho Civil Y Comercial p. 341.

³⁰⁷ CARVALHOSA, Modesto. Oferta Pública de Ações, p. 62.

³⁰⁸ Ibidem, p. 62, nota 62.

financiamento³⁰⁹. Cabe lembrar que a jurisprudência brasileira vem seguindo essa mesma linha quanto aos contratos de financiamento imobiliário, ou mesmo quanto aos lançamentos em faturas de cartão de crédito relativos às vendas parceladas, como já abordado. Lembrando, inclusive que estes poderão ser créditos aptos a compor as operações de securitização.

Trazendo tal questão para este trabalho, verifica-se mais uma vez a importância de que o operador do direito ao avaliar uma operação de securitização, por segurança deverá alcançar em sua análise o primeiro negócio jurídico da cadeia. Em situações extremas, se configurada pelo Judiciário uma coligação contratual, o último ato da cadeia, que poderá ser a negociação do título no mercado secundário, poderá ser invalidado. Daí a importância de que a análise do ativo securitizado, em sua oferta primária, alcance o negócio jurídico subjacente.

Lembra-se haver Orlando Gomes cuidado de explicar que o contrato do lojista do *shopping center* não é um contrato coligado. Esclarece que na coligação de contratos não há unidade de causa, pois cada contrato conserva a sua, há somente unidade econômica e pluralidade jurídica, o que não ocorre em referido contrato³¹⁰. Por essa vertente seria possível entender que a securitização seria um negócio jurídico coligado, pois não há unidade de causa entre os primeiros negócios e os últimos da cadeia, mas haverá unidade econômica. Os negócios jurídicos subjacentes, primeiros negócios da cadeia de securitização, não obrigatoriamente são formados para compor uma posterior securitização. No entanto, se for de interesse do credor desses negócios jurídicos originalmente constituídos cedê-los a um veículo de securitização, formar-se-á uma unidade econômica e pluralidade jurídica, na cadeia de negócios que gerará a emissão do título securitizado.

No Superior Tribunal de Justiça já existe discussão sobre ser possível a revisão judicial de contratos renegociados no curso de operações de securitização³¹¹. Em determinado acórdão, é possível identificar que já há inclinação jurisprudencial sobre a vinculação da renegociação, identificada como novação, a uma relação jurídica continuada. Nesse contexto a possibilidade de revisão dos contratos anteriores seria possível. E assim cláusulas abusivas, ilegais, que estariam sendo submetidas ao novo termo da renegociação, poderiam ser rediscutidas, mesmo que esta significasse, a partir de então, benefício para o devedor, como

³⁰⁹ ENEI, José Virgílio Lopes. Contratos Coligados *In*: Revista De Direito Mercantil n. 132.p.114

³¹⁰³¹⁰ GOMES, Orlando. Novíssimas questões, p. 365

³¹¹ Agravo Regimental no Recurso Especial 530737 / RS, mencionando (Recurso Especial 470806/RS, Rel. Ministro CARLOS ALBERTO MENEZES DIREITO, TERCEIRA TURMA, julgado em 12/08/2003, DJ 29/09/2003 p. 244)

ocorre na denominada securitização. Nesse contexto, entendeu-se existir uma relação jurídica continuada, sendo possível a revisão dos contratos que deram causa à securitização.³¹²

No mesmo sentido vem sendo discutida a coligação de contratos pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, considerando que a extinção do contrato de compra e venda gera a extinção do contrato de financiamento ou do lançamento em fatura de cartão de crédito, mencionados acima.

Seria algo muito próximo à coligação funcional de Máximo Bianca, mencionada por Verçosa, em que

*“acrescenta à modalidade de coligação funcional aquela resultante da unidade da função perseguida pelas partes, ou seja, quando as várias relações negociais existentes tendem a realizar uma finalidade prática unitária. Neste caso, as relações particulares perseguem um interesse imediato, instrumento fundamental em relação ao interesse mediato (ou final) da operação como um todo.”*³¹³

Ou ainda, contratos complexos propriamente ditos, nos quais:

*“(...) diante de dúvidas sobre a harmonização de cláusulas dos contratos combinado, o interprete deve ter em conta qual seja a finalidade econômica essencial do negócio. Se houver infração, em relação a determinada cláusula que possa ser isolada das demais será aplicável a solução encontrada no contrato simples da qual houver sido extraída”*³¹⁴

Passa-se, então, a avaliar os negócios jurídicos complexos.

³¹² Agravo Regimental no Recurso Especial 530737/RS, mencionando (Recurso Especial 470806/RS, Rel. Ministro CARLOS ALBERTO MENEZES DIREITO, TERCEIRA TURMA, julgado em 12/08/2003, DJ 29/09/2003 p. 244)

³¹³ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial v.4 p. 147.

³¹⁴ Ibidem. p. 154.

5.2. A securitização enquanto negócio jurídico complexo

Explica Orlando Gomes que a incorporação imobiliária era ao seu tempo considerada um contrato atípico misto³¹⁵ (doutrinariamente utiliza-se a classificação misto como sinônimo de complexo³¹⁶), se não tivesse sido definido em lei de forma nominada, acrescentava que se tratava de três prestações típicas, unificadas por uma causa típica que sem perder a individualidade se fundem numa unidade complexa, adquirindo tipicidade³¹⁷.

Seguindo o desenvolvimento do racional apresentado, parece ser possível até reunir argumentos para que, assim como nas incorporações imobiliárias, as operações de securitização fossem conceituadas como um contrato atípico misto, ou seja, complexo, igualmente se não fosse o fato de ter sido definido em lei, conforme apresentado no início deste trabalho.

Não se trata aqui de um negócio jurídico firmado por prazo determinado repetido sucessivamente, por mera prorrogação de prazo, como é o caso do contrato de locação comercial ou mesmo do contrato de trabalho de safra, em que o contratante celebra contratos curtos para evitar descumprimento legal ou formação da relação de trabalho, com objetivo de fraudar a lei³¹⁸. Encontram-se aqui negócios jurídicos sucessivos que formam um negócio jurídico economicamente complexo, no entanto, vulnerável em seu resultado final por eventuais fragilidades nos negócios jurídicos individuais.

Na interpretação da doutrina de Messineo, os negócios jurídicos complexos e os negócios jurídicos conexos não devem se confundir: (i) os complexos possuem unidade de causa e mesmo de objetivo, originados da combinação de distintos esquemas negociais, formando-se um único contrato com o agrupamento de elementos de distintos contratos, residindo fato dominante a vontade das partes em formar aquele negócio; (ii) os conexos, por sua vez, são uma pluralidade de contratos, cada um com sua causa, tendo finalidade comum atender causa econômica posterior³¹⁹. E embora não se confundam, é possível identificar na doutrina argumentos para classificar as operações de securitização tanto em uma quanto em outra figura, ainda que não exatamente.

³¹⁵ GOMES, Orlando. Contratos. pp. 446 e 451.

³¹⁶ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial v.4 p. 153.

³¹⁷ GOMES, Orlando. Contratos, 17ª edição, pp. 446 e 451

³¹⁸ Ibidem.

³¹⁹ ROSITO, Francisco. Os Contratos Conexos e sua interpretação. *In*: Revista de Direito Mercantil n. 145, p. 86

Ferrara diz que o ato objetivamente complexo é aquele que emana ou de uma ou mais pessoas ou de um ou mais temas, tendo conteúdo e objeto variado. O negócio caracterizado como complexo mantém no mínimo unidade quanto às condições formais de validade e complexidade de atos. Nesta figura existirá mais de um ato com liame entre si.³²⁰ Mas alerta, no entanto, que também não deverá se confundir o ato coletivo com o complexo³²¹. Fato é que a securitização, ainda que compreendida por diversos negócios jurídicos, formalizados por diversas pessoas naturais ou jurídicas, ao menos em tese, não seria um ato coletivo.

Nessa mesma linha de classificação contratual, segundo a estrutura em que se apresentam unidades do negócio e nexos de interdependência entre negócios, ou seja, negócios simples e negócios complexos (de formação sucessiva), Betti³²² esclarece que todo exame do negócio está alinhado à composição estrutural que abrange tanto a forma quanto o conteúdo. Assim, seria possível existir negócios jurídicos simples, ou resultantes de uma pluralidade de atos, que se integram reciprocamente em seu conteúdo e compõem uma unidade no negócio jurídico.

Mas aqui se pergunta qual será o critério para que se estabeleça a unidade de negócio partindo da pluralidade de atos que se reúnem. Exemplifica que em relações que requeiram um regramento complexo, contempladas em uma numerosa série de cláusulas, (algumas com mais e outras com menos importância), cada uma destas cláusulas pode existir isoladamente, mas se dirigem a uma obrigação única, não sendo concebidas como uma multiplicidade de negócios. O problema central se dá em saber: (i) quando é que se deve reconhecer um único negócio jurídico com pluralidade de declarações ou (ii) quando, ao contrário, se está diante de uma multiplicidade de negócios unidos em um ato jurídico, por nexos que não contemplam valor autônomo em cada um.

Ao trazer questões análogas a esta, explica Betti³²³ que consideram a matéria, o objeto do direito e as relações jurídicas, discutindo-se o liame entre estes. E se na união de várias matérias, de vários objetos ou relações de direito surge um novo negócio, permanecendo inalterada a individualidade dos elementos reunidos. E ainda o critério de resolução se reduz a examinar se no regime em que se destina o direito, o complexo de

³²⁰ FERRARA, Luigi Cariotta. *Il Negozio Giuridico nel Diritto Privato Italiano*, p. 175.

³²¹ *Ibidem*, p. 180

³²² BETTI, Emilio. *Teoria General Del Negocio Jurídico*, p. 217 e ss.

³²³ *Ibidem*.

matérias, de objetos ou de relações, surge como unidade indissociável, em que o objeto das relações jurídicas tenha como fim uma disciplina interdependente. Finaliza então explicando que será necessário o exame do problema e dos diferentes tipos de nexos eficientes entre os negócios jurídicos e, por outro lado, as diferentes figuras dos negócios que se reduzem a uma unidade jurídica com pluralidade de declarações³²⁴.

Com base nos ensinamentos acima, Comparato concluiu que o contrato de *leasing* apresentava-se como um negócio jurídico complexo e não como uma simples coligação de negócios, pois, “*não obstante a pluralidade de relações obrigacionais típicas que o compõem, apresenta-se funcionalmente uno: a causa do negócio é sempre o financiamento de investimentos*”³²⁵

Mais recentemente identifica-se conclusão no sentido de que embora os contratos de *leasing* sejam bastante diferentes da securitização, conforme a sua utilização poderiam ter função econômica similar à securitização ou mobilização de ativos, além de ser um conjunto de contratos já previstos no ordenamento jurídico, reunido pela estrutura do novo negócio, mas mantendo suas identidades e características próprias.³²⁶

Seguindo por essa linha de raciocínio, seria possível concluir que as securitizações se não fossem consideradas em nosso ordenamento jurídico como negócios jurídicos complexos, ao menos em sua função econômica seria assemelhada a de negócios jurídicos complexos.

Contudo, embora se tenha identificado acima algumas definições sobre o negócio jurídico complexo, pode-se considerar este negócio como o fato social representativo do ato jurídico, no qual se explica a autonomia privada, intuindo que tanto o conteúdo quanto a causa típica poderia resultar a integração ou modificação do contexto social do ato³²⁷. Por sua vez, Vicente Rao, pontua existir divergência na qualificação do ato complexo, transpondo essa afirmação para o negócio jurídico complexo, surgindo incerteza quanto ao instituto. Traz aquele autor, no entanto, referência à doutrina de Carnelutti, esclarecendo que este faz referência ao fato de que os atos complexos dividem-se em coletivos e compostos.

³²⁴ Referido autor afasta do negócio jurídico complexo algumas situações cujas declarações multilaterais ou atos a ele intrínsecos são parte do mesmo negócio ou pressuposto para este tal como a proposta e aceitação, são dois atos distintos, sendo um preparatório para o outro.

³²⁵ COMPARATO, Fábio Konder. Ensaio e Pareceres de Direito Empresarial, p. 329.

³²⁶ CAMINHA, Uinie, Securitização, 2ª edição, p. 139.

³²⁷ *Novissimo Digesto Italiano*, p. 212.

Na coligação, Vicente Rao apresenta informação de que se identificam o ato jurídico cumulativo, o ato jurídico concursal e o ato jurídico continuado, mencionando Carnelutti que empresta princípios de direito penal ³²⁸. Nos negócios compostos, que não possuem unidade, estariam os unilaterais, bilaterais ou recíprocos.³²⁹ Quanto aos atos de formação sucessiva, esclarece ser o conjunto de atos que só se aperfeiçoam com a verificação de outros, cujos efeitos se integram. Nesse contexto, um ato só começa a produzir efeitos quando os anteriores tiverem sido praticados. Uma vez praticado o último ato constitutivo, os efeitos retroagem até o primeiro ato. Nesse caso, há uma complexidade constitutiva e sucessiva por multiplicidade objetiva de declarações do mesmo ou dos mesmos agentes, visando o ato final. Nisso se diferencia do ato complexo em que uma multiplicidade concomitante de elementos subjetivos que emanam declarações paralelas.

Seguindo essa regra, se verificam nas securitizações atos sucessivos, como por exemplo, o contrato de compra e venda e a cessão de crédito, em que um deverá acontecer após o outro. Do mesmo modo que se verificam negócios concomitantes, com declarações paralelas, como por exemplo, o negócio jurídico subjacente e sua garantia.

5.3. A securitização enquanto negócio jurídico indireto

Com referência ao negócio jurídico indireto, também tratado como contrato indireto por Bulgarelli³³⁰, explica Ascarelli que *“há o um negócio jurídico indireto, quando as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado para alcançar, consciente e consensualmente, por seu intermédio, finalidades diversas das que, em princípio, lhes são típicas”* ³³¹.

Exemplo disso poderia ser a opinião de Messineo referindo-se ao contrato normativo, mencionada por Verçosa, no sentido de que referido contrato exerceria uma função anômala com o que o Direito tradicionalmente reserva para os contratos em seu sentido estrito³³².

³²⁸ RAO, Vicente. Ato Jurídico. p. 57 e ss.

³²⁹ Ibidem.

³³⁰ BULGARELLI, Waldirio. Contratos Mercantis, p. 95.

³³¹ ASCARELLI, Túlio. Problemas das Sociedades Anônimas e o Direito Comparado, 2ª edição. p. 94.

³³² VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial v.4 p. 166

Embora o contrato seja ato consensual entre as partes, no caso de contrato normativo as cláusulas já estariam previamente estabelecidas para futuros contraentes³³³.

Ascarelli ainda explica que o negócio de cessão de créditos em sua origem histórica era considerado com negócio jurídico indireto, à medida que se dava por meio de uma procuração judicial em causa própria para representação.³³⁴ Relata, ainda, a presença histórica de contratação de mútuo para garantia de contratos de compra e venda³³⁵.

Observação importante colocada por ASCARELLI é que:

*“as cláusulas peculiares, destinadas a consecução do escopo ulterior, não modificam o tipo de negócio adotado; é sempre, portanto a disciplina peculiar ao tipo do negócio adotado a que deve regular a relação das partes, embora tenham, elas, concluído o negócio para a consecução de um escopo anormal.”*³³⁶

Afinal:

*“visa evidenciar um fenômeno sociológico e histórico, resultante da utilização de um determinado negócio para conseguir fins diversos daquele que lhe é, tipicamente, peculiar, evidenciando, assim um contraste entre a estrutura legal e a prática contratual. Este contraste, às vezes, pode representar uma reação fraudulenta da prática, às vezes, porém o indício de exigências que merecem ser satisfeitas com a disciplina do novo negócio”*³³⁷

Ao tratar a securitização como um negócio jurídico indireto, o que se verifica é a utilização de diversos negócios jurídicos típicos e próprios para a realização de um novo negócio jurídico com o fim específico, seja este o de mobilização de créditos seja este o de captação de recursos para desenvolvimento de determinada atividade.

³³³ Ibidem.

³³⁴ ASCARELLI, Túlio. Problemas das Sociedades Anônimas e o Direito Comparado, 2ª edição. p.98

³³⁵ Ibidem.

³³⁶ Ibidem, p. 103.

³³⁷ ASCARELLI, Túlio. Problemas das Sociedades Anônimas e o Direito Comparado. p.120.

5.4. A securitização enquanto negócio de formação sucessiva

Outra figura encontrada na doutrina em que poderia se enquadrar a securitização, e possivelmente seria a que melhor se adeque a essa operação, são os negócios de formação sucessiva, qual seja:

*“(...) o conjunto de negócios unidos numa ordem de sucessão temporal, caracterizam-se pela circunstância de que cada qual esgota sua eficácia própria. Produzem efeitos em cadeia, um sucedendo ao outro. Constituem-se pela sequência de negócios, todos voltados para uma finalidade última, que só pode ser alcançada com a prática seriada de todos.”*³³⁸

Essa definição parece ser a que melhor retrata as operações de securitização, salvo pelo fato de que se trata de “*sequencia de negócios voltados para uma finalidade última*”.

Se: (i) o fim da securitização é a mobilização de créditos, transformando créditos ilíquidos ou de baixa liquidez em créditos “circuláveis”; e (ii) essa operação tem como fim a captação de novos recursos para desenvolvimento de determinada atividade, seja esta financeira ou comercial, então seria possível concluir, que aquele que compra ou toma um serviço para pagamento a prazo não realiza negócio visando à securitização. Isso desqualificaria o argumento de que a securitização seria um negócio de formação sucessiva, já que o primeiro negócio da cadeia não estaria voltado para a finalidade última que é a circulação de créditos.

No entanto seria possível concluir que a securitização poderia ser tratada como um negócio de formação sucessiva se: (i) a securitização for vista pelo resultado por ela gerado; (ii) viabilizando o financiamento em uma cadeia produtiva por meio da mobilização dos créditos; (iii) considerando a captação de recursos para desenvolvimento da atividade; (iv) o crédito for fator necessário para aquisição do produto. Então se verificará que aquele que adquire um bem financiado, embora não tenha como objetivo a securitização está dentro de um círculo em que não obrigatoriamente o crédito por este tomado é a origem, mas uma parte de um processo circular que converge para a securitização.

³³⁸ GOMES, Orlando. Introdução ao Direito Civil. p 325.

5.5. Notas finais relativas à securitização enquanto negócio jurídico

Permanece a questão se as securitizações seriam negócio indireto ou de **contratos sucessivos**. Sendo ainda possível dizer que se trata de **negócio jurídico complexo**, formado por negócios jurídicos sucessivos.

Enfim, foram apresentados argumentos que qualificariam as operações de securitização tanto como negócios jurídicos complexos, ainda que não exatamente, quanto para negócios jurídicos coligados, mas também com argumentos positivos e negativos, bem como com relação ao negócio jurídico indireto e negócio de formação sucessiva.

Salienta-se o risco de que o primeiro negócio da cadeia de uma securitização, eventualmente levado à discussão no judiciário, poderá comprometer toda a cadeia de negócios que o sucederá para formar a securitização, conforme a classificação de negócio jurídico único que lhe for atribuída no judiciário.

Verçosa, ao trazer a doutrina de Vincenzo Roppo, quanto aos efeitos dos vícios de um contrato decorrência de sua coligação com outro, explica que referido autor entende que, pela existência de contratos coligados, eventuais vícios poderão atingir o outro negócio jurídico³³⁹. Nas securitizações, todos os demais negócios jurídicos realizados para se constituir uma operação de securitização dependem do negócio jurídico originário ou subjacente, o que significa dizer que fica bastante difícil sustentar que a securitização não seria atingida em caso de vício no negócio jurídico subjacente.

Nesse contexto, reafirma-se a necessidade de que em casos concretos a avaliação da estrutura da securitização alcance o primeiro negócio jurídico da cadeia, de modo a, independentemente do tipo de negócio identificado, complexo, conexo, coligado ou indireto, este será perfeito e não precisará ser rediscutido.

³³⁹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. Curso de direito comercial v.4. p. 148.

6. CONCLUSÃO

Percorridos todos os elementos que compõem uma operação de securitização, verifica-se uma grande reunião de negócios jurídicos, que em uma operação de securitização são intrinsicamente ligados, embora do ponto de vista jurídico possam existir isoladamente.

Assim, conforme foi possível verificar no curso deste trabalho, a securitização nasce a partir de um conjunto de **operações de crédito**, financeiras (originadas ou não no âmbito do sistema financeiro nacional) ou não financeiras, mas não se limitam a estas. Poderá inclusive ser composta por fluxos de caixa, direitos ou recebíveis, performados ou não, os quais são **cedidos** para um “**veículo de securitização**”, que por sua vez **emitirá títulos** ou **valores mobiliários** lastreados em referidos créditos, podendo a emissão dos títulos ocorrer antes ou depois da cessão.

Forma-se assim, uma corrente de negócios jurídicos, que em algum momento poderá ligar as duas pontas, tornando-a circular, a depender da estrutura definida em instrumentos próprios.

A captação de recursos poderá ser utilizada para aquisição de novos créditos e o produto do recebimento desses créditos poderá ser repassado integralmente aos investidores. Mas também será possível uma estrutura em que somente parcela dos créditos seja repassada aos credores, servindo a parcela remanescente para retroalimentar uma cadeia de aquisição de novos créditos, e assim sucessivamente.

O negócio jurídico subjacente, por sua vez, é o negócio que antecede à securitização, passando a ser parte desta, a partir dos recursos mantidos no veículo de securitização, em regra, captados pela emissão de títulos.

Verifica-se no decorrer do trabalho que as obrigações creditícias geradas pelo negócio jurídico subjacente, que poderá ser ou não o primeiro dos elos da cadeia, deverão ter seus aspectos jurídicos sempre avaliados.

Embora a avaliação dos riscos de crédito caiba aos analistas de crédito, no desenvolvimento deste trabalho buscou-se demonstrar algumas das mais importantes questões jurídicas da securitização identificadas em pesquisa.

Destacam-se, dentre estas questões jurídicas, a formalização de estrutura e vícios eventualmente identificados nestas. E mais do que isso, buscou-se demonstrar quais são os principais riscos jurídicos identificados, que deverão ser avaliados pelos adquirentes de créditos securitizados. Isto resultou em um foco maior nos riscos do negócio jurídico subjacente que suporta as securitizações, podendo impactar toda a cadeia.

Observou-se, ainda, que se faz necessária a obtenção de informações que compreendem a totalidade dos negócios jurídicos envolvidos em uma operação de securitização, desde o negócio jurídico subjacente, inclusive os documentos que materializam esse negócio, bem como todos os negócios que dela decorrem, como suas garantias, instrumentos de cessão para aquisição dos créditos e assim sucessivamente, até a emissão do título.

Somente tendo acesso à totalidade desses documentos é que será possível começar a desenvolver uma análise efetiva da operação de securitização por completo.

Vale ainda mencionar que a análise jurídica de uma operação de securitização completa não se limitaria à avaliação dos documentos mencionados acima. Conforme o negócio jurídico subjacente lastro da operação de securitização, será necessário prévio conhecimento ou estudo aprofundado do arcabouço jurídico que o suporta.

Exemplos disso estão em diversos apontamentos realizados do decorrer do trabalho. Para créditos bancários, existem posicionamentos da jurisprudência sobre a questão dos juros. Também na jurisprudência encontram manifestações embasadas no Código de Defesa do Consumidor para recebíveis de cartões de crédito. Para créditos originários de concessões, será necessária certa incursão no Direito Administrativo, o que também ocorrerá com créditos vinculados a empresas públicas ou aos próprios entes da administração pública. Isso torna o instituto da securitização multidisciplinar e muito desafiante.

Também é possível identificar essa multidisciplinariedade e complexidade no exemplo abaixo. Veja que o credor/investidor poderia perder seus recursos se quaisquer dos elos da cadeia de circulação do crédito se rompessem. Nas incorporações imobiliárias: (i) pela não construção do imóvel, (ii) por não serem honradas as notas promissórias emitidas pelos mutuários na aquisição do imóvel na planta diretamente com a construtora, ou simplesmente, por terem sido firmadas em branco; (iii) por vício na cessão, que não descreveu corretamente

o bem ou o crédito cedido; ou (iv) decorrente de qualquer outra razão que leve à quebra da cadeia.

A perda financeira do referido credor/investidor decorrerá, muitas vezes, do fato deste não ter capacidade técnica para avaliar os riscos jurídicos intrínsecos ao título oriundo de um processo de securitização. E esses investidores, mesmo quando considerados como qualificados pela regulamentação, ainda que representados por quem tenha capacidade para avaliação desses riscos, poderiam não ser capazes de suportar as perdas.

Vale mais uma ressalva quanto a esse ponto. As restrições ou limites relativos à regulação das poupanças privadas previdenciárias, por exemplo, sequer seriam de competência do regulador do mercado de capitais. Indaga-se, ainda, se seria necessária a intervenção ou não no controle dessas poupanças, ou seja, regulamentação sobre os investimentos de entidades de previdência, fora do âmbito das discussões sobre securitização.

Identificar as possíveis falhas ou problemas que poderão gerar a ruptura dos referidos elos, e assim, demonstrar quais consequências a que os adquirentes dos créditos estão sujeitos, parece ser uma das formas de se buscar prevenir tais consequências.

Também não se pretende imputar a responsabilidade exclusivamente ao investidor, principalmente nas hipóteses em que o risco é tão implícito que até mesmo investidores capacitados a avaliá-lo poderiam não identificá-lo. Assim como nos casos submetidos a procedimentos administrativos sancionadores³⁴⁰ em que coube ao próprio regulador fiscalizar e apenar os envolvidos.

Discussões sobre o patrimônio segregado também poderiam deixar em risco uma operação de securitização. Por princípio essa barreira pode ser entendida de forma restrita, exclusivamente perante terceiros estranhos ao processo de securitização. Vale esclarecer que, com relação ao patrimônio legalmente segregado, não foram localizadas na jurisprudência discussões sobre “contaminações” ou descon siderações de patrimônios segregados de um mesmo veículo de securitização. No entanto, questões dessa natureza poderiam colocar o

³⁴⁰ PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº RJ 2011/10415; PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº RJ2009/2917; DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19/03 e outros.

instituto da securitização em risco, caso o Judiciário venha a desconsiderá-lo, ainda que *contra legem*.

Como dito, relatam-se neste trabalho algumas situações e pontos de atenção que deverão ser observados pelos credores finais dessas operações, pois serão os principais impactados em eventuais problemas nos elementos e procedimentos aqui descritos.

É imperativo, no entanto, que a análise dos ativos subjacentes não seja fator impeditivo se investir em títulos securitizados. Existem situações em que a emissão de um título está lastreada por créditos das mais diversas naturezas dos mais diversos credores. Nessas situações, salvo se houver problemas jurídicos latentes, o mitigador do risco da operação não será jurídico, mas estará na dispersão de modalidades de créditos e devedores. Uma avaliação jurídica de cada um dos ativos subjacentes, nessa situação, poderia ser impeditiva por razões de custo e tempo.

Um ponto identificado como problema foi o fato de que possivelmente não exista uniformidade de tratamento na ligação entre o negócio subjacente e o título gerado pela securitização.

Identificados todos esses pontos, chega-se à conclusão de que a securitização é um instituto formado por um complexo de negócios jurídicos. Isso não significa dizer que se trata de um negócio jurídico complexo, coligado, indireto, de formação sucessiva ou outro tipo específico de negócio jurídico único por definição ou essência, mas sim de um instituto formado por uma série de operações, que podem guardar características de todas essas espécies de negócios jurídicos.

No entanto, o que se pode afirmar com precisão é que para cada uma das espécies de negócios jurídicos acima listados, foram encontrados argumentos positivos ou negativos para neles classificar o instituto da securitização. Todavia, como foram identificados argumentos tanto positivos ou quanto negativos, para cada um deles, não foi possível classificar o instituto da securitização de forma definitiva em nenhuma dessas espécies, nem destacar uma possível classificação como tais, em situações reais.

Nesse contexto, conclui-se como necessária, além de uma avaliação da operação de securitização como um todo, a avaliação individualizada de cada operação que a compõe, especialmente quanto ao negócio jurídico subjacente, pois se levado à discussão no judiciário,

poderá comprometer toda a cadeia de negócios que o sucederá para formar a securitização, conforme a classificação de negócio jurídico único que lhe for atribuída no judiciário.

Por fim, deve-se considerar que as operações de securitização como um negócio único terão aspectos positivos para os seus credores, em situações de prescrição ou de manutenção das condições originais, desde que não abusivas, mas pesará contrariamente, quando da identificação de problemas no negócio jurídico subjacente. Como visto, esses vícios poderão invalidar toda a cadeia de negócios que poderão vir a formar determinada operação de securitização, o que reforça a necessidade de avaliação criteriosa do ativo subjacente pelo operador do direito que auxiliar os potenciais adquirentes de títulos securitizados.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Nelson. *Direito Bancário*. 12ª edição atualizada por Carlos Henrique Abrão. São Paulo: Saraiva, 2009.

AKERLOF, George A. *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500.

ASCARELLI, Túlio. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 1969.

AZEVEDO, Antônio Junqueira, *Negócio Jurídico*, 4ª edição atualizada de acordo com o novo Código Civil. São Paulo: Saraiva, 2002.

BARRETO, Lauro Muniz. *Questões de Direito Bancário*. Max Limonad: São Paulo, 1970.

BARROS, José Roberto Mendonça de, e outros. *Oportunidades para o Mercado de Capitais Brasileiro*. São Paulo: BOVESPA, 2000.

BETTI, Emilio. *Teoria General Del Negocio Jurídico*; trad. A. Martin Peres, Segunda edição – Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1959.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da Fidúcia à Securitização*. Tese de Doutorado. Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2006.

BONFIM, Antúlio, *Derivativos de Créditos e outros Instrumentos*; trad. Cristiane Jaeger. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

BULGARELLI, Waldirio. *Contratos Mercantis*, 14º ed. São Paulo: Atlas, 2001.

_____. *Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito*. In *Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 37. 1980

_____. *Títulos de Crédito*, 16 ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BURANELLO, Renato. *Novos títulos para Financiamento do Agronegócio*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 137. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

CÂMARA, Paulo. *A operação de titularização. In: Titularização de Créditos*, pp.64-94. Lisboa: Instituto de Direito Bancário, 2000.

CAMINHA, Unie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2005.

CAMPOS, Diogo Leite e PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal*. Coimbra: Almedina, 2007.

CANSADO, Thais Romano e GARCIA, Fábio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Editora Atlas, 2007.

CARVALHO DE MENDONÇA, J.X. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*, 7 ed. Vol. V, Livro III, São Paulo: Freitas Bastos, 1966.

CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova Lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Oferta Pública de Ações*. Rio de Janeiro: IBMEC, 1979.

CHALHUB, Melhim Namen. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

CHALHUB, Melhim Namen. *TRUST*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

CHALHUB, Melhim, *A incorporação imobiliária como patrimônio de afetação - a teoria da afetação e sua aplicação às incorporações imobiliárias. Comentários à medida provisória 2.221, de 04.09.2001. In: Revista de Direito Imobiliário, vol. 55, 2003.*

COFFEE JR, John et al. *Federal Securities Laws: Selected Statutes, Rules and Forms*. Foundation Pr, 2003.

COMPARATO, Fábio Konder. *Ensaaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

COMPARATO, Fábio Konder. *O seguro de crédito*. São Paulo: RT, 1968.

CORDEIRO, António Menezes. *Manual de Direito Bancário*, 4ª ed. Coimbra: Almedina, 2010.

COSTA, Roberto Teixeira da. *Mercado de Capitais - Uma trajetória de 50 anos*. São Paulo: Imprensa Oficial de São Paulo, 2006.

DANTAS, José Alves; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; CAPELLETTO, Lúcio Rodrigues. *Determinantes do Spread Bancário Ex-Post no Mercado Brasileiro*, 2011. Disponível: em <http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps242.pdf>

DAS, Satyajit. *Extreme Money – The Master of The Universe & The Cult of Risk*. Great Britain: Pearson Education, 2011.

DE CHIARA, José Tadeu. *A Moeda e a Ordem Jurídica*. Tese de doutoramento apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986.

DE LUCCA, Newton. *Aspectos da Teoria Geral dos Títulos de Crédito*. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1979.

DI PIETRO, Maria Sylvia Zanella. *Direito Administrativo*, vigésima terceira edição. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

DOWNES, John e GOODMAN, Jordan Elliot. *Dicionário de Termos Financeiro e de Investimento*, 3ª edição; trad. Ana Rocha Tradutores Associados. São Paulo: Nobel, 1993.

EIZIRIK, Nelson Laks e outros. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson Laks. *O Papel do Estado na Regulação do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Ibmecc 1977.

_____. *Os valores mobiliários na nova lei das S/A*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n.124. São Paulo: Malheiros Editores, 2001.

ENEI, José Virgílio Lopes. *Contratos Coligados*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 132. São Paulo: Malheiros Editores, 2003.

ENNECCERUS, Ludwig. *Derecho de Obligaciones*, Volumen Primero – Doctrina General, trad. por José Puig Brutau, Barcelona: Casa Editorial Bosh, 1954.

FABOZZI, Frank J. *Securitization: The Tool of Financial Transformation*. 2007. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 31.05.2012.

FARHI, Marise e CINTRA, Marco Antônio Macedo. *A Crise Financeira e o Global Shadow Banking System*. Disponível em: <http://www.fundap.sp.gov.br>. Acesso em: 10.06.2012.

FERRARA, Luigi Cariotta. *Il Negozio Giuridico nel Diritto Privato Italiano*. Morano Editore.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro, produtos e serviços*, 15ª edição, Rio de Janeiro: Qualimark, 2002.

FRANÇA, Limongi (Coordenação). *Enciclopédia Saraiva de Direito*, vol. 21, São Paulo: Saraiva, 1977

FRANCO, Vera Helena de Mello. *Mercado Financeiro e Mercado de Capitais*. In: *Revista Forense*, vol. 399. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2008.

FRANCO, Vera Helena de Melo e SZTAJN, Rachel. *Falência e Recuperação de Empresas em Crise, Comparação com as posições do Direito Europeu*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo: Ed. Universitária de Direito, 2003.

GOMES, Orlando. *Introdução ao Direito Civil*, ed, 19ª. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

_____. *Contratos*, 17ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1997.

_____. *Novíssimas Questões de Direito Civil*. São Paulo: Saraiva, 1984.

GORTON, Gary e METRIC, Andrew. *Regulating the Shadow Banking System*. 2010. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 12.02.2012

GORTON, Gary. *Securitized Banking and the Run on Repo*. 2010. Disponível em <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 12.02.2012

_____. *The Panic of 2007*. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com>. Acesso em: 12.02.2012

LAMY FILHO, Alfredo; PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *A Lei das S.A. - Volume I- (pressupostos, elaboração e aplicação)*. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro*. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro n. 14*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1974.

LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. Dissertação de Mestrado para obtenção de título na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2009

LOSS, Louis. *O papel do governo na proteção dos investidores*. Trad.de Ary Osvaldo de Mattos Filhos. In: *Revista de direito mercantil, industrial, econômico e financeiro n. 58*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

LUNDBERG, Eduardo Luis (coord.). *Juros e Spread Bancário*. Banco Central do Brasil – Departamento de Estudos e Pesquisas – DEPEP. Outubro/1999. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 10/11/2002.

MAIA, Guilherme B.S. *Sistemas Financeiros e Securitização: Implicações para a Política Monetária*. In: *Revista do BNDES n. 30, volume 15*. Rio de Janeiro, 2008.

MARTINS, Fran. *Cartões de Crédito: Natureza Jurídica*. Rio de Janeiro: Forense, 1976

MAZEAUD, Henri; MAZEAUD, Leon; e MAZEAUD, Jean. *Lecciones de Derecho Civil*, parte primeira, volume I, Trad. Luiz Alcalá-Zamora Y Castillo. Buenos Aires: Ediciones Jurídicas Europa-América.

MEIRELLES, Hely Lopes. *Direito Administrativo Brasileiro*, 37 ed. São Paulo: Malheiros, 2010.

MEIRELLES, José Carlos Junqueira. *Securitização*. In: *Titularização de Créditos*. Lisboa: Instituto de Direito Bancário, 2000, pp.37-62

MELLO, Pedro Carvalho. *Mercado de Capitais e Desenvolvimento Econômico*. In: *Introdução ao Mercado de Capitais*, org. Helio o Portocarrero de Castro. Rio de Janeiro: IBEMEC, 1979, p. 25-36

MESSINEO, Francesco. Il contratto in genere - Tomo I (TRATTATO DI DIRITTO CIVILE E COMMERCIALE – Vol. XXI). Milão: Dott. A. Giuffrè Editore, 1973.

_____. Manual de Derecho Civil y Comercial, Tomo II, Doctrinas Generales, trad. Santiago Sentis Melendo. Buenos Aires:Ediciones Jurídicas Europa-America.

_____. Manual de Derecho Civil y Comercial, Tomo IV, Doctrinas Generales, trad. Santiago Sentis Melendo. Buenos Aires:Ediciones Jurídicas Europa-America.

MIRANDA, Francisco Cavalcante Pontes de. Tratado De Direito Privado. Tomo I Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1954.

_____. Tratado de Direito Privado – Tomo IV. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1954.

_____. Tratado de Direito Privado. Tomo V. Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1954.

_____. Tratado De Direito Privado. Tomo XXIV, Rio de Janeiro: Editor Borsoi, 1954.

MOLLE, Giacomo. *I contratti bancari* – TRATTATO DI DIRITTO CIVILE E COMMERCIALE – ANTONIO CICU E FRANCESCO MESSINEO, VOLUME XXV, t.1. Milão: Dott.A.Giuffrè Editore, 1966.

[...]. *Novíssimo Digesto Italiano*, terceira edição. Torino, Itália: Unione Tipografico-Editrice Torinese, 1957.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

PENTEADO JUNIOR, Cássio M. C. *Desintermediação na oferta de crédito e o sistema financeiro*. In: *Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 106. São Paulo: Malheiros Editores, 1997.

PEREIRA, Caio Mario Da Silva Pereira. Instituições de Direito Civil, Vol. II. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

PINHEIRO, Fernando António Perrone e SAVOIA, José Roberto Ferreira. *Securitização dos Recebíveis – Análise dos Riscos Inerentes*. In: *Revista de Finanças Bancárias*, vol. 7, nº 3. 2009.

PINTO, Ronaldo Nogueira Martins. *A Securitização dos Recebíveis Oriundos de Ações Judiciais e outras Formas*. In: *Revista de Direito Privado*, vol. 17. 2004.

RANIERI, Lewis S. *The Origins of Securitization, Sources of Its Growth, and Its Future Potential*. In: *A Primer on Securitization* edited by Leon T. Kendall and Michael J Fishman. Massachusetts: MIT Press, 2000.

RAO, Vicente. *Ato Jurídico*. São Paulo: Max Limonad, 1961

RIPERT, Georges, BOULANGER, Jean. *Tratado de Derecho Civil, Segun el tratado de Planiol*. Tomo V, 2º parte. Buenos Aires: Ediciones La Ley, 2002)

RIPERT, Georges. *Aspectos Jurídicos do Capitalismo Moderno*, Trad. Gilda G. De Azevedo São Paulo: Livraria e Editora Freitas Bastos, 1947.

RODRIGUES, Frederico Viana. *Recuperação de empresas economicamente viáveis por intermédio da securitização de créditos no Brasil e no direito comparado*. In: *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* nº 29. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

RODRIGUES, Sílvio, *Direito Civil, Vol. 5 – Direito das Coisas*. São Paulo: Saraiva, 2002.

ROSITO, Francisco. *Os Contratos Conexos e sua interpretação*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 145. São Paulo: Malheiros Editores, 2007.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Mercado de Valores Mobiliários e Comissão de Valores Mobiliários, Volume III (coordenação Vidigal, Geraldo de Camargo e Martins, Ives Gandra da Silva Martins)*. São Paulo: Editora Resenha Universitária, 1980.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *Direito Bancário*. São Paulo: Editora Atlas, 2005.

SCHWARCZ, Steven L. *Alchemy of securitization*

SILVA, João Calvão da. *Titularização de Créditos*, 2ª edição. Coimbra: Almedida, 2005.

SIMONSEN, Mário Henrique. E.M.nº 196/76, do Ministério da Fazenda.

SOUTO, Marcos Juruena Villela e Rocha, Henrique Bastos. *Securitização de Recebíveis de Royalties do Petróleo*. In: *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 16. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. pp.60-82.

STUBER, Walter Douglas e FILIZZOLA, Henrique Bonjardim. *O Redesconto Bancário*. In: *Revista de Direito Bancário*, vol. 5. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1999. pp. 340-341

TAVAKOLI, Janet M. *Structured Finance & Collateralized Debt Bligations*. Second Edition. United States of America: Wiley, 2008.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A CVM e os contratos de investimento coletivos (Boi Gordo e outros)*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 108. São Paulo: Malheiros Editores, 1997

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Bancos Centrais no Direito Comparado*. São Paulo: Malheiros Editores, 2005.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*, Vol. 3. São Paulo: Malheiros Editores, 2007.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de Direito Comercial*, Vol. 4, Tomo I. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Direito Comercial*. Vol. 5. São Paulo:RT, 2013.

VIDIGAL, Geraldo de Camargo. *Teoria Geral do Direito Econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1977.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Elsevier Editora, 2007.