DIEGO GONÇALVES COELHO

O PATRIMÔNIO SEPARADO DA COMPANHIA SECURITIZADORA

Dissertação de Mestrado

Orientador: Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo - SP
2020

DIEGO GONÇALVES COELHO

O PATRIMÔNIO SEPARADO DA COMPANHIA SECURITIZADORA

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
São Paulo - SP
2020

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catalogação da Publicação
Serviço de Biblioteca e Documentação
Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo

Coelho, Diego Gonçalves
O patrimônio separado da companhia securitizadora ; Diego Gonçalves Coelho ; orientador José Alexandre Tavares Guerreiro -- São Paulo, 2020.
185 p.
Dissertação (Mestrado - Programa de Pós-Graduação em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

1. Securitização. 2. Mercado de Capitais. 3. Patrimônio. 4. Direito Comercial. 5. Direito Civil. I. Guerreiro, José Alexandre Tavares, orient. II. Título.

Nome: COELHO, Diego Gonçalves

Título: O patrimônio separado da companhia securitizadora

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração de Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. José Alexandre Tavares Guerreiro.

Aprovado em:

Banca Examinadora

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

Prof. Dr. _____

Instituição: _____

Julgamento: _____

DEDICATÓRIA

Aos meus pais, GERALDO e MONICA, e à minha irmã, PRISCILLA, por toda estrutura familiar proporcionada, pelos exemplos de dedicação, pelo carinho e por todo amor.

À minha avó, RUTH, minha maior fã.

Aos meus falecidos avós, JACINTHO, ARLINE e ARMAND.

À minha esposa, CAMILA, por todos os dias me fazer lembrar da melhor escolha da minha vida.

AGRADECIMENTOS

A presente dissertação de mestrado, apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, não teria sido possível sem a contribuição de pessoas essenciais, por seus ensinamentos acadêmicos, pela disponibilização de livros e bibliografias, pelo apoio e orientação nas pesquisas e, principalmente, pelo compartilhamento do bem mais precioso de cada um, o tempo.

Por isso, agradeço primeiramente ao meu orientador, Prof. Dr. JOSÉ ALEXANDRE TAVARES GUERREIRO, por ter gentilmente me apadrinhado neste projeto, indicando os caminhos a serem seguidos e engrandecendo sua importância.

Ao Prof. Dr. FRANCISCO SATIRO DE SOUZA JÚNIOR, pelas excelentes aulas ministradas e pela ampla disponibilidade ao debate acadêmico.

Ao Prof. Dr. GABRIEL SAAD KIK BUSCHINELLI, pelas excelentes contribuições realizadas até o depósito do trabalho.

Ao Prof. Dr. DIOGO COSTA GONÇALVES, professor da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa, pelo interesse na matéria e disponibilidade ao debate.

Ao Prof. Dr. ERASMO VALLADÃO AZEVEDO E NOVAES FRANÇA, pelos ensinamentos sobre direito comercial e pelas oportunidades que me foram dadas.

Ao Prof. Dr. CALIXTO SALOMÃO FILHO e ao Prof. Dr. PAULO FERNANDO CAMPOS SALLES DE TOLEDO, pelas aulas e riquíssima bibliografia compartilhada.

Ao colega AUGUSTO GUIMARÃES TEDESCHI, mestrando pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, cujas sugestões e contribuições foram de grande valia para a melhora do trabalho.

Ao Prof. Dr. JOSÉ MARCELO MARTINS PROENÇA, pelo convite, antes mesmo de iniciar o mestrado, a aprofundar meus estudos em direito comercial.

À Profª. DRA ILENE PATRÍCIA DE NORONHA NAJJARIAN, a quem devo agradecimentos especiais, não fosse o convite para auxiliá-la, como professor visitante nos programas de pós-graduação em Direito da Escola de Direito da Fundação Getúlio Vargas de São Paulo, a carreira acadêmica não teria sido iniciada.

Aos meus sócios FÁBIO DE SOUZA ARANHA CASCIONE, MARCOS VINICIUS ZANLORENZI PULINO E MARCELO PÁDUA LIMA e à nossa brilhante equipe de trabalho, pelos riquíssimos debates, o alto rigor técnico na consecução dos trabalhos e, principalmente, pela amizade e parceria na construção de um dos mais conceituados escritórios de advocacia do Brasil.

RESUMO

COELHO, Diego Gonçalves. *O patrimônio separado da companhia securitizadora*. 2020. 185 p. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2020.

O presente trabalho visa analisar o instituto da separação patrimonial no âmbito da atividade de companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio. Após a introdução e contextualização das práticas de securitização de recebíveis imobiliários e do agronegócio, estuda-se a formulação teórica do instituto jurídico do patrimônio, inaugurada pela teoria subjetiva do patrimônio formulada por autores franceses no século XIX, como também, os desdobramentos doutrinários da teoria objetiva do patrimônio, que permitiram a teorização jurídica de patrimônios de afetação separados do patrimônio de seu titular em função de uma finalidade especialmente atribuída sob a prescrição da lei. A partir dessas considerações teóricas, desenvolve-se uma análise crítica extensiva sobre o panorama jurídico da separação patrimonial para fins de securitizações imobiliárias e do agronegócio.

Palavras-chave: Patrimônio. Patrimônio de Afetação. Patrimônio Separado. Securitização. Companhia Securitizadora. Securitização Imobiliária. Securitização do Agronegócio.

ABSTRACT

COELHO, Diego Gonçalves. *Asset partioning in securitization companies*. 2020. 185 p. Dissertation (Master) - Law School, University of São Paulo, 2020.

This study analyzes the institute of segregate estate within the scope of the activity of real estate and agribusiness securitization companies. After the introduction and contextualization of the real estate and agribusiness securitization practices, the theoretical formulation of the legal institute of patrimony is studied, inaugurated by the subjective theory of patrimony formulated by French authors in the 19th century, as well as the doctrinal developments of the objective theory, the work that allowed the legal theory of asset partitioning due to a purpose specially attributed under the prescription of the law. From these theoretical considerations, we developed an extensive critical analysis of the legal landscape of asset partitioning for real estate and agribusiness securitization purposes.

Keywords: Patrimony. Segregate Estates. Asset Partioning. Securitization. Securitization Company. Real Estate Securitization. Agribusiness Securitization.

LISTA DE ABREVIATURA E SIGLAS

BACEN	Banco Central do Brasil
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
CCI	Cédulas de Crédito Imobiliário
CIBRASEC	CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização
CMN	Conselho Monetário Nacional
CMO	Ativos colaterizados (*collateralized mortgage obligation*)
Código Civil de 1916	Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916, atualmente revogada pelo Código Civil de 2002
Código Civil de 2002	Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002
Código Napoleão	O *Code Civil des Français* promulgado em 21 de março de 1804, na França. Em 1807, passou a ser denominado *Code Napoléon* e, em 1816, recebeu a denominação de *Code Civil*, por conta do Congresso de Viena de 1815, que reformou a Carta Política da Europa com a fragmentação do Império Napoleônico. Posteriormente, em 27 de março de 1852, voltou a ser denominado *Code Napoléon*, atual denominação oficial.
Conduits	*Real Estate Mortgage Investment Conduits*
CPR	Cédula de Produto Rural
CPR-F	Cédula de Produto Rural Financeira
CRA	Certificados de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
Encol	Encol S/A – Engenharia, Comércio e Indústria
Fannie Mae	*Federal National Mortgage Association*
FIDC	Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios
FII	Fundos de Investimentos Imobiliários
Freddie Mac	*Federal Home Loan Mortgage Corporation - FHLMC*
Ginnie Mae	*Government National Mortgage Association*
IAB	Instituto dos Advogados Brasileiros
IN RFB 1.585/15	Instrução Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015
Instrução CVM 301/99	Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999
Instrução CVM 414/04	Instrução CVM nº 414 de 30 de dezembro de 2004
Instrução CVM 472/08	Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008
Instrução CVM 480/09	Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009

Instrução CVM 539/13	Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013
Instrução CVM 583/16	Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016
Instrução CVM 600/18	Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018
IOF	Imposto sobre Operações Financeiras
IOSCO	*International Organization of Securities Commissions*
ISEC	ISEC Securitizadora S.A.
Lei 5/2015	Lei nº 5/2015, de 27 de abril, da Espanha
Lei 19/1992	Lei nº 19/1992, de 7 de julho, da Espanha
Lei 4.591/64	Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964
Lei 4.728/65	Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965
Lei 6.385/76	Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976
Lei 6.404/76	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976
Lei 8.668/93	Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993
Lei 8.929/94	Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994
Lei 9.514/97	Lei nº 9.514, de 20 novembro de 1997
Lei 10.303/01	Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001
Lei 10.931/04	Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004
Lei 11.033/04	Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004
Lei 10.931/04	Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004
Lei 11.076/04	Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004
Lei 11.101/05	Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005
Lei de Fideicomisso	Lei nº 24.441, de 1995, da Argentina
Lei de Securitização Italiana	Lei Italiana de 30 de abril de 1999, nº 130 (*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*)
Medida Provisória 2.158-35/01	Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001
Medida Provisória 2.221/01	Medida Provisória nº 2.221, de 4 de setembro de 2001
PDG Realty	PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações
PDG Securitizadora	PDG Companhia Securitizadora
Projeto de Lei 3.242/97	Projeto de Lei da Câmara dos Deputados nº 3.242, de 1997
SFI	Sistema de Financiamento Imobiliário
Viver	Viver Incorporadora e Construtora S.A.

SUMÁRIO

CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO.....11

CAPÍTULO 2 COMPANHIAS SECURITIZADORAS DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS E DO AGRONEGÓCIO.....23

2.1 DEFINIÇÃO E ORIGEM DAS COMPANHIAS SECURITIZADORAS DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS E DO AGRONEGÓCIO NO BRASIL 23

2.1.1 Surgimento e desenvolvimento da securitização nos Estados Unidos 24

2.1.2 Surgimento e desenvolvimento legislativo da securitização no Brasil.....32

2.2 ESTRUTURAÇÃO E REGULAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO AGRONEGÓCIO NO DIREITO BRASILEIRO 38

2.2.1 Aspectos gerais das exigências regulatórias sobre as companhias securitizadoras e os títulos de securitização.....41

2.2.2 Obrigações de divulgação de informações perante investidores e demonstrações financeiras apartadas a cada patrimônio separado 49

2.2.3 Regulamentação específica sobre as companhias securitizadoras e os títulos de securitização.....52

2.2.4 Possibilidade de distribuição direta de CRI e de CRA pelas companhias securitizadoras.....53

2.2.5 Incentivos tributários às operações de CRI e de CRA 56

2.3 SECURITIZAÇÃO: RELEVÂNCIA DA MATÉRIA.....60

CAPÍTULO 3 TEORIAS DO PATRIMÔNIO, O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO E O PATRIMÔNIO SEPARADO DA COMPANHIA SECURITIZADORA.....61

3.1 MAPEAMENTO HISTÓRICO DO CONCEITO DE PATRIMÔNIO 62

3.2 TEORIA CLÁSSICA OU SUBJETIVA DO PATRIMÔNIO 67

3.3 TEORIA REALISTA OU OBJETIVA DO PATRIMÔNIO.....75

3.4 O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO E O PATRIMÔNIO SEPARADO NO DIREITO COMPARADO 79

3.4.1 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito francês.....80

3.4.2 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito italiano.....85

3.4.3 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado nas operações de securitização de Portugal.....90

3.4.4 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado nas operações de securitização da Espanha.....95

3.4.5 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito alemão 103

3.4.6 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito americano 106
3.4.7 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito argentino . 109
3.5 O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO 111
3.5.1 O patrimônio separado não responde por obrigações estranhas ao escopo de sua afetação 120
3.5.2 Importância da separação patrimonial para a tutela do crédito no mercado de capitais 123
3.6 O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO NA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA . 125
3.6.1 Caso Encol - marco para a criação do patrimônio de afetação às incorporações imobiliárias 125
3.6.2 Caso Viver – importante teste à sobrevivência dos regimes de afetação nas incorporações imobiliárias 130
3.7 PATRIMÔNIO SEPARADO, O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO NA SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO AGRONEGÓCIO 134
3.7.1 Caso PDG – primeiro pedido de recuperação judicial por companhia securitizadora imobiliária 140
3.8 DO AGENTE FIDUCIÁRIO E DAS HIPÓTESES EM QUE PODERÁ ASSUMIR A ADMINISTRAÇÃO DO PATRIMÔNIO SEPARADO DAS COMPANHIAS SECURITIZADORAS 147
3.9 O ARTIGO 76 DA MEDIDA PROVISÓRIA 2.158-35/01 153

CAPÍTULO 4 CONCLUSÃO 157

REFERÊNCIAS 161

ANEXO A – ESTRUTURA DE SECURITIZAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS ENVOLVENDO A PARTICIPAÇÃO DE *CONDUITS* 179

ANEXO B – LISTAGEM DE FORMULÁRIOS DE REFERÊNCIA DE COMPANHIAS SECURITIZADORAS IMOBILIÁRIAS E DO AGRONEGÓCIO 181

CAPÍTULO 1 INTRODUÇÃO

O século XX presenciou grandes iniciativas empresariais. Enquanto os países europeus se encarregaram da reconstrução de suas economias após a Segunda Guerra Mundial[1], os países subdesenvolvidos engajaram-se em projetos de desenvolvimentismo e de industrialização tardia.[2] Havia, portanto, uma demanda global por recursos a partir da década de 1950.

Ao mesmo tempo, vigorava a paridade entre o dólar norte-americano e o ouro, estabelecida pelo Acordo de Bretton Woods. Ao atrelar o valor da moeda norte-americana à cotação universal do ouro, favoreceu-se a estabilização das relações de câmbio e uma redistribuição das escalas de produção com alcance global.[3-4]

Neste cenário, as atividades industriais que antes se pautavam por recursos próprios dos empresários, progressivamente passaram a depender do crédito de terceiros. Os grandes conglomerados industriais, que antes internalizavam toda sua escala de produção, fragmentaram a escala produtiva entre fornecedores e prestadores de serviços[5], atrelando sua capacidade de acesso a insumos com sua disponibilidade de recursos financeiros.[6]

A disponibilidade de recursos financeiros tornou-se, pois, indispensável para a realização das atividades econômicas e industriais. Contudo, não era conveniente sua estocagem. Com a crescente demanda financeira e o aumento de atividades sociais do

---

[1]PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1958. p. 25-28.

[2]BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. A construção do nacional-desenvolvimentismo de Getúlio Vargas e a dinâmica de interação entre Estado e mercado nos setores de base. *Revista Economia*, Brasília, v. 7, n. 4, p. 253-257, 2006.

[3]EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital*: uma história do Sistema Monetário Internacional. Trad. Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2000. p. 71-74.

[4]Nas palavras de OTÁVIO YAZBEK: "Após a Segunda Guerra Mundial emergiu um novo modelo de organização financeira global, baseado no chamado Acordo de Bretton Woods. Este modelo foi capaz de assegurar, por aproximadamente 30 anos, a relativa estabilidade das taxas de câmbio e de uma série de outras variáveis econômicas. É com a sua crise – e com o surgimento de um mundo muito mais complexo – que se aceleram os processos de inovação financeira." (YAZBEK, Otavio. Regulação financeira após a crise. *In:* COUTINHO, Diogo R.; ROCHA, Jean-Paul Veiga da; SCHAPIRO, Mario G. *Direito econômico atual*. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2015. p. 280).

[5]Conforme explicam IVES DEZALAY e DAVID M. TRUBEK: "os novos sistemas de especialização flexível e a "fábrica global" tornaram mais fácil a produção local e outras atividades econômicas em muitas partes do mundo, facilitando o deslocamento de atividade econômica de um país para outro e contribuindo assim para o surgimento de uma nova divisão internacional do trabalho." (DEZALAY, Ives; TRUBEK David M. A reestruturação global e o direito. *In*: FARIA, José Eduardo (Org.). *Direito e globalização econômica*: implicações e perspectivas. 1. ed. *São Paulo*: Malheiros, 2010. p. 29).

[6]FARIA, José Eduardo. *O direito na economia globalizada*. 1. ed. 4. tir. São Paulo: Malheiros, 2004. p. 59-85.

Estado, grandes volumes de moedas incharam a massa monetária em circulação e provocaram processos inflacionários.[7-8]

Desenvolveram-se, assim, inúmeras inovações financeiras para aplicar e captar cada vez mais recursos financeiros e para intensificar a capacidade produtiva. Por um lado, houve intenso debate legislativo em torno do problema da inflação. Interesses contrapostos, próprios das relações jurídicas de obrigações pecuniárias, mediam forças no cenário político para a formulação de remédios legais para a perda de poder de compra da moeda, proliferando alterações do texto legal em torno da disciplina jurídica da moeda e do problema inflacionário. Ademais, eram diversas as hipóteses econômicas sobre as causas dos surtos inflacionários e, por conseguinte, várias proposições legislativas foram levadas a cabo – a maioria infrutíferas – para enfrentar o problema de deter liquidez em uma economia inflacionária.[9]

Por outro, multiplicaram-se as modalidades contratuais que permitissem aos empresários a obtenção rápida de recursos financeiros e oxigenassem suas linhas de produção sem, contudo, exporem-se aos movimentos inflacionários. Sobretudo após a quebra da correlação entre o valor do dólar americano e o ouro, como também dos incidentes de elevação exorbitante dos preços do petróleo, as iniciativas industriais passaram a ficar expostas a riscos de variação de preços de insumos e de produtos, de modo que se tornaram indispensáveis soluções contratuais de capitalização via mercado e de fixação de preços.[10]

Este novo ambiente empresarial dá expansão a uma nova forma de organização econômica: o capitalismo financeiro. As iniciativas industriais e produtivas, antes dependentes de capitais de seus próprios empresários, passam a captar recursos por meio da colocação em mercado de títulos de remuneração e risco atrelados a sua atividade. Permite-

---

[7]WALD, Arnoldo. *A cláusula de escala móvel*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Ed. Nacional, 1959. p. 39-41.

[8]O relato de ARNOLDO WALD é preciso sobre a experiência da inflação: "[h]ouve, pois, uma situação na qual, pela experiência inflacionária, que infelizmente já estava sedimentada na época, os credores inseriram ou embutiram, nos seus créditos futuros, a sua expectativa de inflação baseada resumidamente no ritmo alcançado pela inflação nos meses anteriores, na ordem de 20% [...]". (WALD, Arnoldo. *O novo direito monetário*: os planos econômicos, os contratos, o FGTS e a justiça. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002. p. 62).

[9]DE CHIARA, José Tadeu. *Moeda e ordem jurídica*. 1986. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986. p. 171.

[10]"Com efeito, quando os Estados Unidos deixam de assegurar o valor do dólar, passando a realizar emissões de moeda sem a observância dos critérios até então vigentes, no começo da década de 1970, e quando, algum tempo depois, ocorreram as crises do petróleo, surge uma nova realidade, marcada por volatilidade cambial, volatilidade de taxas de juros e instabilidade nos preços das commodities. E foi esse quadro que acabou fazendo com que os processos inovativos ganhassem cada vez mais relevância, com a desregulamentação das atividades financeiras (uma forma de deixar os agentes privados buscarem suas próprias soluções) e com o aparecimento de novos produtos e instrumentos destinados a dar proteção para quem atuava nesse novo mundo, marcado pela volatilidade, ou mesmo a criar mecanismos que permitissem ou facilitassem a outorga de crédito em condições de incerteza." (YAZBEK, Otavio. Regulação financeira após a crise, *cit.,* p. 280).

se, assim, o fortalecimento de grupos monopolistas de atividades de grande necessidade de investimentos sem, contudo, onerar os seus sócios controladores.[11]

Nesse sentido, as securitizações foram desenvolvidas como estruturas próprias do capitalismo financeiro. Trata-se de um resultado das inovações financeiras do século XX que se dedica a duas funções econômicas primordiais: a captação de recursos pulverizados por iniciativas empresariais a partir de créditos ainda a se realizarem e a disponibilização de recursos em grande escala.

Por sinal, securitização é um termo derivado da palavra inglesa *security*, que corresponde, na língua portuguesa, a "valor mobiliário". A palavra americana *securitization*, por sua vez, teve seu primeiro registro em uma coluna publicada no *Wall Street Journal* em 1977, de autoria da jornalista Ann Monroe. A despeito do rigor das políticas de linguagem daquele veículo jornalístico, precisou-se recorrer ao termo *securitization*, um neologismo até então inexistente na língua inglesa, para descrever uma das primeiras operações realizadas nos Estados Unidos, tamanho era o caráter inovador dessa nova estrutura de captação de recursos.[12]

As primeiras operações de securitização ocorridas no mercado norte-americano foram realizadas por meio da consolidação de uma grande quantidade de créditos imobiliários pulverizados, de modo que a quantidade e a diversidade de referidos créditos imobiliários pudessem minimizar os riscos de cada crédito, quando analisados de forma isolada, tais como adimplemento, liquidez e pagamento antecipado. Tal estrutura passou a permitir, também, a avaliação de risco e de crédito da carteira de forma consolidada, tornando possível, inclusive, a utilização de tais créditos imobiliários como lastro para títulos e valores mobiliários a serem ofertados publicamente para investidores interessados nos benefícios de um investimento em valor mobiliário lastreado em carteira de creditórios imobiliários cujos riscos são pulverizados.[13]

---

[11]BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimentos ("Investment Trusts")*. São Paulo: Max Limonad, 1956. p. 23-24.

[12]RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN Michael J. (Eds.). *A primer on securitization*. London: The MIT Press, 2000. p. 31.

[13]"*Securitization can be defined as a process of packing individual loans and other debt instruments, converting the package into a security or securities, and enhancing their credit status or rating to further their sale to third-party investors. The process converts illiquid individual loans or debt instruments which cannot be sold readily to third-party investors into liquid, marketable securities. The new debt instruments are often termed 'asset-backed securities' because each pool is backed by specific collateral rather than by the general obligation of the issuing corporation or instrumentality. Investors purchase a proportionate share of the assets and the bundle of rights linked to the assets, not a general typical of traditional corporate debt.*" (KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Eds.). *A primer on securitization.* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2000. p. 1-2).

Para captar recursos, as empresas cedem créditos de sua titularidade a companhias securitizadoras para que os securitizem, transformando-os em ativos financeiros negociáveis que são adquiridos pelos investidores.[14] No cenário de crescente inflação observada no século XX, do ponto de vista do investidor, estas oportunidades representam mecanismos rentáveis e passíveis de prevenir a desvalorização da moeda ao aplicar capitais em atividades produtivas.

As empresas alcançam, desta forma, grande disponibilidade de recursos em operações que muitas vezes proporcionam alternativa de captação menos custosa quando comparada ao sistema bancário. Para as empresas, securitizar representa uma forma acessível de fomento e de capitalização.[15]

Dessa forma, é inegável que, no cenário de capitalismo financeiro em que vivemos, securitização seja uma operação-chave para viabilizar o desenvolvimento da atividade empresarial. Trata-se de uma estratégia financeira muitas vezes fundamental para obter investimentos de forma competitiva sem inchar o endividamento da empresa.[16]

Estima-se que o mercado de securitização brasileiro envolveu mais de 6,7 bilhões de reais entre janeiro e junho de 2019.[17] Estes números robustos de circulação de valores são, logo à primeira vista, um bom indicativo da relevância da securitização para o financiamento empresarial e para o desenvolvimento econômico nacional.

---

[14]"[...] a securitização é efetuada a partir da cessão onerosa de créditos contra terceiros, da empresa que os detenha para uma empresa especialmente constituída para tais finalidades, a securitizadora (uma sociedade de propósito específico). Esta, por sua vez, emite títulos no mercado de valores mobiliários lastreados por aqueles créditos. Como resultado de tal operação, a empresa que cedeu os créditos obtém adiantamento dos valores a ela devidos e administra a sua exposição ao risco de crédito das diversas relações individuais, transformadas em "pacotes" mais ou menos padronizados, negociáveis em mercado. Especialmente no caso dos créditos originados de atividades financeiras, essa redução de riscos permite uma redução dos custos de financiamento para os devedores originais. O sistema acima descrito foi desenvolvido nos Estados Unidos a partir de 1970, para atender, em especial, a necessidade de crédito imobiliário, havendo rapidamente sido adotado também para outras atividades." (YAZBEK, Otavio. *Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras*: dos riscos negociáveis à "Sociedade do risco". Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005. p. 103).

[15]MATTOS, Paulo Todescan Lessa. Instituições e investimentos no capitalismo brasileiro". In.: COUTINHO, Diogo R.; ROCHA, Jean-Paul Veiga da; SCHAPIRO, Mario G. (Coords.). *Direito econômico atual*. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2015. p. 332.

[16]"*In summary, asset securitization has significant potential for enabling companies to obtain economically advantageous financing without necessarily increasing leverage. Parties wishing to take advantage of asset securitization however, may encounter many complex legal pitfalls. A well-designed structure financing will minimize and avoid these pitfalls.*" (SCHWARCZ, Steven L. Structuring and legal issues of asset securitization in the United States. *In:* NORTON, Joseph Jude; SPELLMAN, Paul R. (Eds.). *Asset securitization*: international financial and legal perspectives. Oxford: Basil Blackwell, 1991. p. 39).

[17]ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS – ANBIMA. Ranking de renda fixa e híbridos. Jun. 2019. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/mercado-de-capitais/mercado-domestico-renda-fixa-e-hibridos.htm>. Acesso em: 03 ago. 2019.

Por trás dessa representatividade da securitização há uma intensa e contínua evolução de todo um arcabouço jurídico e regulatório que permitiu a formação de um ambiente de mercado sofisticado, centrado nas relações envolvendo empresas financiadas, investidores e, sobretudo, as companhias securitizadoras de créditos imobiliários e do agronegócio. São as companhias securitizadoras que fazem papel de pivô na grande maioria das relações de financiamento imobiliário e do agronegócio, via securitização, de modo que sobre elas recaem as principais inovações jurídicas que, ao longo do tempo, têm impulsionado o crescimento das práticas de securitização nestes setores, segundo a segurança jurídica, a divulgação de informações a investidores e a viabilização de captação de recursos via mercado de capitais para empresas atuantes nos setores imobiliários e do agronegócio.

Daí que, dada a relevância da atividade de securitização e a centralidade do papel das companhias securitizadoras aos setores imobiliário e do agronegócio, seja particularmente interessante um estudo dedicado ao principal elemento de estruturação jurídica da companhia securitizadora: a possibilidade de constituir patrimônios separados com fins de lastrear cada operação de securitização de forma independente e autônoma. Trata-se de inovação construída historicamente, que permite que as relações jurídicas que operacionalizam a securitização fiquem concentradas em única companhia securitizadora, sem a necessidade de constituição de sociedades de propósito específico para cada operação, favorecendo a eficiência negocial das operações e o enfoque regulatório, contudo sem dispensar da proteção decorrente da instituição do regime fiduciário e da separação patrimonial, expurgando os riscos das demais operações não vinculadas àquele patrimônio separado.

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários e os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) foram criados pela Lei nº 9.514, de 20 novembro de 1997 (Lei 9.514/97)[18], em um contexto de reformulação do sistema regulatório do financiamento imobiliário no país, sendo, posteriormente, regulados pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) nº 414 de 30 de dezembro de 2004 (Instrução CVM 414/04). Os CRI

[18]O artigo 8º da Lei 9.514/1997 traz o conceito de securitização de recebíveis imobiliários: "Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos: I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individuação do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido; II - a identificação dos títulos emitidos; III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso. Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964."

são de emissão exclusiva das companhias securitizadoras e são resultado direto da securitização de créditos imobiliários.

Nesse mesmo cenário ocorreu o advento da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004 (Lei 10.931/04), que trouxe importantes ferramentas à estruturação do mercado de financiamento imobiliário. Esse novo arcabouço jurídico disciplinou a atuação das companhias securitizadoras e dos agentes fiduciários dos CRI e, posteriormente, dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), bem como estabeleceu mecanismos de mitigação de riscos para todo o mercado financeiro e as cadeias produtivas setoriais imobiliária e do agronegócio[19], como a criação do patrimônio separado da companhia securitizadora para cada emissão de CRI ou de CRA e a criação da alienação fiduciária de bem imóvel, garantia comumente utilizada nas operações de CRI e de CRA.

Os CRI e os CRA são resultado do processo de captação de recursos no mercado de capitais por parte da companhia securitizadora, agente, o qual efetivamente acessa o mercado de capitais. Assim, a empresa que necessita de recursos, de forma alternativa ao crédito bancário direto, cede sua carteira de recebíveis à, ou emite instrumento de dívida diretamente em favor de, sob condição suspensiva de integralização dos CRI ou dos CRA, conforme o caso, companhia securitizadora, que por sua vez emite os CRI ou os CRA e os distribui no mercado de capitais diretamente[20] ou por intermédio de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, adimplindo a condição suspensiva, se for o caso, e destinando os recursos captados junto aos investidores ao pagamento do preço de aquisição ou integralização dos créditos imobiliários ou do agronegócio.

Na década de 1990 foram realizadas as primeiras operações de securitização envolvendo empresas brasileiras. Na primeira operação envolvendo uma empresa brasileira, a Embratel securitizou em favor de investidores estrangeiros fluxo futuro de créditos no exterior contra a empresa americana AT&T em operação, na qual os recursos não ingressavam no Brasil antes do pagamento da operação de securitização, mitigando, dessa forma, o risco de inadimplência da operação. Porém, a primeira securitização realizada no

---

[19]"[...] dada a importância que as operações de securitização de recebíveis podem ter para o crescimento de nossa economia – uma vez que seus efeitos geram benefícios não apenas para o sistema financeiro, mas para toda a coletividade, notadamente como instrumentos mitigadores de risco." (DARCY, Sérgio. Primeiro Prefácio. *In:* FIDC: Fundos de investimento em direitos creditórios: estudos especiais, produtos de captação. Rio de Janeiro: ANDIMA, CETIP, 2006).

[20]Vide item "2.2.4. Possibilidade de distribuição direta de CRI e de CRA pelas companhias securitizadoras" na presente obra.

mercado local ocorreu quando a Mesbla Trust emitiu debêntures lastreadas em créditos originados pela Mesbla S.A.

É importante notarmos que as estruturas de segregação patrimonial protegeram os interesses dos investidores já nessas primeiras experiências de securitização no Brasil. Embora a Mesbla S.A. tenha entrado em processo de falência após a emissão das debêntures pela Mesbla Trust, os investidores receberam os valores que lhes eram devidos sem qualquer prejuízo, já que os ativos da Mesbla Trust estavam segregados da Mesbla S.A., assegurando o fluxo de caixa da operação.[21]

Mas foi a partir da criação das companhias securitizadoras de créditos imobiliários e dos fundos de investimentos em direitos creditórios (FIDC)[22] que o mercado de securitizações brasileiro se estruturou juridicamente para atender de forma eficiente as securitizações de créditos.

O aparato regulatório da companhia securitizadora e do CRI modernizou o mercado de securitização imobiliária ao introduzir conceitos até então inéditos para o segmento imobiliário. Destaca-se, aqui também, a implementação da alienação fiduciária de bens imóveis pelo legislador, que passou a permitir ao credor reaver o imóvel dado em garantia em menor período de tempo do que na hipoteca. O legislador reconheceu que as dificuldades e a morosidade na execução das garantias imobiliárias disponíveis até então tornavam os riscos de financiamento excessivamente desestimulantes e, dessa forma, inibiam o desenvolvimento de um mercado de crédito imobiliário no Brasil e, por meio da Lei 9.514/97, regulamentou a alienação fiduciária de imóvel como garantia nos negócios imobiliários, estabelecendo condições para revitalização e expansão do crédito imobiliário ao imprimir eficácia e rapidez nos processos de recomposição das situações de mora às alienações fiduciárias de imóveis.[23]

Ao longo do tempo, outros aperfeiçoamentos regulatórios serviram como fatores de estímulo ao desenvolvimento do mercado, como a dispensa de certidão de crédito (hoje realizada por determinadas administradoras de bancos de informações e de cadastros de crédito), a possibilidade de lastro do CRI em Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI), a isenção

---

[21]SILVA, R. M. *Securitização de recebíveis*: uma visão sobre o mercado dos fundos de investimento de direitos creditórios (FIDC). 2010. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2010. p. 29-30.

[22]Vale ressaltar que não serão objeto de estudo no presente trabalho as hipóteses de securitização e afetação patrimonial via fundos de investimento.

[23]COELHO, Diego Gonçalves. Alienação fiduciária de imóvel: pontos de atenção ao célere processo de excussão extrajudicial dessa garantia. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 20, n. 78, p. 109, out./dez. 2017.

de imposto de renda para as pessoas físicas, conforme prevista na Lei nº 11.033, de 21 de dezembro de 2004 (Lei 11.033/04), benefício este também aplicável aos CRA, a criação da estrutura de subordinação nas emissões e a permissão para a aquisição de CRI por Fundos de Investimentos Imobiliários (FII), introduzida pela Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008 (Instrução CVM 472/08).

A edição da Lei 9.514/97 inaugurou, assim, todo um processo de inovações financeiras no setor imobiliário do Brasil. A criação das companhias securitizadoras e dos CRI representou um passo importante para o processo de securitização de recebíveis imobiliários no Brasil, ampliando as formas de financiamento de incorporadoras, construtoras e instituições financeiras e, ao mesmo tempo, estabelecendo as diretrizes do Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI).

Introduzida pela Lei 9.514/97, a estrutura de garantias, somada à possibilidade de instituição do regime fiduciário, com a respectiva constituição de patrimônio separado da securitizadora, importa em tutelas adicionais aos créditos e aos investidores, de forma que os créditos imobiliários e respectivas garantias da operação, uma vez instituído o regime fiduciário: (i) responderão apenas pelas obrigações inerentes aos CRI a que estejam vinculados e pelo pagamento das despesas de administração do patrimônio separado e respectivos custos e obrigações fiscais, conforme previsto no termo de securitização; (ii) estão isentos de qualquer ação ou execução de outros credores da companhia securitizadora que não sejam os titulares de CRI a que estejam vinculados; e (iii) não são passíveis de constituição de outras garantias ou excussão, por mais privilegiadas que sejam, exceto conforme previsto no termo de securitização.

Através das companhias securitizadoras, mediante a emissão dos CRI, tornou-se possível a pulverização de riscos, a implementação de sólidas estruturas de garantia e a captação de recursos para cedentes de carteiras (incorporadoras, bancos financiadores, dentre outros). Além disso, uma vez instituído o regime fiduciário sobre a titularidade dos créditos imobiliários[24], o montante total dos créditos que lastreiam determinada série de CRI passaria a, mediante afetação patrimonial, constituir patrimônio separado da companhia

[24]Parágrafo Único do Artigo 23 da Lei 10.931/2004: "Parágrafo único. O regime fiduciário de que trata a Seção VI do Capítulo I da Lei nº 9.514, de 1997, no caso de emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários lastreados em créditos representados por CCI, será registrado na instituição custodiante, mencionando o patrimônio separado a que estão afetados, não se aplicando o disposto no parágrafo único do art. 10 da mencionada Lei."

securitizadora e das demais séries de CRI desta, de forma que os créditos passariam a destinarem-se exclusivamente à liquidação dos CRI da série a que estariam vinculados até que ocorresse o completo resgate desses CRI e o adimplemento da totalidade das obrigações garantidas[25], não podendo compor qualquer outra garantia ou sofrer qualquer execução por credores da companhia securitizadora e de séries de CRI distintas.

Com relação à impossibilidade de credores da companhia securitizadora e/ou de CRI de séries distintas alcançarem os créditos de determinada série de CRI, deve ser feita a ressalva, conforme detalhar-se-á adiante neste trabalho, para os débitos da companhia securitizadora de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, conforme estabelecido pelo artigo 76 da Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001[26] (Medida Provisória 2.158-35/01). Nos termos deste dispositivo legal, as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação a tais débitos, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos. Nestas hipóteses a securitizadora será responsável, com patrimônio próprio, pelo ressarcimento do valor do patrimônio separado que houver sido atingido em decorrência de ações judiciais ou administrativas de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista.

Já em um cenário de consolidação dos CRI no mercado nacional, em 2004 foram introduzidas no Brasil as estruturas de securitização ao agronegócio, com a criação dos CRA por meio da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004 (Lei 11.076/04), que seguem estrutura jurídica similar à dos CRI. A criação dos CRA trouxe nova alternativa de financiamento ao

---

[25]Artigo 11 da Lei 9.514/97: "Art. 11. Os créditos objeto do regime fiduciário: I - constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora; II - manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados; III - destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais; IV - estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora; V - não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam; VI - só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados. § 1º No Termo de Securitização de Créditos, poderá ser conferido aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora. § 2º Uma vez assegurado o direito de que trata o parágrafo anterior, a companhia securitizadora, sempre que se verificar insuficiência do patrimônio separado, promoverá a respectiva recomposição, mediante aditivo ao Termo de Securitização de Créditos, nele incluindo outros créditos imobiliários, com observância dos requisitos previstos nesta seção. § 3º A realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros."

[26]Artigo 76 da Medida Provisória 2.158-35/02: "Art. 76. As normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos. Parágrafo único. Para os fins do disposto no caput, permanecem respondendo pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação."

agronegócio, via estrutura de mercado de capitais juridicamente já testada e consolidada no mercado, pelo seu produto irmão, o CRI.

Ao contrário de países mais desenvolvidos, até a lei 11.076/04, não haviam instrumentos jurídicos suficientes e adequados para o financiamento do agronegócio via mercado de capitais. O financiamento ao agronegócio vinha se apoiando, em grande parte, em crédito disponibilizado pelo Banco do Brasil e pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), principalmente pelo baixo apetite dos bancos privados em tomar riscos relacionados à atividade rural. A Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994 (Lei 8.929/94), ao criar a Cédula de Produto Rural (CPR), trouxe ferramenta jurídica importante ao crédito rural. A CPR, inclusive, serve de lastro a diversas operações de CRA atualmente negociadas no mercado de capitais nacional. Outra importante ferramenta ao agronegócio foi a possibilidade da liquidação financeira da CPR, por meio das alterações trazidas à Lei 8.929/04 pela Lei nº 10.200, de 14 de fevereiro de 2001. A CPR com liquidação financeira deve ser identificada em seu nome como financeira e ficou comumente conhecida no mercado como CPR-F. A CPR-F é um título líquido e certo, exigível, na data de seu vencimento, sendo certo que o montante da liquidação financeira é apurado pelo resultado da multiplicação do preço, conforme critérios previstos em lei, pela quantidade do produto especificado.[27]

Essas estruturas jurídicas e novos produtos desenvolvidos, em especial os CRA, possibilitaram a criação de instrumentos com características de risco sob medida, adotando o mesmo regime de afetação e segregação patrimonial adotado aos CRI, via criação de patrimônio separado para cada série de CRA de emissão da companhia securitizadora, promovendo estruturas mais seguras aos credores e permitindo a mobilização do crédito e alocação de recursos antes não acessados pelo agronegócio. Os ativos do agronegócio possuem determinado valor e os ativos financeiros vinculados a tais produtos do agronegócio podem representar a totalidade ou fração de tal valor, a ser apurado diretamente pelo investidor dos ativos financeiros objeto da securitização de direitos creditórios. Com a securitizadora do agronegócio e consequentemente com os CRA por ela emitidos, são

[27]"A financeirização do setor agropecuário no Brasil tem uma de suas origens na evolução dos títulos circulados no mercado interno para gerar liquidez através de adiantamentos em recursos financeiros ou em insumos que culminaram com a CPR, criada por lei em 1994. [...] Tal princípio foi incorporado na forma da CPR, um título cambial, negociável e passível de execução judicial que inverteu a lógica dominante do "plantar primeiro, vender depois". (BALESTRO, Moisés Villamil; LOURENÇO, Luiz Carlos de Brito. Notas para uma análise da financeirização do agronegócio: além da volatilidade dos preços das commodities. *In:* O MUNDO rural no Brasil do século 21: a formação de um novo padrão agrário e agrícola. Editores técnicos: Antônio Márcio Buainain, Eliseu Alves, José Maria da Silveira, Zander Navarro. Brasília, DF: Embrapa, 2014. p. 258).

alcançadas pelo mercado a facilidade de negociação via mercado de capitais, a diversificação e pulverização de riscos, a segregação patrimonial e a vinculação dos direitos creditórios exclusivamente ao pagamento dos CRA e a consequente proteção do crédito.

Dada a importância do patrimônio separado às operações de securitização, tanto no setor imobiliário quanto no agronegócio, exploraremos com profundidade as teorias de patrimônio[28] e a adoção dos regimes de afetação patrimonial em nosso ordenamento jurídico, percorrendo a complexa relação entre pessoa e patrimônio, para uma análise da afetação patrimonial e do patrimônio separado das companhias securitizadoras.

Demonstraremos que, por um lado, a teoria clássica do patrimônio (ou teoria subjetiva) pressupõe uma forte vinculação jurídica entre o patrimônio e a pessoa do seu titular, de tal forma que o patrimônio se constitui num atributo próprio da personalidade da pessoa. Por outro, a teoria objetiva do patrimônio (ou teoria realista) pressupõe uma desvinculação jurídica entre a pessoa e seu patrimônio, de modo que a função jurídica do patrimônio adquire caráter fundamental na sua disciplina.

A diferenciação entre cada uma das teorias jurídicas tem efeitos práticos para a atividade de securitização. Ao mesmo tempo em que o tratamento unitário do patrimônio dado pela teoria subjetiva não permite admitir a separação patrimonial de determinados créditos destinados a lastrear securitizações, a teoria objetiva, por seu turno, condiciona a possibilidade de separação patrimonial, com fundamento na legislação, desde que seja atribuída uma afetação funcional do patrimônio destacado. Portanto, a discussão e análise de cada uma dessas teorias jurídicas têm imediata relação com o desenvolvimento das estruturas próprias da securitização imobiliária e do agronegócio. Merece, assim, destaque na análise deste trabalho.

Dessa forma, para uma melhor organização, o trabalho será apresentado em três partes: a presente introdução e dois capítulos adicionais. No próximo capítulo, serão apresentados ao leitor a companhia securitizadora de recebíveis imobiliários e do agronegócio, o contexto jurídico de suas criações no mercado nacional, seu funcionamento e seu tratamento legal, buscando uma melhor compreensão de como se opera o instituto do patrimônio de afetação nas operações de securitização de recebíveis imobiliários e do agronegócio, realizadas pelas companhias securitizadoras, via emissão de CRI ou de CRA, bem como de sua relevância em tais operações.

---

[28]CASTAN TOBEÑAS, Jose. *Derecho civil español, común y foral*. Madrid: Reus, 1955. t. 1, v. 1, p. 585.

No terceiro capítulo, passaremos a explorar o instituto do patrimônio, cuja primeira teorização foi realizada pelos juristas franceses CHARLES AUBRY e CHARLES RAU em sua obra "Cours de droit civil français d'après la méthode de Zachariae". Percorremos, assim, a partir de tal obra, os desdobramentos da figura do patrimônio até a adoção dos regimes de afetação patrimonial e, consequentemente, do patrimônio de afetação às companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio, mediante a possibilidade de criação de patrimônios separados para cada série de CRI ou de CRA de emissão das companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio.

CAPÍTULO 2 COMPANHIAS SECURITIZADORAS DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS E DO AGRONEGÓCIO

2.1. DEFINIÇÃO E ORIGEM DAS COMPANHIAS SECURITIZADORAS DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS E DO AGRONEGÓCIO NO BRASIL

As companhias securitizadoras de créditos imobiliários e do agronegócio são aquelas instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações, que têm por finalidade a aquisição e securitização de créditos imobiliários e do agronegócio e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de forma exclusiva, de CRI e de CRA. Podem também ter em seu objeto social a emissão de outros títulos de crédito, bem como a realização de negócios e a prestação de serviços compatíveis com as suas demais atividades, isto é, a securitização de créditos.

Securitizar recebíveis significa converter créditos em lastro para emissão de títulos ou valores mobiliários. Anteriormente à previsão legal das companhias securitizadoras imobiliárias, a securitização de recebíveis era realizada via emissão de debêntures por sociedades de propósito específico, criadas exclusivamente para a captação de recursos junto ao mercado de capitais por meio da emissão de debêntures e para a respectiva aquisição dos créditos a serem vinculados e utilizados como fluxo de pagamento das próprias debêntures.[29]

Esclareça-se que securitizar não significa converter recebíveis em valores mobiliários, mas sim atrelar recebíveis como lastro de determinados valores mobiliários. Quer-se dizer: securitizar consiste em adotar créditos como fonte de receita para fins de pagamento de instrumentos de dívidas ofertados no âmbito do mercado de capitais. O objetivo desta operação é o financiamento de iniciativas empresariais por meio da cessão de créditos, vencidos ou vincendos, performados ou não, porém afastando os impactos de

[29]Nesse sentido, podemos destacar as lições de EMERSON NORIO CHINEN, em sua dissertação de mestrado sob o título "Securitização de Recebíveis", sob orientação do Professor Doutor Fernando Campos Salles de Toledo, em 2002: "[...] nos países de Direito Romano, como é o caso do Brasil, não existe a figura do trust. Porém, para que as operações de securitização fossem viabilizadas, foi necessária a criação de instituições semelhantes como foi o caso da securitização de recebíveis feitas pelo "Mappin trust", "Mesbla trust", "Bahia trust" e outras. São as chamadas S.P.E ou S.P.C, Sociedade de Propósito Específico ou *Special Purpose Company*." (CHINEN, Emerson Norio, *Securitização de recebíveis*. 2002. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2002. p. 32).

eventuais insolvências do cedente, sobretudo nas ocasiões de falência, inadimplência voluntária, ou reorganização empresarial.[30]

2.1.1 Surgimento e desenvolvimento da securitização nos Estados Unidos

A securitização de recebíveis imobiliários teve origem nos Estados Unidos, ao final dos anos 1970, por força das demandas de ampliação de financiamento do mercado e a capacidade das instituições financeiras em arquitetar produtos confiáveis aos interesses de investidores. Até então, todo sistema financeiro habitacional norte-americano era dependente da "indústria da poupança" (*thrift system*), a partir da qual as instituições financeiras disponibilizavam financiamentos imobiliários com recursos obtidos dos depósitos de seus próprios correntistas.[31]

Sendo os depósitos de poupança popular a única fonte de receita para o financiamento habitacional e com as perspectivas de expansão demográfica que se projetavam nos Estados Unidos, percebeu-se que os recursos disponibilizados pelo *thrift system* eram insuficientes para sustentar a demanda habitacional que surgiria em poucos anos. Ao final dos anos 1970, com a perspectiva de crescente aumento demográfico, economistas anteviam uma forte elevação da demanda das próximas gerações por moradia e crédito, levando os agentes de mercado a buscar soluções e oportunidades frente à potencial escassez de recursos da poupança para o financiamento habitacional das próximas gerações.[32]

Esta perspectiva de escassez de crédito imobiliário despertou o interesse dos principais bancos estadunidenses em criar estruturas alternativas para o financiamento habitacional. Iniciou-se um processo sinuoso, entre sucessos e falhas, que, mesmo hoje,

---

[30]"O objetivo principal nas estruturas de securitização é procurar mitigar ou segregar os impactos que a eventual falência, moratória voluntária ou outro evento de reorganização societária da empresa (cedente dos créditos) possa ter sobre os créditos cedidos. Os recebíveis devem ser transferidos em caráter definitivo para a sociedade de propósito (cessionário dos créditos)." (LUXO, José Carlos. Estudo comparativo dos custos operacionais e tributários da securitização e dos FIDCs. *Revista de Finanças Aplicadas*, Fundação Instituto de Administração, São Paulo, n. 1, p. 4, 2010. Disponível em: <http://www.financasaplicadas.net/index.php/financasaplicadas/article/view/11>. Acesso em: 05 jun. 2019).

[31]RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential, *cit.,* p. 31.

[32]"*There was a growing concern that people were going to wake up one day and find out there was no mortgage money available. It was not an issue of the cost of funds. It was an issue of the availability of funds. The demographic forces were going to create a demand for funds greater than the ability of the thrifts to attract capital and grow their balance sheets."* (*Id. Ibid*., p. 31-32).

ainda segue em desenvolvimento e aprimoramento. De início, já na década de 1970, a *Government National Mortgage Association* (Ginnie Mae) passou a oferecer a investidores, por meio da constituição de veículos de propósito específico, determinados valores mobiliários diretamente lastreados em uma carteira de títulos hipotecários (as *'pass-through' securities*).[33-34]

Em 1977, existiam nos Estados Unidos apenas três agências federais atuantes no mercado de financiamento hipotecário[35]: a *Federal National Mortgage Association* (Fannie Mae), a Ginnie Mae[36] e a *Federal Home Loan Mortgage Corporation - FHLMC* (Freddie Mac). Era permitido a tais agências federais garantirem o pagamento, em caso de inadimplência, dos créditos-lastro da operação de securitização. A Fannie Mae era, na época, a maior empresa de financiamento hipotecário dos Estados Unidos, captando recursos junto ao mercado de capitais mediante a emissão de valores mobiliários (*notes* e *bonds*) e utilizando os recursos captados para adquirir para si financiamentos hipotecários.

Mas, foi a Freddie Mac, liderada por seu então presidente Phil Krinkerhoff, que realizou as primeiras operações de securitização via cessão definitiva da carteira aos investidores do mercado de capitais.[37] Ao invés da simples emissão de valores mobiliários pela agência federal, a inovação consistia na formação de *trusts* destinados à captação de recursos de investidores, associada à posterior cessão aos *trusts* dos créditos imobiliários anteriormente adquiridos pela Freddie Mac por meio dos recursos captados no mercado de

---

[33]SCHWARCZ, Steven L. Structuring and legal issues of asset securitization in the United States, *cit.,* p. 19.

[34]"*The first GSE-sponsored securitizations were pass-throughs.*" (JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk. *Stanford Law Review*, v. 64, p. 671, Jan. 2012).

[35]"*The government responded by continuing to explore new ways to encourage banks to make home loans. One of the most successful government programs, which grew and evolved over time, was the creation of government sponsored entities (GSEs) Fannie Mae, Freddie Mac, and Ginnie Mae, which are authorized to acquire home loans and securitize them.*" (*Id. Ibid.,* p. 670).

[36]"*The development at this time which has been most significant for the mortgage market was that the GNMA was authorized to guarantee principal and interest on securities issued by other lenders and backed by FHA insured, Veterans Administration (VA) guaranteed and Farmers Home Administration guaranteed mortgages.*" (HENDERSON, J; SCOTT, J. *Securitization*. New York: New York Institute of Finance, 1988. p. 27).

[37]"*The first securitization was consummated by Freddie Mac and Salomon Brothers from the mortgage portfolio of Perpetual Savings, a thrift headquartered in Washington, D.C. Securitization lessened the burden on thrifts and made Freddie Mac a major Player. In turn, Freddie Mac gave us the preemption from state statutes and a conventional loan product we could sell to public investors nationally.*" (RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential, *cit.,* p. 34).

capitais. Ainda, a agência federal garantia o pagamento do principal das dívidas imobiliárias, expondo os investidores apenas ao risco de pré-pagamentos dos créditos.[38-39]

Após as primeiras operações realizadas pela Freddie Mac, a Fanie Mae também entrou no mercado de securitização imobiliária. O crescimento da prática de securitização imobiliária teve impulso com o envolvimento de intermediadores financeiros na procura de potenciais investidores durante a estruturação de cada operação.[40] Com o sucesso da securitização via agências federais americanas, a securitização rapidamente passou a ocupar a posição de principal fonte de financiamento à moradia nos Estados Unidos.

Naturalmente, a crescente circulação de títulos de securitização imobiliária rapidamente trouxe novos desafios para o mercado norte-americano: por conta da necessidade cada vez maior de acessar um grande número de investidores, o prazo de trinta anos das operações de securitização (decorrente do prazo da carteira hipotecária lastro dessas operações) passou a ser uma dificuldade grande para distribuição dos ativos. Da mesma forma, especialmente por conta das ocorrências de pré-pagamentos dos financiamentos hipotecários lastro dessas operações, o mercado encontrou grande dificuldade em precificar esses ativos para venda no mercado secundário. Tornou-se, assim, essencial que fosse desenvolvida forma de precificação desses ativos.[41]

---

[38]"*The process of securitizing a home loan entails the creation of a securitization vehicle, generally a trust, to which the GSE sells a pool of home loans that it has acquired from various banks engaged in the business of originating the loans. The trust obtains the cash to acquire the home loans by simultaneously issuing securities with certain rights to the cash flows coming from the underlying loans. When a GSE sponsors a securitization, that GSE guarantees the principal on each of the loans underlying the transaction. As a result, the MBS investor bears the prepayment risk, but the GSE bears the default risk.*" (JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk, *cit.,* p. 670-671).

[39]Sobre o risco de pré-pagamento dos créditos securitizados, FRANK J. FABOZZI explica: "*The effect of prepayments is that the amount and timing of the cash flow from a mortgage is not known with certainty. This risk is referred to as prepayment risk. For example, all that the investor in a $100,000, 8.125% 30-year FHA-insured mortgage knows is that as long as the loan is outstanding, interest will be received and the principal will be repaid at the scheduled date each month; than at the end of the 30 years, the investor would have received $100,000 in principal payments. What the investor does not know – the uncertainty – is for how long the loan will be outstanding, and therefore what the timing of the principal payments will be. This is true for all mortgage loans, not just fixed-rate level-payment, fully amortized mortgages.*" (FABOZZI, Frank J. Overview of mortgage-backed and asset-backed securities. *In:* FABOZZI, Frank J. (Ed.). *Securities lending repurchase agreements*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1997. p. 145).

[40]"*Salomon Brothers and other Wall Street firms would find customers, sell the deals, and pass them through the federal agencies.*" (RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential, *cit.,* p. 34).

[41]"*Additional problems occurred when Wall Street firms began trading mortgage-backed securities. The securities had a final maturity of up to thirty years but consisted of underlying assets that could prepay or default at any time. Because there was no accepted methodology to determine duration, it was very difficult to price the securities. It became imperative for a treaty or Wall Street convention to be developed that could be used by everyone to convert price to yield.*" (*Id. Ibid.,* p. 35).

Nesse contexto, nasceu a "*Ginnie Mae Formula*", com metodologia simples e que rapidamente se consolidou no mercado. A fórmula assumia que nenhum empréstimo pré-pagava nos primeiros doze meses e que no primeiro dia do trigésimo ano, todos os empréstimos pré-pagavam. Essa fórmula, utilizada pelo mercado por mais de uma década, nunca teve a intenção de refletir o real momento de retorno do investimento, mas sim de servir de parâmetro de precificação, de forma consistente, aos principais bancos atuantes no mercado à época (Merrill Lynch, Lehman Brothers, Salomon Brothers, dentre outros).[42]

A próxima inovação às estruturas de securitização foi a criação dos ativos colaterizados (*collateralized mortgage obligation*), apelidados de "CMO". O conceito dos CMO é simples: em vez de tratarmos os recebíveis hipotecários como um grupo único de créditos para lastrear uma única emissão de valores mobiliários, tais recebíveis passaram a ser fracionados em diferentes segmentos, com prazos de vencimento distintos, até o limite do prazo total dos recebíveis, de forma que cada fração dos recebíveis pode ser precificada e negociada de forma independente.[43] Os CMO permitiram, assim, a partir de uma mesma estrutura de securitização, a especialização de lastro de recebíveis para produzir maior diversidade de ativos com diferentes prazos de vencimento e taxas de juros distintas, inovando o mercado de capitais norte-americano.

A evolução do mercado de securitização nos Estados Unidos passou a exigir alterações legislativas que permitissem a estruturação de securitizações ainda mais arrojadas e diversificadas, sobretudo por conta de questões tributárias.[44] Assim, inovações legislativas possibilitaram a criação de empresas especializadas em comprar empréstimos e outros tipos

---

[42]"*The new technique was the fabled Ginnie Mae Formula, which is still in use today. Its methodology was simple. It assumed that no loan prepays for the first twelve years, and that on the first day of the thirteenth year, every loan prepays. Everyone understood that the yield produced by this formula could be the real investment yield only by accident.*" (RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential, *cit.,* p. 35).

[43]"*One way financial intermediaries sought to expand the market was to increase the pool of investors to whom mortgage securities could be sold.* [...] *One response was the formation of securitization transactions backed by pools of GSE pass-throughs, rather than home loans, against which multiple tranches of securities were issued. Each tranche was given a different set of rights to the cash flows from the underlying pass-throughs.*" (JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk*, cit.,* p. 672).

[44]"*Although CMOs provided solutions to many of the early problems in the securitization market, it also created new tax problems. The Treasury permitted the use of the granter trust concept in mortgage backed securities but only if the grantor trusts were totally passive. The Treasury's worst nightmare was seeing Wall Street firms carving up mortgages and actively managing the results. The Treasury, therefore, restricted the types of CMOs to three-tranche issues. This proved to be excruciatingly simplistic and expensive, but the market accepted it because it had no alternative*." (RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential, *cit.,* p. 37).

de ativos financeiros com fins de os securitizar, as *Real Estate Mortgage Investment Conduits*, comumente chamadas *de REMICs ou Conduits*[45]. O Anexo A ao presente trabalho apresenta a estrutura de securitização envolvendo a participação das *Conduits*.

As operações de securitização via *Conduits* podem envolver tanto o repasse direto aos investidores dos recebíveis adquiridos, hipótese menos comum, quanto a emissão e distribuição de valores mobiliários pelas *Conduits*. Quando a securitização ocorre por meio da emissão de valores mobiliários, esses títulos concedem aos seus investidores o direito de participação em determinada carteira de recebíveis, a qual é mantida e alocada para administração por um determinado *trustee* contratado especificamente para este fim. Os títulos de securitização passavam a ter um intermediário que se responsabilizava pela análise e verificação das condições das hipotecas que lastreavam as emissões, restando ao investidor a necessidade de avaliar apenas as condições de remuneração do título investido e, consequentemente, possibilitando alcançar inclusive os investidores que não detinham qualquer conhecimento sobre o mercado de crédito imobiliário.[46]

O respaldo legal construído junto ao Congresso norte-americano em favor da adoção e da utilização das *Conduits* foi crucial para o desenvolvimento da securitização imobiliária. Após as primeiras e turbulentas tentativas de emplacar operações de securitização imobiliária, a previsão legal da estrutura das *Conduits* permitiu, enfim, à securitização imobiliária se consolidar no mercado americano.

No entanto, o acesso ao financiamento imobiliário ficou restrito, num primeiro momento, a devedores capazes de comprovar um perfil de crédito menos arriscado. Ficou convencionado na prática de mercado denominar os financiamentos imobiliários destinados

---

[45]"*These institutions are financial organizations whose business purpose is buying loans or other financial assets with the goal of earning a profit by repackaging and selling the assets as securities. That is, a conduit is a business that specializes in buying loans and other types of financial assets, then securitizing those assets and selling the securities in the capital markets.*" (ELMER, Peter J. The structure, economics, and risk of conduits. *In:* FABOZZI, Frank J. (Ed.). *Accessing capital markets through securitization*. Pennsylvania: FJF, 2001. p. 93).

[46]"*The goal was to create an investment vehicle to finance housing in which the investor did not have to become a home loan savant. He or she did not have to know very much, if anything, about the underlying mortgages. The structure of the deal was designed to place him or her in a position where, theoretically, the only decisions that had to be made were investment decisions. No credit decisions were necessary. The credit mechanisms were designed to be bulletproof, almost risk-free. The only remaining questions for investors concerned their outlook on interest rates and their preferences on maturities. Securitization starts to break down as a concept when the issuer imposes on the investor the responsibility of analyzing the underlying collateral. In truth, with a mortgage pass-through, you have not created a security in the classic Wall Street sense. You have just taken an ugly object, a home loan, and dressed it up. This was the basis of our thinking whenever we securitized any product."* (RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential, *cit.,* p. 38-39).

àquele grupo de devedores de boa avaliação de crédito como ”*prime mortgages*”. Aqueles que não atingissem as qualificações mínimas de avaliação de crédito passaram, por consequência, a serem conhecidos como “*subprime mortgages*”.

Os financiamentos imobiliários da categoria *subprime* possuem maior recorrência nos bairros onde é possível se identificar uma prevalência maior de minorias e de condições econômicas menos favoráveis e, justamente por possuírem um histórico de crédito pior e maiores índices de inadimplência, as taxas de juros da categoria *subprime* são significativamente mais altas do que as dos financiamentos *prime*.[47]

O principal fator de juros maiores à categoria *subprime* estava associado às maiores probabilidades de inadimplemento e às menores parcelas pagas à vista pelos imóveis (*down payments*), resultando em maiores custos de avaliação de crédito.[48]

A partir de meados da década de 1990, contudo, os financiamentos imobiliários da categoria *subprime* começaram a ganhar volume, passando de US$65 bilhões em 1995 para US$332 bilhões em 2003.[49] Até pelo menos 2006, o crédito dado ao segmento *subprime* teve crescimento cada vez mais acelerado no mercado imobiliário norte-americano, chegando a representar mais de 20% dos financiamentos habitacionais concedidos anualmente.[50] O diferencial deste segmento de devedores era que, apesar dos maiores riscos em relação ao segmento *prime*, havia pagamento de prêmios maiores e ainda taxas de juros variáveis de acordo com os riscos de inadimplência.[51]

Paralelamente, a atividade de securitização imobiliária nos Estados Unidos também cresceu em escalas significativas. Taxas crescentes do mercado de securitização imobiliária, sobretudo a partir da inclusão de créditos oriundos do segmento *subprime*, quase dobraram

---

[47]CHOMSISENGPHET, Souphala; PENNINGTON-CROSS, Anthony. The evolution of the subprime mortgage market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 88, n. 1, p. 31-32, 2006.

[48]“*Borrower cost associated with subprime lending is driven primarily by two factors: credit history and down payment requirements. This contrast with the prime market, where borrower cost is primarily driven by the down payment alone, given that minimum credit history requirements are satisfied.*” (*Id. Ibid.,* p. 31).

[49]“*The growth of subprime lending in the past decade has been quite dramatic. Using data reported by the magazine* Inside B&C Lending*. Table 3 reports that total subprime or B&C originations (loans) have grown from $65 billion in 1995 to $332 billion in 2003.*" (*Id. Ibid.,* p. 37).

[50]“*Only six percent of the home loans originated in 2002 were subprime, compared with more than twenty percent by 2006.*” (JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk*, cit.,* p. 679).

[51]“*In summary, in its simplest form, what makes a loan subprime is the existence of a premium above the prevailing prime market rate that a borrower must pay. In addition, this premium varies over time, which is based on the expected risks of borrower failure as a homeowner and default on the mortgage.*” (CHOMSISENGPHET, Souphala; PENNINGTON-CROSS, Anthony. The evolution of the subprime mortgage market, *cit.,* p. 36).

o volume de emissões de títulos de securitização, a ponto de o mercado de financiamento imobiliário *subprime* atingir, em 2003, o montante atribuído ao mercado *prime* durante a década de 1990.[52]

Diante da remuneração mais atrativa (apesar dos maiores riscos)[53], tornava-se cada vez maior a demanda do mercado de capitais por títulos lastreados em financiamentos imobiliários de alta rentabilidade, ao mesmo passo que ficava cada vez mais descuidada a avaliação da qualidade dos financiamentos *subprime*. Entre 2005 e 2006, 80% dos créditos concedidos ao segmento *subprime* passaram a ser destinados à securitização, representando cerca de US$960 bilhões em operações.[54]

Frente às peculiaridades desta nova modalidade de lastro, é válido notar que, se por um lado o investimento em ativos de maior risco exigiria uma análise mais detida do investidor, a evolução do regime informacional dos títulos de securitização, por outro, não acompanhou a expansão do mercado de financiamentos do segmento *subprime*. Surgiram, assim, verdadeiras falhas informacionais sobre os investimentos em securitização imobiliária com lastro em recebíveis de financiamentos do segmento *subprime*, particularmente em razão da elevada fragmentação dos lastros securitizados, do distanciamento dos investidores em relação aos créditos imobiliários, da complexidade do regime de juros variáveis desses financiamentos, bem como da estruturação de securitizações mediante estabelecimento de complexos graus de subordinação de pagamento entre séries distintas de valores mobiliários lastreados em tais recebíveis.[55]

Dada a desenfreada demanda por novos títulos de securitização de maior remuneração possível, num cenário em que os investidores se preocupavam tão somente com as expectativas de remuneração, não se exigia a devida avaliação e a prestação de

---

[52]CHOMSISENGPHET, Souphala; PENNINGTON-CROSS, Anthony. The evolution of the subprime mortgage market, *cit.,* p. 37.

[53]"Durante a exuberância financeira que marcou boa parte da década de 1990, a demanda pelos títulos originados daqueles processos de securitização, que se mostravam tanto mais atrativos do ponto de vista da remuneração quanto mais arriscado fosse o perfil do devedor, aumentou significativamente. Este movimento, por sua vez, estimulou ainda mais a oferta de crédito, que passou a se dar sem tantos cuidados." (YAZBEK, Otavio. Regulação financeira após a crise, *cit.,* p. 282).

[54]"*Of the roughly $1.2 trillion in subprime loans extended in 2005-2006, more than eighty percent were subsequently packaged into securitization transactions.*" (JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk*, cit.,* p. 679).

[55]*Id. Ibid.,* p. 690.

informações sobre as condições efetivas dos riscos de crédito que compunham os lastros objeto de securitização.[56]

Não bastasse a falta de um regime informacional robusto aos investidores, a elevada demanda por oportunidades de investimentos em financiamentos do segmento *subprime* provocou um aumento artificial dos preços no mercado imobiliário norte-americano, como também um excesso de crédito destinado a grupos de risco maior de inadimplência. O resultado foi o encadeamento de preços praticados sem fundamento econômico, gerado a partir de movimentos especulativos sobre os compradores e vendedores de imóveis no segmento *subprime*, de modo que as garantias hipotecárias que viriam a cobrir os créditos securitizados acabavam sendo precificadas muito acima de seu verdadeiro valor econômico.[57]

Quando a economia norte-americana sofreu uma desaceleração, desvalorizando imóveis e provocando os primeiros inadimplementos do segmento *subprime*, as falhas informacionais dos títulos de securitização imobiliária provocaram uma crise econômica generalizada. Os inadimplementos foram, assim, afetando gradualmente toda a cadeia de créditos envolvendo a securitização, sem que, muitas vezes, os adquirentes de créditos e os investidores tivessem informações suficientes para prever ou mesmo entender as causas da interrupção do fluxo de pagamento.[58]

O impacto veio a alastrar-se e agravar-se ainda mais pelo mercado de capitais norte-americano diante de um complexo encadeamento de derivativos e de operações

---

[56]"*The ability to sell these tranches to CDOs combined with the fact that it was irrational for most CDO investors to examine closely the home loans ultimately underlying those investments (because of the resource-return tradeoff just discussed) suggests that the growth of the CDO and CDO markets and the information losses accompanying that growth may well have contributed to the degradation in underwriting standards and practices and the growth of the subprime market. Those developments, in turn, facilitated real estate speculation, accentuating the tendency of the influx of capital from mortgage securities to drive up real estate prices.*" (JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk*, cit.,* p. 694).

[57]"*To understand the role of information loss in the events preceding the 2007-2009 financial crisis, it is necessary to recognize that the real estate bubble was in fact two related but distinct bubbles — one in real estate and a second in mortgage securities. The real estate bubble was enabled, at least in part, by the influx of capital into mortgage securities, which increased the amount of capital available for home loans, particularly subprime home loans.*" (*Id. Ibid.,* p. 693.)

[58]"Quando, a partir de 2007, a economia norte-americana começa a se desacelerar, houve não apenas uma queda no valor dos imóveis, mas também um aumento significativo nos índices de inadimplemento nas hipotecas que serviam de lastro aos títulos emitidos. Isso fez com que diversas instituições, detentoras daqueles títulos, sofressem perdas significativas, em alguns casos identificadas ou reconhecidas apenas muito aos poucos, o que deu início a uma verdadeira crise bancária." (YAZBEK, Otavio. Regulação financeira após a crise, *cit.,* p. 282).

compromissadas realizados com base nos títulos de securitização que entraram em repetida inadimplência. Na medida em que os lastros de securitização não se realizavam, as instituições financeiras eram obrigadas a recorrer a derivativos contratados para proteção das carteiras de recebíveis. Na maioria das vezes, porém, a própria contraparte do derivativo sofria de problemas de liquidez em função do crescente inadimplemento do mercado imobiliário.[59]

2.1.2 Surgimento e desenvolvimento legislativo da securitização no Brasil

Não obstante a crise que se deflagrou a partir de 2007, as inovações proporcionadas pela securitização nos Estados Unidos abriram novos caminhos para o mercado internacional, inclusive para o Brasil. Algumas das lições aprendidas no modelo norte-americano foram absorvidas em nosso sistema jurídico e outras até mesmo aprimoradas, como a criação dos patrimônios separados vinculados exclusivamente ao pagamento de determinada série de emissão da companhia securitizadora.[60] Estes aprimoramentos, vale adiantar, preveniram que o mercado de securitização brasileiro passasse por experiências traumáticas como aquela ocorrida na crise econômica dos Estados Unidos.

No Brasil, a necessidade de se criar novos instrumentos e mecanismos que possibilitassem a modernização e dinamização do crédito ao setor imobiliário foi a razão da criação, pela via legislativa, de uma entidade própria e dedicada especificamente à securitização imobiliária. Nesse contexto, para estimular o financiamento imobiliário, apresentou-se, por iniciativa da Presidência da República, a Mensagem nº 670, de 1997[61], contendo minuta que veio a se converter no Projeto de Lei da Câmara dos Deputados nº 3.242, de 1997 (Projeto de Lei 3.242/97). Esta iniciativa legislativa, que resultou na Lei 9.514/97, propôs a criação de um título de securitização de créditos imobiliários, à esteira da

---

[59]"Pois bem, pode-se afirmar que o uso generalizado dos derivativos de crédito nos Estados Unidos acabou por produzir, durante a crise, um efeito inesperado: isso porque o descumprimento de uma obrigação por uma instituição com problemas de liquidez acabava por deflagrar a obrigação daquele terceiro que assumira o risco (e que podia nem ser um banco). Muitas vezes esse terceiro era uma instituição que tinha que lidar com seus próprios problemas de liquidez. Em suma, instrumentos criados pelo mercado para proteção acabaram permitindo o aprofundamento dos efeitos da crise – a proteção de uma determinada carteira podia, de um momento para outro, não valer nada." (YAZBEK, Otavio. Regulação financeira após a crise, *cit.,* p. 283).

[60]Sobre o desenvolvimento no Brasil do instituto do patrimônio separado em meio à securitização, veja-se o Capítulo 3 adiante.

[61]CARDOSO, Fernando Henrique. Mensagem nº 670, de 1997 – do Poder Executivo. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LII, n. 119, quarta-feira, 9 de julho de 1997. p. 18930.

experiência do mercado norte-americano, sem deixar de destacar a função de estímulo ao financiamento habitacional:

> 13. Destaca-se a criação da figura de um novo título de crédito, característico e destinado às operações do mercado secundário. A criação da figura desse novo título vem acompanhada da definição das condições legais para a efetiva securitização de créditos imobiliários, previstos rigorosos mecanismos de segurança e proteção ao investidor. Dessa forma, abrem-se perspectivas inéditas para o funcionamento de um mercado secundário de créditos imobiliários e a estruturação de operações de captação de recursos capazes de robustecer grandemente o financiamento habitacional.[62]

Mais do que a criação do título de securitização imobiliária no Brasil, a proposta era inovadora ao instituir estruturas que garantissem maior proteção a investidores e confiabilidade à securitização imobiliária. Surgiu na legislação brasileira o papel da companhia securitizadora imobiliária, que viria a desempenhar função análoga àquela desempenhada no contexto norte-americano pelas agências federais e pelas *Conduits*[63]. À nova entidade se tornaria possível adquirir, em regime fiduciário, os créditos imobiliários a serem securitizados, constituindo-se um patrimônio separado. Esta foi uma clara preocupação na formulação do texto legal:

> 19. Para maior segurança dos investidores, o presente projeto de lei faculta a utilização do regime fiduciário para os créditos e títulos do mercado secundário. Por esse regime, ao emitir uma série de títulos, a securitizadora atribuirá caráter fiduciário à propriedade sobre os créditos correspondentes. Pela fidúcia, os créditos serão excluídos do patrimônio comum da companhia securitizadora e passarão a constituir um patrimônio separado com o propósito específico e exclusivo de responder à realização dos direitos dos investidores.[64]

As inovações apresentadas pelo Projeto de Lei 3.242/97, segundo as quais uma única companhia securitizadora é capaz de adquirir créditos diversos e afetá-los mediante criação

---

[62]KANDIR, Antônio; MALAN, Pedro. Exposição de Motivos Interministerial nº 032/MPO/MP, de 9 de junho de 1997. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LII, n. 119, quarta-feira, 9 de julho de 1997. p. 18931.

[63]"17. Para alavancar o mercado secundário de créditos imobiliários, o projeto de lei ora apresentado define uma nova modalidade de empresa – a companhia securitizadora imobiliária, organizada sob a forma de sociedade por ações, segundo o modelo adotado com sucesso em outros países. Essa companhia irá operar mediante aquisição de créditos imobiliários junto às empresas originadoras desses créditos, isto é, aquelas que operam na realização de empréstimos para a aquisição ou produção de imóveis. De posse desses créditos, a companhia irá securitizá-los, transformando-os em títulos a serem negociados nos mercados financeiros e de capitais. Para tanto, o projeto de lei prevê a criação de um novo título de crédito – o Certificado de Recebíveis Imobiliários." (*Id. Ibid.,* p. 18931).

[64]*Id. Ibid.,* p. 18931.

de patrimônio separado destinado exclusivamente ao pagamento dos valores mobiliários de sua emissão e vinculados a tal patrimônio separado, persistiram na Lei 9.514/97, sendo incorporadas ao sistema jurídico brasileiro. São estruturas inovadoras, sobretudo por evitarem a necessidade de criação de sociedade de propósito específico para cada emissão de títulos de securitização imobiliária.

O instituto do patrimônio separado das companhias de securitização imobiliárias garantiu a proteção dos lastros objeto de investimento por terceiros, na medida em que exclui qualquer responsabilidade desse lastro em relação aos negócios da securitizadora, bem como a outros patrimônios separados vinculados a outras securitizações e, inclusive, de séries distintas de uma mesma emissão. Desse modo, em caso de inadimplência de determinados recebíveis-lastro objeto de securitização, os únicos impactados serão aqueles investidores da série específica de CRI que tem em seu lastro os créditos inadimplentes. Não há, pois, compartilhamento de risco perante o patrimônio da securitizadora e os demais patrimônios separados, ou mesmo o patrimônio comum da companhia securitizadora, para o pagamento do CRI.

Conforme deverá ser explorado adiante, a separação patrimonial já foi posta à prova, revelando sua plena eficiência na proteção dos investidores e efetiva separação patrimonial em relação à securitizadora, no âmbito do caso da recuperação judicial da PDG Companhia Securitizadora S.A.[65] Atualmente, o regime fiduciário, mediante a criação de patrimônio separado a cada série de CRI ou de CRA, tem sido implementado praticamente na totalidade das emissões de CRI e de CRA negociadas no mercado.

Convém também observar que os regimes fiduciários que permitem a separação patrimonial entre a companhia securitizadora e cada uma das séries de emissões de CRI ou de CRA, introduzidos pela Lei 9.514/97 e reafirmados pela Lei 11.076/04, previnem a instauração de uma interdependência sistêmica do mercado, como também permitem maior transparência aos investidores sobre o lastro dos ativos investidos, sendo que cada patrimônio separado deve ser objeto de auditoria contábil independente, via emissão de

[65]Nesse sentido, o plano de recuperação judicial do Grupo PDG excluiu expressamente do âmbito da reestruturação da recuperanda os direitos creditórios integrantes de patrimônios separados constituídos para fins de securitizações imobiliárias, conforme homologado pelo juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo. (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1016422-34.2017.8.26.0100*. Requerentes: PDG Construtora Ltda. e outros. Requerido: PDG Construtora Ltda. Sentença, julgado em 6 de dezembro de 2017. Juiz de Direito Dr. João de Oliveira Rodrigues Filho).

demonstrações financeiras de cada patrimônio separado, de forma a assegurar ao investidor informação clara sobre as particularidades dos títulos de securitização investidos, incluindo a provisão sobre seu lastro.[66] Dessa forma, o mercado brasileiro detém um instrumento legal de proteção contra a formação de bolhas e o alastramento de inadimplências, tal qual ocorreu nos Estados Unidos a partir de 2007.

A Lei 9.514/97 teve efeitos sobre as inovações de mercado ainda no seu ano de promulgação. Criada em 31 de julho de 1997, a primeira companhia de securitização de créditos imobiliários a operar no Brasil foi a CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC), tendo obtido o seu registro de companhia aberta perante a CVM em 31 de maio de 1999. Constituída pelas principais instituições financeiras nacionais que operavam com crédito imobiliário na época, a CIBRASEC tinha seu capital social preponderantemente detido por entidades nacionais.[67]

Para que se tenha dimensão da relevância da CIBRASEC para o desenvolvimento do mercado nacional de financiamentos imobiliários, até dezembro de 2017, a companhia efetuou, em volumes globais, a emissão de 297 séries de CRI, totalizando, em valores históricos, R$ 30,4 bilhões lastreados em aproximadamente 130 mil contratos de crédito imobiliário. Adicionalmente, em 2014, iniciou sua atuação no segmento de securitização de créditos do agronegócio: em volumes globais, efetuando, até dezembro de 2017, a emissão de 4 (quatro) séries de CRA, totalizando, em valores históricos, R$ 692 milhões lastreados em recebíveis do agronegócio.[68]

Em 24 de julho de 2019, o controle da CIBRASEC foi alienado à ISEC Securitizadora S.A. (ISEC), por meio de contrato definitivo para aquisição de 100% (cem por cento) das ações representativas do capital social da CIBRASEC, conforme fato

---

[66]Vide comentários sobre demonstrações financeiras independentes a cada patrimônio separado no item "2.2.2 Obrigações de divulgação de informações perante investidores e demonstrações financeiras apartadas a cada patrimônio separado".

[67]Os cinco maiores bancos brasileiros em termos de total de ativos de acordo com ranking elaborado pelo Banco Central do Brasil, incluindo o Banco do Brasil S.A., a Caixa Econômica Federal, o Banco Bradesco S.A., o Banco Itaú Unibanco S.A. e o Banco Santander S.A., diretamente ou por meio de subsidiárias e/ou coligadas, consolidam 48,51% do capital social da CIBRASEC. Além destas instituições, estão entre os principais acionistas a *International Finance Corporation* (entidade ligada ao Banco Mundial) e a Associação de Poupança e Empréstimo - Poupex, vinculada à Fundação Habitacional do Exército. O restante do Capital Social da CIBRASEC é distribuído entre 12 bancos ou entidades ligadas ao setor de crédito imobiliário. (CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Formulário de referência – 2018*. Versão 11. São Paulo, 2018. p. 143-148. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/RelacoesInvestidores/InformacoesFinanceiras/FormReferencia/CIBRASEC_FORMREF_2018_Versao10.pdf>. Acesso em: 07 abr. 2019).

[68]*Id. Ibid.,* p. 40.

relevante divulgado naquela mesma data.[69] A transação mostra-se significativa ao mercado de securitização imobiliária e do agronegócio pois além de envolver a negociação da totalidade das ações da mais antiga companhia securitizadora do mercado nacional, acaba por concentrar parcela significativa das operações de CRI e de CRA junto ao grupo econômico da ISEC.

Tal concentração é resultado de uma estratégia da ISEC de consolidar o mercado de securitização através da aquisição e fusão de companhias securitizadoras e o aprimoramento de suas atividades. Seguindo essa estratégia, em 2016, a ISEC negociou a aquisição de duas securitizadoras, a Nova Securitização S.A. e a SCCI – Securitizadora de Créditos Imobiliários S.A., transações estas concluídas em 2017, quando a ISEC também adquiriu mais uma securitizadora, a Brasil Plural Securitizadora S.A.; encerrando o exercício de 2017 com a gestão de 74 séries e volume financeiro total de aproximadamente R$ 3,5 bilhões de reais.[70] Em 27 de fevereiro de 2018, a Nova Securitizadora S.A., integrante do grupo econômico da ISEC, adquiriu a Beta Securitizadora S.A.[71]

Com a aquisição da CIBRASEC, são cinco as securitizadoras adquiridas pelo grupo econômico da ISEC. Tal estratégia de consolidação do mercado também tomou como base os custos operacionais e regulatórios à manutenção das atividades da companhia securitizadora e de diversos patrimônios separados.[72]

Na esteira do impacto da Lei 9.514/97, já com um mercado de securitização imobiliária pujante, foi sancionada em 2004 a Lei nº 11.076/04, que introduziu no Brasil os títulos específicos para securitização no agronegócio, os CRA, e trata das companhias securitizadoras do agronegócio, que possuem estrutura análoga à das companhias securitizadoras imobiliárias. Nessa linha, as companhias securitizadoras do agronegócio,

---

[69]CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO e ISEC SECURITIZADORA S.A. *Fato Relevante conjunto de 24 de julho de 2019* – São Paulo, 2019. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivosExibe.asp?site=C&protocolo=701643>. Acesso em: 24 jul. 2019.

[70]ISEC SECURITIZADORA S.A. *Formulário de Referência – 2019*. Versão 3. São Paulo, 2018. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=83212>. Acesso em: 02 ago. 2019.

[71]NOVA SECURITIZAÇÃO S.A. *Fato Relevante*, de 27 de fevereiro de 2019. São Paulo, 2019. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=598133&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019.

[72]Para mais informações acerca da regulação e operação das companhias securitizadoras, seus títulos de securitização e respectivos patrimônios separados, vejamos os itens "2.2.1 Aspectos gerais das exigências regulatórias sobre as companhias securitizadoras e os títulos de securitização", "2.2.2 Obrigações de divulgação de informações perante investidores" e "2.2.3. Regulamentação específica sobre as companhias securitizadoras e os títulos de securitização".

assim como as correspondentes entidades no setor imobiliário, são constituídas sob a forma de sociedades por ações, não sendo qualificadas como instituições financeiras, que têm por finalidade a aquisição e securitização de direitos creditórios do agronegócio e sua vinculação, emissão e colocação de CRA no mercado financeiro e de capitais. À semelhança do que ocorre na experiência do setor imobiliário, as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir o regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, mediante a criação de patrimônio separado para cada série de sua emissão, sendo aplicáveis, no que couber, as disposições expressas nos artigos 9º a 16 da Lei nº 9.514/97.[73]

A Lei 11.076/04 define a securitização de direitos creditórios do agronegócio como operação pela qual os direitos creditórios do agronegócio são expressamente vinculados para a emissão de uma série de títulos de crédito vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária[74], mediante termo de securitização de direitos creditórios emitido por companhia securitizadora.[75]

Destaque-se a característica prescrita pelo texto legal para definição do crédito do agronegócio: é possível interpretar que estão abrangidos recebíveis devidos por produtores rurais e também por terceiros, desde os terceiros comprovem a destinação dos recursos à aquisição de produtos agropecuários *in natura*. Nesse sentido, tem destaque o "Caso Burger King", em que a CVM admitiu o registro de oferta pública de CRA com lastro em recebíveis de emissão de determinada rede de restaurantes sob o argumento de que os recursos captados pela emissão de valores mobiliários seriam destinados à aquisição de carne bovina

---

[73]Artigo 39 da 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 no 9.514, de 20 de novembro de 1997."

[74]§ 1º do artigo 23 da Lei 11.076/04: "§ 1º Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária."

[75]Artigo 40 da Lei 11.076/04: "Art. 40. 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, do qual constarão os seguintes elementos: I - identificação do devedor; II - valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado; III - identificação dos títulos emitidos; IV - indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas."

diretamente de produtores rurais.[76] Posteriormente, assentou-se a abrangência também a operações entre distribuidores e revendedores de insumos agropecuários, ainda que produtores rurais não estivessem diretamente envolvidos.[77] Ambos os entendimentos vieram a ser reproduzidos nas orientações constantes no Ofício-Circular CVM/SRE nº 01/18, de 27 de fevereiro de 2018.[78]

2.2. ESTRUTURAÇÃO E REGULAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO AGRONEGÓCIO NO DIREITO BRASILEIRO

A securitização imobiliária via emissão de CRI pelas companhias securitizadoras imobiliárias e a securitização do agronegócio via emissão de CRA pelas companhias securitizadoras do agronegócio figuram dentre as inovações financeiras mais significativas das últimas décadas, impactando diretamente o crédito aos setores imobiliário e do agronegócio e trazendo novas alternativas de investimento aos investidores do mercado de capitais nacional. Os CRI e os CRA são, portanto, os valores mobiliários que conectam o mercado imobiliário e o agronegócio ao mercado de capitais. Através da securitização de recebíveis e da criação de estrutura associada à qualidade dos ativos-lastro, distribuem-se aos investidores valores mobiliários cujo pagamento e garantias estão atrelados a determinado ativo ou conjunto de ativos relacionados aos setores imobiliários e de agronegócio.

Do ponto de vista operacional, a securitização de recebíveis envolve, tanto no caso dos CRI quanto dos CRA, a celebração de contrato de cessão de créditos[79] a ser sucedida pela posterior emissão de valores mobiliários lastreados em tais créditos. Nesta estrutura, cabe à companhia securitizadora adquirir os créditos cedidos ao mesmo tempo em que é

---

[76]BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo SEI 19957.001669/2016-13, julgado em 30 de agosto de 2016*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160830_R1/20160830_D0291.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

[77]BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo SEI 19957.006751/2017-15, julgado em 21 de novembro de 2017*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1/20171121_D0845.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

[78]BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. *Ofício-Circular CVM/SER nº 01/18, de 27 de fevereiro de 2018*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/OC_SRE_0118.html>. Acesso em: 30 maio 2019.

[79]Em algumas estruturas de CRA e de CRI não se faz necessária a celebração de contrato de cessão, podendo a securitizadora subscrever diretamente determinados direitos creditórios.

emissora dos valores mobiliários que financiam referida aquisição. Assim, a partir da securitização, é criada uma estrutura de captação de recursos via mercado de capitais tendo por lastro a qualidade dos recebíveis vinculados aos ativos objeto de distribuição no mercado.

Vale destacar que os negócios da companhia securitizadora não se caracterizam como operações financeiras, não estando, portanto, sob a exigência de autorização e de regulação por parte do Banco Central do Brasil (BACEN).[80] Na verdade, tanto a compra e venda como a subscrição de créditos são negócios jurídicos devidamente previstos na Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil de 2002)[81], facultados a qualquer pessoa com capacidade civil, não sendo operações privativas de instituições financeiras. Da mesma forma, a emissão e colocação de títulos no mercado de valores mobiliários não são operações restritas às instituições financeiras.

Lembre-se que securitizar não significa a mera conversão de recebíveis em valores mobiliários, mas sim atrelar créditos como lastro de determinados valores mobiliários, adotando tais créditos como fonte de receita para fins de pagamento de instrumentos de dívidas ofertados publicamente. Nesse sentido, o artigo 8º da Lei 9.514/97 estabelece que a securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual os créditos imobiliários são expressamente vinculados à emissão de CRI, mediante Termo de Securitização de Créditos lavrado por uma companhia securitizadora, do qual devem constar determinadas características e formalidades.[82]

---

[80]A esse respeito, vale notar que foi proposta a Emenda nº 16 no Projeto de Lei nº 3.242/1997, de autoria dos Deputados Chico Vigilante, Matheus Schmidt e Inocêncio Oliveira, incluindo a exigência expressa de as companhias securitizadoras serem instituições financeiras (VIGILANTE, Dep. Chico *et al*. Proposta de Emenda nº 16 ao Projeto de Lei Complementar nº 3.242, de 1997. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, DF, ano LII, n. 174, terça-feira, 30 de setembro de 1997. p. 30311). Contudo, a proposta de emenda foi rejeitada e excluída no parecer levado à deliberação do Plenário da Câmara dos Deputados, elaborado pelo Deputado José Chaves, relator do projeto de lei. (CHAVES, Dep. José. Parecer Escrito Entregue à Mesa da Comissão Especial para Apreciar o Projeto de Lei nº 3.242, de1997. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, DF, ano LII, nº 145, quarta-feira, 20 de agosto de 1997. p. 24218-24232).

[81]Vide artigo 286 e seguintes da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, conforme alterada.

[82]Artigo 8º da Lei 9.514/97: "Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos: I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individuação do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido; II - a identificação dos títulos emitidos; III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso. Parágrafo único. Será permitida a securitização de créditos oriundos da alienação de unidades em edificação sob regime de incorporação nos moldes da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964."

Uma das principais vantagens da securitização frente a uma operação de crédito convencional está na possibilidade de captação de recursos sem a necessidade de contratação de novo endividamento pela cedente dos recursos. Dessa forma, podendo realizar a operação exclusivamente por meio de cessão de créditos, agentes dos setores imobiliários e do agronegócio conseguem, a depender da estrutura da securitização, adquirir liquidez por meio de um mecanismo de financiamento sem impacto no balanço contábil da cedente. Se não restar ao cedente qualquer direito, controle, responsabilidade, obrigação, risco ou garantias sobre os créditos cedidos, os créditos poderão ser totalmente excluídos da contabilização do cedente, representando uma cessão de titularidade do ponto de vista contábil, para além da forma jurídica adotada para o negócio; é o que a prática de mercado denomina como operação *off balance sheet*. Dessa forma, do ponto de vista contábil, as operações *off balance sheet* são aquelas nas quais os ativos alienados pelo cedente são baixados em seu balanço patrimonial contra um lançamento, em regra, de caixa e resultado, a depender da existência de ágio ou deságio na cessão.[83]

Saliente-se que este impacto contábil não ocorre quando houver cessão com coobrigação do cedente, incluindo, sob a perspectiva contábil, hipóteses além daquelas que o cedente é responsável pela solvência do devedor, conforme previstas nos artigos 296 e 297 do Código Civil de 2002. Assim, não deverá ser considerada uma operação *off balance sheet* quando se tratar de hipótese em que houver retenção pelo próprio cedente de riscos e benefícios dos ativos cedidos, tais como obrigações de recompra dos créditos, retenção de riscos via série subordinada, dentre outros. Também não serão consideradas como operações *off balance sheet* aquelas que envolverem direitos creditórios a performar, isto é, que dependam de evento futuro a ser adimplido pelo cedente.[84]

---

[83]FERNANDES, Maurício Palmada. *O mercado de securitização no Brasil e suas fontes de valor*. 2010. Dissertação (Mestrado) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010. p. 49.

[84]Nesse sentido, convém verificar as seguintes normas contábeis aplicáveis: Pronunciamento Técnico CPC 30 - Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade IAS 18 (COMITÊ DE PRONUNCIMENTOS CONTÁBEIS (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 30 - Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade IAS 18*. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=61>. Acesso em: 02 jun. 2019) e o Pronunciamento Técnico CPC 39 - Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 32 (COMITÊ DE PRONUNCIMENTOS CONTÁBEIS (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 39 - Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 32*. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=70>. Acesso em: 02 jun. 2019). Ambas normas técnicas contábeis foram devidamente aprovadas pela CVM, nos termos da Deliberação CVM nº 692, de 8 de novembro de 2012, e da Deliberação CVM nº 604, de 19 de novembro de 2009, respectivamente.

Adicionalmente, é inegável que a securitização amplia o acesso de empresas ao mercado de capitais, viabilizando a captação de recursos em alternativa às operações bancárias.[85] Por meio das operações de securitização, as iniciativas empresariais ainda em estágio de crescimento ganham alternativas ao sistema bancário para financiamento de suas atividades. Ao mesmo tempo, essas empresas em estágio de crescimento inicial tomam um primeiro contato, através das operações de securitização, com as obrigações e a disciplina de divulgação de informações aos seus investidores.[86]

Os institutos jurídicos no entorno das operações de securitização têm sido objeto de constantes aperfeiçoamentos, em especial por parte da regulação da CVM. A regulação é fator presente e ativo na normatização do mercado de securitização, seja pela edição de novas instruções da CVM para regulamentar as operações (especialmente a Instrução CVM 414/04 e a Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018 (Instrução CVM 600/18), conforme modificadas), seja por meio de ofícios-circulares orientativos ou por meio de decisões do Colegiado da CVM, que esclarecem aos agentes privados sobre os entendimentos e as orientações do regulador.

2.2.1 Aspectos gerais das exigências regulatórias sobre as companhias securitizadoras e os títulos de securitização

Desde sua introdução no direito brasileiro, a atividade de securitização está sujeita à regulação da CVM. Em verdade, a emissão e distribuição de títulos de securitização representam uma oferta pública de valores mobiliários, conforme qualificação disposta no artigo 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (Lei 6.385/76)[87], na medida em que

---

[85]"Sociedades de pequeno e médio porte, contudo, historicamente enfrentam inúmeros entraves para buscar verbas diretamente mediante a colocação de títulos. Em geral ficaram limitadas à obtenção de recursos junto ao sistema bancário, a taxas nem sempre atrativas. Os efeitos desta realidade são ainda mais deletérios caso se leve em conta o fato de que as sociedades de capital fechado sofrem com custos mais elevados de empréstimos bancários que aqueles aplicados a companhias listadas em Bolsa." (CEREZETTI, Sheila C. Neder. Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento. *In:* SALOMÃO FILHO, Calixto (Org.). *Regulação e desenvolvimento*: novos temas. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 221).

[86]TRINDADE, Marcelo. Segundo Prefácio. *In:* FIDC: Fundos de investimento em direitos creditórios. Estudos especiais, produtos de captação. Rio de Janeiro: ANDIMA, CETIP, 2006. p. 14.

[87]Artigo 2º da Lei 6.385/76: "Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros

consistem em títulos ofertados publicamente que geram direito de remuneração cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ofertante ou de terceiros. Considerando o que estabelece o § 3º do artigo 2º da Lei 6.385/76[88], a CVM possui a competência normativa sobre os valores mobiliários e respectivos emissores, incluindo, dessa forma, os títulos de securitização.

Cumpre recordar que a regulação da CVM está orientada segundo as atribuições previstas na legislação. Nesse sentido, o inciso IV do artigo 4º da Lei 6.385/76 determina, como papel da CVM, a proteção dos titulares de valores mobiliários e dos investidores do mercado de capitais contra emissões irregulares de valores mobiliários e atos ilegais de administradores e controladores de companhias abertas. Do mesmo modo, o inciso VI do mesmo dispositivo determina a CVM agir para assegurar o acesso do mercado a informações sobre os valores mobiliários negociados publicamente e as companhias emissoras.

Do ponto de vista jurídico, a caracterização da securitização como oferta de valores mobiliários implica a incidência dos termos da Lei 6.385/76, sobretudo após a alteração promovida pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 (Lei 10.303/01). Originalmente, a definição legal de valor mobiliário, constante no artigo 2º da Lei 6.385/76, advinha de um rol taxativo de títulos, todos emitidos por companhias abertas ou relacionados a investimentos em companhias abertas.[89] Até a edição da Lei 10.303/01, a atuação regulatória da CVM limitava-se aos valores mobiliários emitidos por sociedades por ações e ofertados ao público, desde que constantes da lista originária de lei ou de decisão do Conselho

---

contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - 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."

[88] § 3º do Artigo, 2º da Lei 6.385/76: "§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões."

[89] O Artigo 2º da Lei 6.385/76 tinha a seguinte redação original: "Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; II - os certificados de depósito de valores mobiliários; III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional. Parágrafo único - Excluem-se no regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures."

Monetário Nacional (CMN), se emitidos por sociedade anônima, excetuados os títulos públicos e os títulos cambiais emitidos por instituições financeiras.[90]

É verdade que as companhias securitizadoras já estavam sob a regulação da CVM nos termos da redação original da Lei 6.385/76, tendo em vista serem, por exigência legal, companhias abertas. No entanto, se até 2001 a regulação da CVM estava direcionada exclusivamente às companhias abertas, a Lei 10.303/01 introduziu uma relevante ampliação do alcance regulatório para envolver, mais do que as atividades de companhias abertas, todo e qualquer valor mobiliário.[91] Desse modo, ao introduzir o conceito de valor mobiliário no direito positivo brasileiro, a Lei 10.303/01 permitiu à CVM regular, para além das companhias abertas, quaisquer ofertas ao público de oportunidades de investimentos de dinheiro, bens ou serviços, oferecendo aos investidores a expectativa de lucro mediante compartilhamento de risco.[92]

Antes das alterações decorrentes da Lei 10.303/01, a CVM tinha poderes de intervenção muito limitados em relação ao mercado de capitais, seja pela lei e regulamentação então vigentes, seja pela própria estrutura organizacional da CVM. Até então, a CVM não tinha independência de fato em relação aos demais órgãos da Administração Pública, sobretudo no concernente às sociedades de economia mista que representavam as maiores companhias com ações negociadas em bolsa.[93]

Esta reforma, cumpre anotar, foi uma reação legislativa diretamente ligada a uma série de prejuízos causados pela oferta pública de contratos de investimento coletivo, até então não abrangidos na competência da CVM, não permitindo que investidores se prevenissem de riscos informacionais relacionados a esses títulos. Este episódio, que ficou conhecido como "Boi Gordo", ganhou impulso entre os legisladores após ruidosos prejuízos causados a diversos investidores, forçando-se a reconhecer que a melhor técnica legislativa deveria ser oferecer à CVM um critério de competência a partir de uma tipificação conceitual

---

[90]MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1, p. 161.

[91]EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. p. 26.

[92]MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Administração de Empresas*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, v. 25, n. 2, p. 47, 1985.

[93]WALD, Arnoldo. Trinta anos da lei do mercado de valores mobiliários no Brasil. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 9, n. 34, p. 5, out./dez. 2006.

– o valor mobiliário –, ao invés da adoção de um rol taxativo de títulos emitidos por companhias abertas.[94]

Com a edição da Medida Provisória 1.637, de 8 de janeiro de 1998, além da tipificação conceitual e não taxativa dos valores mobiliários submetidos ao poder de polícia da autarquia, coloca-se no texto legal uma definição bastante abrangente de valor mobiliário, nominando os "contratos coletivos de investimento" como valores mobiliários sujeitos à competência normativa da CVM.[95]

Adicionalmente, como reflexo da alteração introduzida pela Lei 10.303/01, o conceito de valores mobiliários, mais do que títulos emitidos por companhias abertas, passou a envolver quaisquer títulos ou contratos de investimento ofertados publicamente, que gerem direito de participação ou remuneração, cujos rendimentos advenham do esforço do empreendedor ofertante ou de terceiros.[96] Portanto, a oferta pública tornou-se núcleo indispensável do conceito legal para se caracterizar o valor mobiliário, tornando-se critério para a aplicação da disciplina de mercado de capitais sobre ações, debêntures, notas promissórias comerciais, cotas de fundos de investimento fechado ou qualquer outro título que, sem a oferta pública, poderia ser comumente negociado privadamente. Não há aplicação das disposições da Lei 6.385/76 ou de qualquer outra regulamentação do mercado de capitais sobre valores mobiliários objeto de negociação privada.[97]

Portanto, mais do que as sociedades securitizadoras serem constituídas sob a forma de companhias abertas, a competência regulatória da CVM sobre os títulos de securitização surge também da obrigação legal de registrar qualquer oferta pública de valores mobiliários,

---

[94]"Desde algum tempo vinha a imprensa especializada noticiando o breve advento de legislação destinada a colocar sob a responsabilidade da CVM os contratos comumente denominados de boi gordo. Esses acordos, como se sabe, na verdade, abarcavam, na maneira como vinham sendo celebrados, um objeto mais amplo, envolvendo também aves, suínos e ovinos, destinados à engorda para abate. Referidas notícias vieram a confirmar-se verdadeiras com a promulgação da Medida Provisória 1.637, de 8.1.98, a qual veio a dispor sobre a regulação, fiscalização e supervisão dos mercados de títulos ou contratos de investimento coletivo." (VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A CVM e os contratos de investimento coletivo ("Boi Gordo" e outros). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 108, p. 91, out./dez. 1997).

[95]MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*, *cit.,* p. 161.

[96]ROCHA, Jean Paul C. Veiga da. As conseqüências institucionais do novo conceito de valor mobiliário: as competências do CMN, do Bacen e da CVM. *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2000. v. 2, p. 76.

[97]QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 11, n. 41, p. 123, jul./set. 2008.

conforme determina o artigo 19 da Lei 6.385/76.[98] Adicionalmente, o § 1º do artigo 21 da Lei 6.385/76[99] atribui a negociação de valores mobiliários em bolsa e no mercado de balcão exclusivamente aos emissores registrados perante a CVM.

A opção legislativa de condicionar a autorização para admissão à negociação de valores mobiliários à CVM é reflexo dos esforços de impor aos emissores um regime informacional obrigatório, em alternativa a uma regulação meritória, por parte do Estado, acerca da qualidade dos empreendimentos atrelados aos valores mobiliários negociados publicamente. Trata-se de regime de *disclosure* (ampla divulgação de informações) onde a CVM concede tutela jurídica à poupança popular ao autorizar o registro do emissor e da oferta pública, atestando que as informações exigidas foram prestadas na extensão, qualidade e suficiência desejadas, sem implicar em qualquer juízo de mérito sobre o emissor ou sobre os valores mobiliários.[100]

Portanto, observa-se que o registro da companhia securitizadora perante a CVM é eminentemente instrumental, servindo ao propósito de garantir a prestação de informações adequadas, suficientes e precisas ao regulador e ao mercado. Apesar de a CVM ter poderes para fiscalizar e até mesmo sancionar a ocorrência de prestação de informações falsas, incompletas ou indevidas, esta supervisão posterior não descaracteriza o fato de que, no momento do registro, o regulador não avalia a qualidade da oportunidade de investimento, mas tão somente a existência de informações suficientes para que o investidor tome a sua própria avaliação e decisão.[101]

---

[98]Artigo 19 da Lei 6.385/76: "Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão."

[99]§ 1º do artigo 21 da Lei 6.385/76: "§ 1º - Somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada nos termos deste artigo podem ser negociados na bolsa e no mercado de balcão."

[100]"Nos termos da Lei 6.385/76 (arts. 19, §§ 6º e 7º, e 20) a CVM deve subordinar o registro de emissão à divulgação das informações necessárias à proteção dos investidores, tal como exigidas pela regulamentação administrativa. Ao solicitar o registro de emissão, incumbe à Companhia apresentar os prospectos e demais documentos promocionais, cabendo à CVM suspender a emissão pública que se esteja processando em condições diversas daquelas constantes do registro, ou com informações falsas, dolosas ou substancialmente imprecisas. A tutela estatal por ocasião da emissão pública de valores mobiliários, corporificada no registro e divulgação de informações, evidentemente encontra sua justificativa econômica e jurídica no fato de existir, no caso, captação de poupança popular." (EIZIRIK, Nelson. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 30, n. 83, p. 55-56, jul./set. 1992).

[101]"O caráter instrumental do registro de emissão pública foi destacado na Exposição de Motivos da Lei 6.385/76, ao mencionar que o sistema de registros basicamente tem por fim colocar à disposição de todos os investidores informações atualizadas sobre a companhia emissora. Em procedimentos administrativos disciplinares da CVM igualmente enfatizou-se que o registro não é exigência burocrática com fins próprios, mas um meio de assegurar-se aos novos investidores um adequado nível de informações sobre a companhia e as características do investimento que lhes é proposto (voto do Relator do Inquérito Administrativo CVM-03/80, de 8.9.90, in DOU 25.5.80, p. 19.190-19.192)." (*Id. Ibid.,* p. 55).

O modelo de divulgação de informações de emissores aos investidores, tendo por centro o registro perante um regulador, teve declarada a inspiração nas regulações praticadas no mercado norte-americano. Nos Estados Unidos, uma sistemática semelhante foi implementada quando da edição do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934: o primeiro diploma trata especificamente do registro e dos requisitos informacionais exigidos quando da realização de ofertas públicas e distribuição de valores mobiliários, enquanto o segundo, ao estabelecer os pilares organizacionais dos mercados secundários, determina os requisitos para admissão à negociação de valores mobiliários em mercados públicos.[102]

O registro obriga as companhias securitizadoras, para além de divulgar informações ao mercado, a sujeição às normas e à supervisão regulatória da CVM, de modo que os agentes atuantes no mercado de capitais brasileiro somente estarão autorizados a operar mediante o atendimento das condições e das obrigações permanentes exigidas pelo regulador. A regulação se presta, nesse sentido, a assegurar um compromisso constante dos emissores com a devida e idônea prestação de informações sobre os valores mobiliários em circulação.[103]

Por outro lado, a regulamentação em sede infralegal permite à CVM a rápida adaptação e inovação regulatória diante das iniciativas comerciais em constante desenvolvimento, incluindo a securitização. A legislação dedica-se, assim, a estabelecer finalidades estáticas de interesse público – a tutela da economia popular, a proteção à confiança do crédito dos investidores e o acesso a um mercado de financiamento por

---

[102]"Podem resumir-se a três os aspectos estruturais do contributo norte-americano alicerçado em torno do *Securities Act* de 1933 e do *Securities Exchange Act* de 1934. No plano institucional, sobreleva a existência de uma autoridade de supervisão especializada, domínio em que a Europa seguiu, embora com adaptações, o modelo da *Securities and Exchange Commission* (SEC) norte-americana. Fulcral é também a contraposição entre ofertas particulares e públicas de valores mobiliários, prevendo-se para estas últimas a necessidade de registo e de um controle administrativo mais apertado, dado o *need of legal protection* dos respectivos destinatários. A tal soma-se a implementação de um sistema de deveres informativos particularmente denso em mercado: o *full disclosure* – visando eliminar assimetrias de informação, como de tutelar a confiança do investidor." (CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários*. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2011. p. 38).

[103]"No caso específico da CVM, é claramente auferível a conferência, por meio da legislação aplicável, de amplo poder normativo à autarquia. Tal conferência resta inquestionável a partir da verificação das finalidades a serem atingidas pela CVM, previstas, exempli gratia, no artigo 4º da Lei nº 6.385/76, bem como a partir da verificação da atribuição de poderes normativos específicos à CVM para regular diversas matérias, tais como, exempli gratia, as condições para a obtenção de autorização ou registro necessário ao exercício de atividade de distribuição de valores mobiliários (artigo 18, inciso I, da Lei 6.385/76, com redação dada pela Lei nº 10.411/2002)." (SCHIRATO, Vitor Rhein. A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, n. 16, p. 190-191, 2006).

emissores –, enquanto fica reservado ao regulador espaço para direcionar estas finalidades legais à dinâmica das inovações empresariais e às realidades emergentes com o tempo.[104]

Do mesmo modo, a Lei 6.385/76 prevê competência da CVM para fiscalizar o cumprimento das regras constantes em seus regulamentos, assim como o poder de punir no caso de se observar seu descumprimento. Trata-se de uma capacidade do regulador, além de editar regras regulamentares da atividade registrada, de sujeitar os agentes privados a um regime de fiscalização e sanção mediante a adoção de instrumentos legais de orientações, incentivos, constrangimento, punições e até mesmo acordos.[105] A CVM adquire, por meio desses instrumentos legais, um verdadeiro poder de disciplinar o comportamento dos agentes de mercado, prevenindo a ocorrência de abusos e ilícitos, como também sancionando as práticas indesejáveis para o desenvolvimento do próprio mercado de capitais.[106]

É relevante, assim, anotar o posicionamento do Colegiado da CVM de que o registro perante a autarquia, ainda nas circunstâncias que não seja obrigatório, obriga os regulados ao pleno cumprimento das suas regras editadas. Nesse sentido, veja-se a seguinte manifestação:

> Finalmente, pelas razões que expus, parece-me que não há, nem necessidade, nem possibilidade, de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada, sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, <u>sujeitando-se a todos os ônus inerentes</u>, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública.[107] (grifo nosso)

---

[104]"O incremento do poder normativo dos órgãos reguladores advém da baixa densidade normativa das leis regentes do setor em comento, visto que tais leis limitam-se, na generalidade dos casos, a estabelecer finalidades a serem alcançadas nos setores regulados, conferindo aos órgãos reguladores o poder normativo para estabelecer o modus pelo qual tais finalidades deverão ser alcançadas. As leis que regem os setores regulados não estabelecem exaustivamente a forma de atuação da Administração, mas apenas estabelecem quais são os resultados que devem ser alcançados. A baixa densidade normativa tem como fundamento as altas mutabilidade e tecnicidade dos assuntos a serem normatizados no setor, conferindo-lhe a agilidade e cambialidade necessárias." (SCHIRATO, Vitor Rhein. A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público, *cit.,* p. 191).

[105]*Id. Ibid.,* p. 190.

[106]"A primeira observação a ser feita é no sentido de que existe poder disciplinar conferido por lei à Comissão, configurado por sua faculdade de apurar, mediante inquérito administrativo, atos ilegais e práticas não equitativas de administradores e acionistas de companhias abertas, dos intermediários e dos participantes do mercado (Lei 6.385/76, art. 9º, V). Concretiza-se a outorga desse poder com a permissão do legislador de que a CVM aplique aos autores dos referidos atos ilegais e das práticas não equitativas as penalidades previstas no art. 11, sem prejuízo da responsabilidade civil ou penal (Lei 6.385/76, art. 9º, VI)." (GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 20, n. 43, p. 64, jul./set., 1981).

[107]BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo CVM RJ 2005/2345, julgado em 21 de fevereiro de 2006*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060221_R1.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

Apesar de ser uma manifestação antiga, este posicionamento permanece orientando as decisões mais recentes da CVM. Veja-se, assim, o voto do Diretor Gustavo Borba em meio a determinada consulta sobre a exigência de cumprimento da obrigação de registro de administrador de carteira para atuar junto a fundos de investimento exclusivos e de recursos próprios de tesourarias de instituições financeiras, de seguradoras, de entidades abertas de previdência complementar e de fundos de pensão:

> Ao registrar um fundo de investimento na CVM, mesmo que tal providência não seja obrigatória em virtude de a colocação das cotas não se destinar ao público em geral (tal como ocorre no caso em análise), ainda assim se torna imprescindível o cumprimento dos requisitos previstos na regulação pertinente da CVM, como já analisado, com precisão, em precedente do colegiado cujo Diretor Relator foi Marcelo Trindade [...][108] (grifo nosso)

Consequentemente, aplicando-se os entendimentos da CVM, se as companhias securitizadoras devem, por determinação legal, obter o registro junto à autarquia para operarem, este registro implica a aplicabilidade de todo o regime regulatório da CVM.

Convém anotar que a CVM e a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3) têm realizado trabalho conjunto para edição de nova regulamentação, ainda pendente de ser divulgada em audiência pública, para regular as atividades das companhias securitizadoras visando adequar a regulamentação a elas aplicáveis, entendendo as companhias securitizadoras menos como meros emissores de valores mobiliários (mas mantidas as obrigações aplicáveis às companhias abertas) e mais como fiduciários e prestadores de serviços de administração e gestão de patrimônios separados em nome de terceiros, em alguns aspectos.[109]

---

[108]BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo SEI nº 19957.002943/2016-71, julgado em 08 de novembro de 2016*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20161108_R1/20160108_D0222.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

[109]Conforme declaração de DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO, Superintendente de Relações com Investidores Institucionais da Comissão de Valores Mobiliários, durante evento organizado de forma conjunta entre a Comissão de Valores Mobiliários e a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, ocorrido em 22 de agosto de 2019. (B3 S.A – BRASIL. BOLSA. BALCÃO. 1º Encontro com Securitizadoras: Mesa Redonda com a CVM. Realizado em 22 de agosto de 2019. Disponível em: <http://tvb3.com.br/Watch.aspx?Palestra_ID=2209&iPos=>. Acesso em: 30 ago. 2019).

2.2.2 Obrigações de divulgação de informações perante investidores e demonstrações financeiras apartadas a cada patrimônio separado

Considerando a aplicabilidade da regulamentação da CVM sobre as operações de securitização, é indispensável à emissão de títulos de securitização, sob a égide do regime informacional, a observância, por parte das companhias securitizadoras, dos procedimentos descritos na Instrução CVM nº 480, de 7 dezembro de 2009 (Instrução CVM 480/09), que regulamenta o disposto no artigo 21 da Lei 6.385/76 e que dispõe sobre as obrigações das companhias abertas no âmbito do regime informacional obrigatório da regulação. Criam-se, assim, diferentes categorias de emissores de valores mobiliários, promovendo ampla reforma no sistema de registros de emissores e do próprio regime informacional a que se sujeitam, aproximando o regime de *disclosure* brasileiro às práticas internacionais.

No modelo adotado pela Instrução CVM 480/09, todas as informações da companhia estão consolidadas em único documento, o formulário de referência, arquivado quando do registro da companhia e atualizado regularmente. Trata-se da adoção do modelo de divulgação de informações ao mercado denominado *shelf registration system*, recomendado pela *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO). O formulário de referência deve, assim, trazer informações acerca das atividades da companhia, fatores de risco, administração, estrutura de capital, dados financeiros, comentários dos administradores e auditores sobre tais dados, valores mobiliários emitidos, dentre outras informações relevantes.[110]

As companhias abertas podem pretender o registro sob duas distintas categorias (categoria A ou categoria B), a depender da espécie de valor mobiliário a ser objeto de negociação pública. No caso dos CRI e dos CRA, por se tratarem de instrumentos de dívida corporativa, o registro da companhia securitizadora como categoria B é suficiente à admissão à negociação de tais valores mobiliários (sujeitos ainda ao registro de suas respectivas ofertas). Caso a companhia securitizadora pretenda, adicionalmente, negociar ações de sua emissão ou outros instrumentos que possam refletir em participação em seu capital, esta deverá buscar o registro como categoria A.

---

[110]BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. *Edital de Audiência Pública nº 07/08.* [s.d.]. p. 3-2. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

Os objetivos com a edição da Instrução CVM 480/09 eram (i) consolidar todas as regras aplicáveis ao registro de emissores de valores mobiliários; (ii) criar distintas categorias de emissores de valores mobiliários de acordo com os tipos de valores mobiliários emitidos e os mercados em que são admitidos à negociação, estabelecendo regimes informacionais diferenciados; (iii) melhorar a qualidade das informações periódicas prestadas, assegurando um padrão uniforme entre as informações continuamente prestadas pelos emissores de valores mobiliários e aquelas que à época eram exigidas nos prospectos das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, substancialmente mais detalhadas; e (iv) possibilitar que determinados emissores, desde que atendessem a certos pré-requisitos, tivessem seus pedidos de registro de ofertas de distribuição aprovados com maior celeridade.[111]

Vale recordar, conforme já indicado de forma preliminar e ainda a ser desenvolvido no Capítulo 3 a seguir, a Lei 9.514/97 permitiu às companhias securitizadoras estabelecer regime fiduciário sobre os créditos imobiliários ou do agronegócio objeto de securitização e vinculação aos CRI ou CRA de sua emissão por meio de declaração unilateral constante do Termo de Securitização de Créditos. Nesse contexto, particularmente em relação à divulgação de informações das operações de securitização, é relevante observar o artigo 25-A da Instrução CVM 480/09, incluído nos termos da Instrução CVM 600/18. Este dispositivo foi inovador na medida em que passou a estabelecer que cada um dos patrimônios separados das companhias securitizadoras constituídos para fins de emissões de CRI e de CRA seja considerado autonomamente como um prestador de informações próprias aos investidores.

Cabe também anotar que as demonstrações financeiras divulgadas individualmente por patrimônio separado instituído no contexto de operações de securitização devem ser elaboradas de acordo com as mesmas práticas contábeis aplicáveis às companhias abertas, bem como devem ser auditadas por auditores independentes registrados perante a CVM.[112] Não se pode perder de vista que o objetivo do regulador ao exigir a separação de demonstrações financeiras dos patrimônios de securitização era, antes de tudo, assegurar ao investidor

---

[111]BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. *Edital de Audiência Pública nº 07/08, cit.,* p. 2.

[112]O recente Ofício Circular nº 2/2019/CVM/SIN/SNC, de 17 de maio de 2019, esclareceu diversas questões acerca da contabilização dos patrimônios separados e regras aplicáveis à elaboração das demonstrações financeiras dos patrimônios separados e das companhias securitizadoras. (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais; Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria. *Ofício-Circular CVM/SIN/SNC nº 02/19, de 16 de maio de 2019*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin-snc/occ-sin-snc-0219.html>. Acesso em: 22 ago. 2019).

informação clara sobre as particularidades dos títulos de securitização investidos, incluindo a provisão sobre seu lastro.[113] Trata-se de obrigação legal de divulgação das informações relativas a cada patrimônio separado, não se vinculando às obrigações da companhia securitizadora de divulgar suas próprias informações, prevista no artigo 12 da Lei 9.514/97.[114]

Ao elaborar as demonstrações financeiras de cada patrimônio separado, a companhia securitizadora deverá considerar como ativo desse patrimônio separado todos os recursos vinculados a esse patrimônio separado e submetidos ao regime fiduciário, dentre eles: (i) todos os direitos creditórios que lastreiam a emissão; (ii) todos os recursos disponíveis; (iii) todas as aplicações financeiras realizadas com os recursos disponíveis; (iv) eventuais ativos em garantia, recebidos em garantia do inadimplemento dos direitos creditórios lastro. Como passivos do patrimônio separado, além dos valores devidos aos investidores, também devem ser apresentados os valores a pagar a prestadores de serviço, as despesas consideradas como encargos da emissão, dentre outros valores e despesas aplicáveis, conforme o caso, além da participação da cedente, da companhia securitizadora ou dos investidores, conforme o caso, ao valor residual dos direitos creditórios, reflexo da diferença entre o valor total do ativo e do passivo do patrimônio separado, de forma que o balanço patrimonial do patrimônio separado apresentará patrimônio líquido sempre com valor igual a zero.

A título exemplificativo, veja-se o caso da 74ª Série da 2ª Emissão de CRI da CIBRASEC.[115] Por um lado, a CIBRASEC divulgou aos investidores suas demonstrações financeiras auditadas referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 2018, sem nelas incluir quaisquer ativos ou passivos relacionados a securitizações emitidas sob o regime

---

[113]"Esse novo regime de elaboração, divulgação e auditoria das demonstrações financeiras de cada patrimônio separado tem como objetivo aprimorar a transparência aos investidores sobre as particularidades de cada emissão, inclusive sobre os critérios para à constituição de provisão sobre os direitos creditórios vinculados." (BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17, de 12 de maio de 2017*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0117.html>. Acesso em: 31 maio 2019).

[114]Art. 12. da Lei 9.514/97 "Art. 12. Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras."

[115]Para mais informações específicas sobre esta emissão de CRI, convém conferir a cópia do Termo de Securitização disponibilizado aos investidores pela CIBRASEC, conforme alterado de tempos em tempos. (CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Décimo Segundo Aditamento ao Termo de Securitização de Créditos Imobiliários da 74ª Série da 2ª Emissão da Cibrasec – Companhia Brasileira de Securitização*. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/EmissoesWebSistema/12º%20ADITAMENTO%20AO%20TS_SERIE_74_(594).PDF>. Acesso em: 07 jun. 2019).

fiduciário[116]; por outro, a CIBRASEC também divulgou, especificamente em relação à sua 74ª Série da 2ª Emissão de CRI, demonstrações financeiras auditadas em apartado, envolvendo ativos e passivos próprios e segregados do patrimônio da emissora do CRI.[117] Situações análogas deveriam ser verificadas nas demais securitizações sob regime fiduciário da CIBRASEC e das demais companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio.

2.2.3 Regulamentação específica sobre as companhias securitizadoras e os títulos de securitização

Devem ser observados, ainda, os termos da Instrução CVM 414/04, nos casos de securitização imobiliária, e da Instrução CVM 600/18, nos casos de securitização do agronegócio.

Primeiramente, em relação à securitização de créditos imobiliários, a Instrução CVM 414/04 condiciona a oferta pública de CRI ao registro de companhia aberta pela companhia securitizadora. Esta é uma exigência de clara conformidade com a Lei 9.514/97, a qual também era prevista nas normas da CVM anteriormente aplicáveis à securitização de créditos imobiliários e revogadas pela Instrução CVM 414/04.

Em linha com os objetivos da regulação da CVM previstos na legislação, observa-se aqui uma clara preocupação com o caráter informacional da companhia securitizadora, devendo seguir as obrigações regulatórias aplicáveis a companhias abertas. Anote-se que a exigência de ampla divulgação de informações pelas companhias securitizadoras representa uma clara evolução do que o mercado local realizava até a promulgação da Lei 9.514/97, em

---

[116]"Os recebíveis vinculados ao regime fiduciário constituem o lastro de CRIs e CRAs emitidos nesse regime. Pela fidúcia, tais créditos ficam excluídos do patrimônio comum da Companhia, passando a constituir direitos patrimoniais separados, com o propósito específico e exclusivo de responder pela realização dos direitos dos investidores, exceto os com regime fiduciário com coobrigação." (CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras para os Exercícios Findos em 31 de dezembro de 2018 e 2017*. p. 31. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/RelacoesInvestidores/InformacoesFinanceiras/DemFinanceira/CIBRASEC%20DF%202018%20-%20Relatório%20CVM%20Word.pdf>. Acesso em: 07 jun. 2019).

[117]"Os recebíveis vinculados ao regime fiduciário constituem o lastro de CRI emitido nesse regime. Pela fidúcia, tais créditos ficam excluídos do patrimônio comum da Emissora, passando a constituir direitos patrimoniais separados, com o propósito específico e exclusivo de responder pela realização dos direitos dos investidores, exceto os com regime fiduciário com coobrigação." (CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras para os Exercícios Findos em 31 de dezembro de 2018, levantadas para patrimônio separado constituído segundo a Lei 9.514/97.* (Série 74 da Segunda Emissão – IF n 08C0014528). Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/EmissoesWebSistema/CRI/B074.pdf>. Acesso em: 07 jun. 2019).

contraste com as estruturas de securitização via sociedades de propósito específico então utilizadas no Brasil.

A Instrução CVM 414/04 regulamenta, além do registro da securitizadora de créditos imobiliários como companhia aberta, a oferta pública e distribuição de CRI. As regras da CVM, portanto, não deixam de observar a finalidade de assegurar a proteção dos interesses dos investidores e do mercado em geral, buscando estabelecer critérios mínimos para conferir um tratamento aplicável aos ativos ofertados e aos emissores, bem como os requisitos de adequada divulgação de informações sobre a oferta pública, os CRI ofertados, a companhia securitizadora e demais pessoas envolvidas na securitização.

A regulamentação aplicável à securitização do agronegócio, por sua vez, constante da Instrução CVM 600/18, também traz a preocupação do regulador em oferecer informações aos investidores sobre a companhia securitizadora, os ativos emitidos, seus respectivos lastros, sobre as ofertas públicas e sobre cada um dos agentes envolvidos na securitização. Tal qual o regime aplicável aos CRI, a securitização de recebíveis do agronegócio requer da companhia securitizadora o registro e o regime informacional aplicável às companhias abertas, sem desconsiderar as obrigações de divulgação de informações de cada emissão de CRA.

Mais recente, a Instrução CVM 600/18 aproveita da experiência em torno dos CRI e dos CRA para introduzir um rol mais extenso e pormenorizado de obrigações regulatórias às companhias securitizadoras. Ficam a cargo das securitizadoras a manutenção da documentação envolvendo os CRA, o pagamento de despesas e tributos, a contratação de entidade habilitada à custódia de direitos creditórios e ativos-lastro, a divulgação permanente de informações dos CRA, incluindo a prestação de demonstrações financeiras de cada patrimônio separado, e a contratação de auditores independentes.

2.2.4. Possibilidade de distribuição direta de CRI e de CRA pelas companhias securitizadoras

Mais do que impor restrições e requisitos aos agentes de mercado, a regulação da CVM traz também incentivos estatais às operações de securitização. Tem destaque, assim, a possibilidade de companhias securitizadoras atuarem na distribuição dos CRI e dos CRA que emitem, observados determinados requisitos.

É verdade que, nos termos do artigo 19, § 4º, da Lei 6.386/76, a oferta pública de valores mobiliários somente pode ser colocada no mercado de capitais mediante o sistema de distribuição compreendido pelas instituições financeiras, as distribuidoras e as corretoras de valores mobiliários, as bolsas de valores e as entidades de mercado de balcão organizado e de compensação e liquidação de operações de valores mobiliários. A distribuição de valores mobiliários, portanto, compreende atividade restrita a determinados agentes que obtenham registro e autorização da CVM para atuar.

No entanto, pode a CVM, com base no inciso II do § 3º do artigo 2º da Lei 6.385/76[118], dispensar a participação de sociedade integrante do sistema de distribuição. É o que ocorre tanto para os CRI, conforme pode-se verificar da leitura do artigo 9º da Instrução CVM 414/04[119], quanto para os CRA, conforme pode-se verificar da leitura do artigo 13 da Instrução CVM 600/18.[120]

A dispensa de participação de instituição intermediária ocorre nas ofertas públicas de distribuição de CRA e de CRI que não ultrapassarem o montante de R$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), podendo a própria companhia securitizadora realizar as atividades de

---

[118]Inciso II do § 3º do artigo 2º da Lei 6.385/76: *"§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: [...] II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado;*"

[119]Artigo 9º da Instrução CVM 414/04: "Art. 9º A oferta pública de distribuição de CRI depende de prévio registro na CVM, salvo nos casos de dispensa de registro previstos em regulamentação específica, sendo dispensada a participação de instituição intermediária nas ofertas públicas de distribuição de CRI para captação de importância não superior a R$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), desde que, cumulativamente: I – a distribuição seja realizada pela própria companhia securitizadora que seja a emissora do CRI; e II – a companhia securitizadora observe as seguintes normas específicas da CVM: a) normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários; b) normas que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e c) normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; e III – a companhia securitizadora possua um diretor responsável pelo cumprimento das normas de que trata o inciso II e, de maneira geral, pela atividade de distribuição."

[120]Artigo 13 da Instrução CVM 600/18: "Art. 13. Será dispensada a participação de instituição intermediária nas ofertas públicas de distribuição de CRA que não ultrapassem o montante de R$ 100.000.000,00 (cem milhões de reais), desde que, cumulativamente: I – a distribuição seja realizada pela própria companhia securitizadora que seja a emissora do CRA; e II – a companhia securitizadora observe as seguintes normas específicas da CVM: a) normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários; b) normas que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente; e c) normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores; e III – a companhia securitizadora possua um diretor responsável pelo cumprimento das normas de que trata o inciso II e, de maneira geral, pela atividade de distribuição. Parágrafo único. Caso não seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, a companhia securitizadora não pode contratar agente autônomo de investimento para distribuir os CRA objeto de ofertas públicas."

distribuição. Para que a companhia securitizadora possa realizar a distribuição direta dos CRI ou dos CRA, deverão ser observados, cumulativamente, os seguintes requisitos: (i) a distribuição deverá ser realizada pela própria companhia securitizadora que seja a emissora dos CRI ou dos CRA; e (ii) a companhia securitizadora deverá observar as seguintes normas específicas da CVM: (1) cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores, conforme Política de Conheça seu Cliente (*KYC*), nos termos da Instrução CVM nº 301, de 16 de abril de 1999, conforme alterada (Instrução CVM 301/99); (2) dever de verificação da adequação dos produtos ao perfil do cliente, conforme Política de *Suitability*, nos termos da Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, conforme alterada (Instrução CVM 539/13); (3) responsabilidade administrativa referente aos crimes de "lavagem" ou ocultação de bens, direitos e valores, conforme Política de Prevenção e Combate à Lavagem de Dinheiro, nos termos da Instrução CVM 301/99. Adicionalmente, a companhia securitizadora deverá possuir diretor responsável pelo cumprimento das normas acima citadas. Caso a companhia securitizadora não seja instituição autorizada a funcionar pelo BACEN, esta não poderá contratar agentes autônomos de investimento para distribuir os CRI ou os CRA objeto de dispensa de participação de instituição intermediária.

Diante da dispensa de contratação de instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários, é possível observar uma tendência de diminuição na importância da intermediação financeira, principalmente em função do surgimento e consolidação dos investidores institucionais. Essa nova alternativa de distribuição direta pelas companhias securitizadoras, sem a necessidade de contratação de instituição financeira para atuação como intermediário, altera significativamente a relação entre investidores e as companhias securitizadoras, que passam a exercer papel ainda mais protagonista nas securitizações imobiliárias e do agronegócio.

Evidentemente, ao deixar de envolver instituições intermediárias, a distribuição direta por companhias de securitização implica redução de custos das operações de securitização. Assim, os tomadores de recursos e cedentes, isto é, aqueles diretamente financiados pela securitização, acabam por beneficiar-se de uma potencial redução dos custos de captação pela não contratação de instituição financeira para a atividade de distribuição e colocação, o que assegura maior acesso ao mercado de capitais por iniciativas empresariais dos setores imobiliário e do agronegócio. Pesquisas da década de 1990 indicavam que, já naquela época, os custos de distribuição e colocação que contavam com garantia firme pelo intermediário líder alcançavam, em média, 5,18% nas ofertas públicas

de ações e 1,80% nas ofertas públicas de debêntures.[121] No mesmo sentido, dados de 2001 indicavam que a reputação da empresa ofertante afetava os valores devidos aos intermediadores da oferta, podendo ser arbitrados entre 3% e 4% do valor da oferta pública para empresas de melhor reputação, mas alcançando exorbitantes 10% do valor da oferta para empresas menos conhecidas pelo mercado.[122]

2.2.5 Incentivos tributários às operações de CRI e de CRA

Vale também destacar, no âmbito das políticas estatais de promoção de acesso ao mercado de capitais, a instituição de benefícios tributários garantidos a determinados investidores que subscreverem emissões e distribuições de CRI e de CRA. Trata-se de verdadeiro incentivo estatal por meio da tributação, revelando uma função indutora da isenção em provocar os contribuintes a determinado comportamento desejável, conduzindo-os a alocar seus negócios em favor de determinado setor econômico ou a determinadas condições.[123]

Os incentivos fiscais à securitização no Brasil compreendem a isenção tributária aplicável a investidores pessoas físicas em relação ao imposto de renda incidente sobre a remuneração dos CRI e dos CRA investidos, tendo por fundamento legal o artigo 3º, incisos II e IV, da Lei 11.033/04[124] e regulamentada pelo artigo 55, incisos II e III, da Instrução

---

[121]"Vale notar, inicialmente, que os custos de "*underwriting*" são relativamente altos. Levantamento realizado junto à CVM, relativo a treze emissões públicas realizadas no corrente ano, nas quais houve, por parte do intermediário, garantia firme de subscrição, revelou que, na média, o custo de "*underwriting*" esteve em 5.12%, no caso das ações; e em 1.8% no caso de debêntures." (EIZIRIK, Nelson. Redução dos custos de captação no mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 32, n. 91, p. 39-40, jul./set. 1993).

[122]"Como se sabe, a emissão pública de valores mobiliários, salvo dispensas específicas, efetua-se mediante intermediação de integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários (art. 3º, § 2º, da Instrução CVM-400/2003). [...] importa reverter os desestímulos financeiros atrelados à intermediação da abertura de capital de companhias menores. Dados de 2001 indicam que os custos de *underwriting* costumam ser de 3% a 4% para empresas com melhor reputação, mas podem chegar a até 10% no caso de empresas menos conhecidas interessadas em abrir capital." (CEREZETTI, Sheila C. Neder. Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento, *cit.,* p. 226).

[123]"Ao tributar, o Estado acaba por produzir efeitos na economia. Tais efeitos se apontam como: [...] alocativos: quando se tem em conta que a própria incidência do tributo não é neutra sobre a economia, pois acaba por ter reflexos na forma como a totalidade dos recursos é dividida para utilização no setor público e no setor privado. Reflexo da função alocativa, tem-se a indução de comportamentos. Afinal, a tributação se vincula a comportamentos humanos e a incidência tributária passa a ser um fator a ser considerado na própria decisão do agente econômico" (SCHOUERI, Luís Eduardo. *Direito tributário*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012. p. 33-34).

[124]Incisos II e IV do Artigo 3º da Lei 11.033/04: "Art. 3º Ficam isentos do imposto de renda: [...] II - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário. [...] IV - na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário - CDA,

Normativa RFB nº 1.585, de 31 de agosto de 2015 (IN RFB 1.585/15).[125] Vale esclarecer que a isenção tributária também beneficia investidores pessoas físicas não residentes no país, conforme estabelece o artigo 85 da IN RFB 1.585/15.

O principal impacto prático da isenção tributária a determinados investidores de CRI e de CRA é que os títulos de securitização ganham competitividade como produto financeiro em relação a outros títulos de renda fixa disponíveis no mercado de capitais, sobretudo aqueles de emissão bancária. Na medida em que traz benefício diretamente a determinados investidores, a isenção tributária sobre os investimentos em CRI e em CRA torna-se, portanto, um atrativo para a decisão de investimento diante das demais ofertas do mercado, isto porque a remuneração líquida percebida pelos investidores beneficiários da isenção tributária aos rendimentos de CRI e de CRA pode ser superior ao rendimento percebido de títulos não isentos, ainda que tenham remuneração nominal superior.[126]

O resultado do incentivo por vias tributárias é a intensificação da capacidade da securitização em dar acesso para iniciativas empresariais ao financiamento pelo mercado de capitais. Os títulos de securitização, próprios do financiamento de iniciativas corporativas em setores econômicos estratégicos, ganham espaço de capitalização em meio a um mercado de capitais de forte presença bancária, fazendo do benefício tributário um relevante instrumento estatal de promoção de desenvolvimento econômico.[127]

O favorecimento aos títulos de securitização ofertados a pessoas físicas torna-se particularmente destacado quando há oferta pública destinada diretamente ao perfil de

---

Warrant Agropecuário - WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio - LCA e Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA, instituídos pelos arts. 1º e 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004;*"*

[125]Incisos II e III do Artigo 55 da Instrução Normativa RFB Nº 1.585, de 31 de agosto de 2015: "Art. 55. São isentos do imposto sobre a renda ou tributados à alíquota 0 (zero), na fonte e na declaração de ajuste anual, quando auferidos por pessoa física: [...] II - a remuneração produzida por letras hipotecárias, certificados de recebíveis imobiliários e letras de crédito imobiliário; III - a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), Warrant Agropecuário (WA), Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), instituídos pelos arts. 1º e 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004; [...]*"*

[126]"A norma tributária induz o contribuinte pessoa física a investir seus recursos nos referidos títulos, já que estes terão rendimentos líquidos muito superiores aos demais investimentos financeiros de características similares." (MARTINS, Ricardo Lacaz. *Tributação da renda imobiliária*. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009. p. 241).

[127]"A relação da tributação com a Livre Concorrência aparece, num primeiro momento, quando, por meio de normas tributárias indutoras, promove-se a regulação dos mercados, contemplados pelo próprio constituinte. Citem-se os casos em que se afasta o Princípio da Anterioridade (artigo 150, III, b, c/c 150, § 1 o) e se mitiga o Princípio da Legalidade Tributária (artigo 150, I, c/c 153, § 1 o), para permitir que o Poder Executivo altere alíquotas dos impostos aduaneiros, do Imposto sobre Produtos Industrializados e do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio, Seguros, Títulos e Valores Mobiliários." (SCHOUERI, Luís Eduardo. *Direito tributário, cit.,* p. 402).

investidores beneficiários da isenção tributária. A esse respeito, há que se recordar que a destinação direta a determinado perfil de investidores permite que estes participem da negociação das taxas de remuneração esperadas, sobretudo segundo o procedimento de coleta de intenções de preços e investimentos comumente denominado *bookbuilding*.

O procedimento de *bookbuilding* consiste em procedimento conduzido pelos intermediadores financeiros contratados à oferta pública do valor mobiliário, destinado a coletar junto a potenciais investidores dos valores mobiliários, a partir de faixas mínimas e máximas, suas respectivas intenções de remuneração, de preço, de prazos e de volume. Permite-se, assim, o arbitramento de uma curva de demanda que orienta a precificação, a remuneração e o volume da oferta pública do valor mobiliário em questão.[128]

Quando os CRI e os CRA são ofertados diretamente para investidores pessoas físicas, a isenção de imposto de renda ao rendimento dos títulos pode, ainda, proporcionar uma redução efetiva da taxa de remuneração da operação devida pelo cedente da carteira de direitos creditórios ou devida pelo devedor do instrumento lastro da operação, conforme o caso. Desse modo, tendo em mente o benefício tributário dos investidores envolvidos na negociação da emissão, a demanda do *bookbuilding* pode vir a admitir investimentos em títulos de securitização com remunerações nominais inferiores até mesmo às taxas básicas de juros.[129]

Diante das baixas taxas nominais de remuneração aos investidores de securitizações, ocorre o resultado de redução da pressão sobre a taxa de juros estipulada pelas entidades originadoras de créditos imobiliários e de agronegócio. Na medida em que fica assegurada a possibilidade de cessão desses créditos mesmo quando tiverem taxas de remuneração abaixo da prática de mercado, os originadores de créditos outorgados no âmbito dos setores imobiliários e do agronegócio ficam capacitados a oferecerem taxas mais favoráveis aos agentes atuantes no mercado imobiliário e do agronegócio.[130]

---

[128]SAITO, Richard; PEREIRA, João André C. M. Bookbuilding e alocação estratégica: evidência do mercado brasileiro de ações. *Revista Brasileira de Finanças*, Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 32, 2006.

[129]"Pôde-se notar que os resultados das regressões variaram bastante de acordo com o tipo de indexador das emissões. Apesar disso a variável volume apresentou certa consistência ao ser estatisticamente significativa para quatro das três regressões e apresentar sempre o sinal negativo, conforme esperado." (BOLOGNINI, Luiz Guilherme Aires. *Determinantes da remuneração do spread de certificados de recebíveis imobiliários no mercado brasileiro*. 2016. Dissertação (Mestrado) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016. p. 53).

[130]"O pressuposto econômico da renúncia fiscal é a possibilidade de acesso pelos empreendedores imobiliários a linhas de créditos e recursos financeiros mais vantajosos do que os encontrados no mercado financeiro. Assim, o benefício fiscal de isenção do imposto de renda das pessoas físicas deve ser economicamente

Ainda no âmbito fiscal, outro importante benefício é a incidência da alíquota zero de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) em relação às operações de CRI e de CRA, conforme § 2º, incisos V e VI do artigo 32 do Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007.[131] Vale anotar que o IOF tem por fato gerador qualquer transferência ou negócio envolvendo títulos e valores mobiliários, incluindo os CRI e os CRA[132], incidindo de acordo com a base de cálculo expressa no valor de cada operação, sendo que a alíquota aplicável é variável de acordo com a espécie de aplicação financeira e com o prazo do investimento.[133]

Contudo, especificamente no caso dos CRI e dos CRA, os efeitos práticos são equivalentes a uma isenção tributária. Na medida em que a legislação tributária atribuiu alíquota zero ao IOF, o contribuinte ficará desonerado da tributação, tal como tivesse sido beneficiado por uma isenção tributária.[134]

Há que se considerar que, em sendo um tributo de caráter regulatório, o IOF tem alíquotas variáveis e, em geral, regressivas de acordo com o prazo de duração da aplicação

---

transferido aos empreendedores imobiliários por meio da redução das taxas de financiamentos imobiliários." (MARTINS, Ricardo Lacaz. *Tributação da renda imobiliária, cit.,* p. 243).

[131]§ 2º, incisos V e VI, do Artigo 32 do Decreto nº 6.306, de 14 de dezembro de 2007: "Art. 32. O IOF será cobrado à alíquota de um por cento ao dia sobre o valor do resgate, cessão ou repactuação, limitado ao rendimento da operação, em função do prazo, conforme tabela constante do Anexo. [...] § 2º Ficam sujeitas à alíquota zero as operações, sem prejuízo do disposto no inciso III do § 1º: [...] V - com Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA, com Letra de Crédito do Agronegócio - LCA, e com Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA, criados pelo art. 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004; VI - com debêntures de que trata o art. 52 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, com Certificados de Recebíveis Imobiliários de que trata o art. 6º da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, e com Letras Financeiras de que trata o art. 37 da Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010."

[132]"De acordo com o art. 25 do Decreto 6.306/2007, o fato gerador do IOF-TVM consiste na aquisição, cessão, resgate, repactuação ou pagamento para liquidação de títulos e valores mobiliários." (IWAKURA, Cristiane Rodrigues. Do imposto sobre a renda e o IOF incidentes sobre as operações no mercado financeiro e de capitais e os princípios fundamentais do direito tributário. *Revista da AGU*, Brasília, v. 17, n. 2, p. 143, 2018 p. 143).

[133]"Por um provável erro de redação, o Decreto no 7.424, de 30 de dezembro de 2010, conferiu isenção de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), no resgate e/ou revenda em até trinta dias, de todos os títulos privados de renda fixa, inclusive os certificados de depósito bancário (CDBs), que embora tenham liquidez diária são depósitos a prazo. Contudo, quatro meses depois, por meio do Decreto no 7.487, de 23 de maio de 2011, o governo explicitou que a desoneração do IOF incide sobre aplicações de curto prazo (até trinta dias) em debêntures, letras financeiras e certificados de recebíveis imobiliários (CRIs). Para as aplicações em certificados de direitos creditórios do agronegócio (CDCAs), letras do crédito do agronegócio (LCAs) e certificados de recebíveis do agronegócio (CRAs), a alíquota do IOF era e permanecerá zero. Já o resgate e a revenda de CDB e de outros títulos privados de renda fixa com menos de trinta dias estão sujeitos à incidência regressiva da alíquota de 1%." (FREITAS, Maria Cristina Penido de. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. *In:* CINTRA, Marcos Antônio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. *Financiamento das corporações*: perspectivas do desenvolvimento brasileiro, livro 3. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2013. p. 159).

[134]"Do ponto de vista matemático, não haverá quem ouse negar que, ao reduzir a zero a alíquota de um tributo, o legislador acaba por afastar qualquer pretensão tributária. Ter-se-á, então, efeito idêntico ao da isenção. Poder-se-á, a rigor, dizer que na redução da alíquota mutila-se a regra de incidência em seu aspecto quantitativo, enquanto na isenção a mutilação se dá no aspecto material, temporal, pessoal ou espacial. Em qualquer caso, restringir-se-á o campo de incidência da norma." (SCHOUERI, Luís Eduardo. *Direito tributário*, *cit.,* p. 284).

financeira, isto é, trata-se de um instrumento de desestímulo a investimentos de curto prazo. No entanto, considerando a redução a zero da alíquota incidente sobre as operações de CRI e de CRA, a tributação favorece ao investidor, especificamente com relação a esses títulos de securitização, a negociar esses títulos no mercado secundário sem que haja tributação decorrente de investimentos de curto prazo.[135]

2.3. SECURITIZAÇÃO: RELEVÂNCIA DA MATÉRIA

Fica, portanto, evidente que a securitização é instrumento incentivado para a promoção de políticas públicas no âmbito dos setores imobiliário e do agronegócio. Seja mantendo uma estrutura regulatória robusta e segura, seja oferecendo um regime tributário de incentivo econômico, não é ousado afirmar que a securitização, sobretudo no que se trata aos mercados imobiliário e do agronegócio, é instrumento presente na pauta estatal para o desenvolvimento econômico do País.

Ganha destaque, contudo, o fato de que no centro de todos os incentivos estatais está a atuação das companhias securitizadoras. Lembre-se que as securitizações são negócios eminentemente privados em que não se verifica a atuação do Estado. O instrumento de incentivo aos setores imobiliário e de agronegócio, portanto, depende da atuação e da segurança jurídica da figura da companhia securitizadora.

É neste contexto que tomam relevância as estruturas jurídicas por trás da atividade das companhias de securitização, tanto na função de instituições intermediárias na captação de recursos destinados a agentes de produção estratégicos, quanto na função de emissoras de valores mobiliários no mercado de capitais. Em ambos os casos, tem especial importância o patrimônio separado da companhia securitizadora no âmbito dos regimes fiduciários de cada securitização.

---

[135]"Para atrair investidores e estimular o mercado secundário de títulos privados de renda fixa, o governo alterou a tributação do mercado de capitais (Decreto no 7.412, de 30 de dezembro de 2010). Além de eliminar a cobrança de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) nas operações de compra e venda de títulos privados com prazo de até trinta dias, o decreto modificou a tributação sobre rendimentos periódicos ("cupom de remuneração") pagos aos investidores, estabelecendo que a negociação de títulos fora da data de pagamento do cupom não gerará tributação adicional." (FREITAS, Maria Cristina Penido de. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios, *cit.,* p. 159).

CAPÍTULO 3 TEORIAS DO PATRIMÔNIO, O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO E O PATRIMÔNIO SEPARADO DA COMPANHIA SECURITIZADORA

Este capítulo destina-se à investigação das teorias do patrimônio de forma a expor a complexa relação entre pessoa e patrimônio, oferecendo um arcabouço para analisar a afetação patrimonial e o patrimônio separado das companhias securitizadoras. Serão percorridas, por um lado, a teoria clássica, também denominada de subjetiva; e, de outro, a teoria objetiva, ou realista. O propósito é alcançar as formulações teóricas dos regimes de afetação patrimonial, bem como os fundamentos jurídicos que permitiram a criação do patrimônio separado das companhias securitizadoras.

A título de ilustração – pois deverá ser desenvolvido em detalhes adiante –, a teoria clássica (ou teoria subjetiva) do patrimônio pressupõe uma forte vinculação jurídica entre o patrimônio e a pessoa do seu titular, de tal forma que o patrimônio se constitui num atributo próprio da personalidade da pessoa. Em contraposição, a teoria objetiva ou realista do patrimônio, desenvolvida mais recentemente do que a formulação teórica anterior, pressupõe uma desvinculação jurídica entre a pessoa e seu patrimônio, de modo que a função jurídica do patrimônio adquire caráter fundamental na sua disciplina.

São diversos os autores que descrevem essa divisão entre as teorias patrimoniais como ponto de partida para suas argumentações. Podemos destacar, nesse sentido, os trabalhos desenvolvidos por JOSÉ CASTÁN TOBEÑAS[136], por LUIS BUSTAMANTE SALAZAR[137], por FRANÇOIS TERRÉ e PHILIPPE SIMLER[138], por LUIZ EDSON FACHIN[139] e por MARCO ANTONIO KARAM SILVEIRA.[140] Antes de adentrar na exposição doutrinária das teorias jurídicas sobre o patrimônio, cabe contextualizar o debate segundo uma visão histórica sobre o conceito de patrimônio.

---

[136]CASTAN TOBEÑAS, Jose. *Derecho civil español común y foral*. Madrid: Reus, 1963. t. 1, v. 2, p. 585.
[137]BUSTAMANTE SALAZAR, Luis. *El patrimonio*: dogmatica jurídica. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 1979. p. 28.
[138]TERRÉ, François; SIMLER, Philippe. *Droit civil*: les biens. 4eme. ed. Paris: Dalloz, 1992.
[139]FACHIN, Luiz Edson. *Estatuto jurídico do patrimônio mínimo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 27-43.
[140]SILVEIRA, Marco Antonio Karam. A sucessão *causa mortis* na sociedade limitada: tutela da empresa, dos sócios e de terceiros. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009. p. 25-32.

3.1. MAPEAMENTO HISTÓRICO DO CONCEITO DE PATRIMÔNIO

A noção de patrimônio, na forma como se concebe atualmente, remete a origens próprias do direito romano que influenciaram os ordenamentos jurídicos contemporâneos de base romano-germânica.

Contudo, diferentemente do que ocorre atualmente, o direito romano não assegurava a personalidade jurídica a todas as pessoas naturais. A título de exemplo, mulheres, menores e estrangeiros, por mais que fossem reconhecidos como pessoas jurídicas, não detinham capacidade de realizar seus próprios atos jurídicos. Escravos, por sua vez, sequer eram considerados personalidades jurídicas, sendo tratados como objeto de direito.[141]

Some-se a isso, nem todas as personalidades jurídicas tinham atribuída a capacidade jurídica plena. Havia a possibilidade de pessoas jurídicas terem, em maior ou menor grau, a redução de sua respectiva capacidade de direito. Assim, por exemplo, poderiam haver circunstâncias de limitações restritas, cumulativas ou não, da capacidade jurídica sobre direitos políticos, direitos de herança, direitos de contratar e direitos de propriedade.[142]

Desse modo, a acumulação da personalidade jurídica e de capacidade de direito exigia o cumprimento de determinados requisitos legitimadores no direito romano. A condição de pessoa juridicamente capaz era reservada estritamente àqueles que gozassem dos estados de liberdade (*status libertatis*), do estado de cidadão romano (*status civitatis*) e ao estado de chefe familiar (*pater familias*).

Nesse sentido, o homem livre e cidadão romano era definido como chefe de família sempre que não tivesse sobre si nenhum ascendente masculino vivo. Esta condição de *pater familias* assegurava ao chefe de família, mais do que a capacidade jurídica plena (em se tratando de homem livre e cidadão romano), um poder familiar de caráter jurídico sobre as pessoas de seu seio familiar e sobre os bens sob a posse de cada uma delas (*patria*

---

[141]"A ordem jurídica romana não reconhecia a todo e qualquer homem a qualidade de sujeito de direitos. Assim, o escravo não possuía, uma vez que era considerado coisa (res), isto é, objeto de direitos. Para que o homem fosse titular de direitos (pessoa física ou natural), era necessário que se lhe atribuísse personalidade jurídica." (ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano*. 15. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012. p. 103).

[142]"No direito romano, há exemplos esclarecedores dessa distinção. Basta citar um: no tempo de Justiniano, os heréticos (que eram pessoas físicas; logo, possuíam personalidade jurídica) não podiam receber herança ou legado (por conseguinte, sua capacidade jurídica era menor do que a de alguém que não fosse herético)." (*Id. Ibid.,* p. 103).

potestas)[143], ainda estas que tivessem sua própria personalidade jurídica (os *filii familias*). Daí decorre a razão pela qual o *pater familias* ser, no âmbito do direito romano, o efetivo titular jurídico dos direitos e bens de todos os integrantes de sua família, ainda que fossem os *filii familias* os seus efetivos posseiros.[144] Nesse mesmo sentido, constava nas lições de GAIO (Gaio, *Institutas*, II, 96) que "aquele que está sob poder de outrem nada pode ter de seu" (tradução livre).[145]

O patrimônio, nesse contexto, consistia no conjunto de bens e direitos de titularidade das pessoas naturais livres e cidadãs romanas (isto é, aquelas com personalidade jurídica) que, no plano privado[146], estivessem sob a tutela jurídica de um *pater familias*, sendo este o efetivo sujeito de direitos de todo o patrimônio familiar.[147] Com efeito, o termo "patrimônio" tem sua origem etimológica na figura do *pater familias*, aquele quem era sujeito de direito de todos os bens e direitos dos integrantes de sua família.[148-149]

Mais do que titular dos bens familiares, o *pater familias* era também o responsável, do ponto de vista jurídico, pelos danos e atos ilícitos causados a terceiros pelos seus *filii familias* e por seus bens (escravos, animais etc.).[150] Interessante perceber, assim, que a evolução do direito romano passou a atribuir ao *pater familias* a responsabilidade sobre as obrigações de seus familiares. Integravam a noção de patrimônio, portanto, os débitos dos

---

[143]"A *patria potestas* atribui ao *pater familias* poderes sobre: a) a pessoa dos *filii familias*; e b) os bens adquiridos pelos *filii familias*." (ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano, cit.,* p. 621).

[144]*Id. Ibid.,* p. 623.

[145]"[…] *qui in potestate alterius est, nihil suum habere potest*" (MEARS, T. Lambert. *The Institutes of Gaius and Justinian, the Twelve Tables, and the CXVIIIth and CXXVIIth Novels*. Clark: Lawbook Exchange, 2004. p. 72).

[146]JOSÉ CARLOS MOREIRA ALVES esclarece que, no âmbito do direito público, a condição de *pater familias* não era essencial para a condição de ser sujeito de direitos: "O mesmo [a posição de uma pessoa jurídica dentro da família romana determinar a amplitude de sua capacidade jurídica] não ocorre, ao menos na época histórica, no terreno do direito público, pois tanto o *filius familias* quanto o *pater familias* tinham o *ius honorum* e o *ius suffregii.*" (ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano, cit.,* p. 114, nota 26).

[147]Vale anotar que, em estudo sobre a semântica da expressão "*pater familias*" em textos originais romanos, RICHARD P. SALLER observou que esta era uma expressão mais adotada em contextos jurídicos e com o sentido de "proprietário"; veja-se: "*The full word study shows that the term appears predominantly in legal texts and much less densily in literary texts. In both discourses, the most commom meaning of* pater familias *is "estate owner" without reference to familial relations.*" (SALLER, Richard P. Pater familias, mater familias, and the gendered semantics of the roman household. *Classical Philology*, Chicago, v. 94, n. 2, p. 182-197, 1999).

[148]SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005. p. 1014.

[149]"Originalmente essa palavra designava os bens da família" (BEVILACQUA, Clóvis. *Teoria geral do direito civil*. Campinas: Servanda, 2007. p. 227).

[150]Daí que compõe o *patria potestas* o poder do *pater familias* de entregar a própria pessoa do *filii familias* ao terceiro prejudicado como indenização aos danos que lhe tenha causado (*ius noxae dandi*). Conforme explica JOSÉ CARLOS MOREIRA ALVES: "Os poderes do *pater familias* sobre a pessoa dos *filii familias* são os seguintes: [...] b) o *ius noxae dandi*: quando o *filius familias* cometia ato ilícito (*delictium*) contra terceiro, o *pater familias* podia eximir-se da responsabilidade de indenizar a vítima entregando-lhe, como pessoa in *mancipatio*, o *filius familias* culpado; [...]" (ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano, cit.,* p. 621).

integrantes da família, além dos bens e direitos. A partir de soluções pretorianas, credores de débitos devidos por *filii familias*, os quais não detinham patrimônio próprio a ser executado, passaram a ter direitos de ação contra o *pater familias*, o qual seria, pela lógica do direito romano, o titular dos débitos contraídos por seus *filii familias*.[151]

Há que se considerar, contudo, que o próprio direito romano, ao longo de todo o seu período de vigência, sofreu gradativas alterações que relativizaram o *patria potestas*.[152] Por consequência, a partir do direito romano tardio, permitiram aos *filii familias* tornarem-se pessoas juridicamente capazes (ainda que apenas relativamente) de deter direitos e bens próprios, isto é, possuírem patrimônio próprio.[153]

A gradativa atenuação do *patria potestas*, em detrimento daquele vigorante no período clássico romano, ocorreu num contexto generalizado de "vulgarização" do direito romano a partir de mudanças estruturais na sociedade romana ao longo dos séculos de sua decadência.[154] Este fato é particularmente relevante, pois foi principalmente a partir dos registros jurídicos mais tardios do direito romano – em especial o *Corpus Iuris Civilis*, compilado no período justiniano[155] – que os estudiosos europeus retomaram os estudos jurídicos que deram origem ao direito privado moderno, incluindo as formulações teóricas sobre o patrimônio após as primeiras codificações europeias.

---

[151]ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano, cit.,* p. 624-625.

[152]"A princípio, os poderes do *pater familias* enfeixados no *patria potestas* são absolutos: o *pater familias* pode ser comparado a um déspota. A pouco, porém – e essa tendência se avoluma decididamente a partir do período pós-clássico –, os poderes constitutivos do *patria potestas* se vão abrandando, até que, no direito justianeu – mudado o ambiente social, alteradas fundamentalmente as funções e a estrutura da família romana, e sobrepujado o parentesco agnatício pelo cognatício –, a *patria potestas* se aproxima do conceito moderno de pátrio poder (poder educativo e levemente corretivo), embora conserve – o que a afasta deste – duas características antigas: a) a vitaliciedade [...]; e b) a titularidade, não pelo pai natural, mas pelo ascendente masculino mais remoto." (*Id. Ibid.,* p. 621).

[153]"No direito justianeu, a incapacidade patrimonial do *filius familias* deixa, em realidade, de existir. Com efeito, com exceção aos bens provenientes do *pater familias* ou dos adquiridos com eles – e que são ambos de propriedade do *pater familias* –, os obtidos pelos *filii familias*, por meio de seu trabalho ou de ato de liberalidade de terceiro, lhes pertencem, dispondo o *pater familias*, sobre estes bens, apenas de usufruto legal, e, por vezes – assim, por exemplo, na hipótese de alguém fazer uma doação ao *filius familias*, com cláusula de que o *pater familias* não terá direito de gozar dos bens doados –, nem mesmo disso." (*Id. Ibid.,* p. 624).

[154]"Na época pós-clássica, em virtude da decadência da cultura jurídica, torna-se mais nítida a divergência entre o direito escrito e o direito aplicado na prática. O fenômeno já existia no período clássico, mas deixou traços muito tênues em razão da preponderância da atividade dos juristas, do pretor e, mais tarde, dos imperadores. Esse é o sentido mais proveitoso em que se pode tomar a expressão direito vulgar (*Vulgarrecht*)." (*Id. Ibid.,* p. 76).

[155]"A obra legislativa de Justiniano, por conseguinte, consta de quatro partes: Institutas (manual escolar), Digesto (compilação dos iura), Codigo (compilação das leges) e Novelas (reunião das constituições promulgadas, posteriormente, por Justiniano). A esse conjunto, o romanista francês Dionísio Godofredo, em 1538, na edição que dele fez, denominou *Corpus Iuris Civilis* (Corpo do Direito Civil), designação essa que é hoje universalmente adotada." (*Id. Ibid.,* p. 50).

Durante o primeiro milênio após a queda do Império Romano do Ocidente, não restou às civilizações europeias ocidentais qualquer registro das evoluções do direito romano na sua fase clássica, vigorando apenas as adaptações vulgares desenvolvidas a partir do declínio do império. No entanto, a redescoberta pelo ocidente dos registros clássicos compilados no *Corpus Iuris Civilis* do Império Romano do Oriente propiciou o ressurgimento dos estudos sobre a disciplina civilista na Europa, a partir da evolução atingida pelos romanos no seu apogeu.[156]

Dessa forma, fundou-se uma nova cultura jurídica europeia, orientada ao estudo e comentários ao *Corpus Iuris Civilis* recentemente descoberto. Os glosadores – aqueles estudiosos medievais que conduziam o trabalho de comentar e anotar suas glosas às margens do *Corpus Iuris Civilis* – restituíram o acesso dos juristas europeus ao direito romano, como também introduziram, por meio das glosas, reflexões sobre a aplicação daqueles institutos romanos à sua realidade presente.[157]

Assim, foi baseado nos registros do *Corpus Iuris Civilis* e nos estudos dos glosadores, assim como em direitos consuetudinários de origem germânica que vigoraram durante o período de "vulgaridade" do direito romano ocidental[158], que os juristas franceses dos primeiros anos do século XIX, entre eles destaquem-se TRONCHET, BIGOT DE PREAMENEU e PORTALIS, formularam o arcabouço teórico de direito que resultou na edição do *Code Civil des Français*, em 1804[159]. Em 1807, passou a ser denominado *Code Napoléon* e, em 1816, recebeu a denominação de *Code Civil*, por conta do Congresso de Viena de 1815, que reformou a Carta Política da Europa com a fragmentação do Império Napoleônico. Posteriormente, em 27 de março de 1852, voltou a ser denominado *Code Napoléon*, atual denominação oficial (Código Napoleão).[160]

A partir deste marco histórico, os estudos jurídicos do direito privado passam a envolver, invariavelmente, a codificação. Seja ao idolatrar o Código Napoleão como legislação última, completa e eterna, seja como crítica irremediável e negação à codificação

---

[156]WIEACKER, Franz. *História do direito privado moderno*. 5. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2015. p. 17.
[157]ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano, cit.,* p. 60.
[158]PEREIRA, Caio Mário da Silva. Código Napoleão: influência nos sistemas jurídicos ocidentais. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais*, Belo Horizonte, v. 32, n. 32, p. 4, 1989.
[159]O *Code Civil des Français* foi promulgado em 21 de março de 1804, com aprovação de seus 36 livros.
[160]PEREIRA, Caio Mário da Silva. Código Napoleão: influência nos sistemas jurídicos ocidentais, *cit.,* p. 3.

do direito, todos os debates entre os juristas do século XIX circundavam, a favor ou contra, a codificação da legislação civil.[161]

A centralidade da codificação nos debates jurídicos do século XIX está relacionada àquele momento histórico. O Código Napoleão, instituído por Napoleão Bonaparte, representou o triunfo legislativo de uma nova ordem política e social após a Revolução Francesa. A técnica de codificação tornou-se naquele momento sinônimo de uma legislação moderna, voltada para o futuro, em contraposição ao conservadorismo do direito consuetudinário ou ao autoritarismo das ordenações reais.[162]

O Código Napoleão destacou-se também pelo feito de ter revogado e concentrado com sucesso todo o direito da nação francesa. Revogaram-se na França as disposições de direito romano, de direitos especiais de estamentos sociais (o direito canônico, por exemplo), os costumes locais e regionais e os regulamentos feudais. Todos os fatos jurídicos antes disciplinados por esse arcabouço de normas revogadas passaram a ser tratadas, a um só tempo e uniformemente, pelos termos do Código Napoleão, congregando, assim, toda a disciplina jurídica da França.[163]

Assim, sob a influência do Código Napoleão, o direito privado assistiu, no século XIX, a formação de um pensamento jurídico baseado fundamentalmente na metodologia de interpretação do texto positivo da lei. A Escola da Exegese[164] – como ficou conhecido este movimento – dedicou-se à formulação de teorias jurídicas a partir do Código Napoleão em seus próprios termos, da vontade original do legislador, da sua literalidade.[165]

---

[161]"O debate sobre as codificações caracterizará todo o século XIX, remetendo-se a um novo texto sagrado: o *Code Napoléon* de 1804. Toda a cultura jurídica do século XIX é dominada pela exegese daquele código ou pela oposição à codificação. Na Alemanha, a polêmica da Escola histórica do direito contra a codificação surge precisamente do fato de que os Estados germânicos, pátria da reação, não podiam aceitar uma codificação de tipo francês, expressão jurídica da nova ordem social nascida da Revolução Francesa de 1789. Contudo, todo o debate se concluiu com a entrada em vigor do código civil alemão de 1900, tardia consolidação jurídica de uma tardia revolução burguesa. Por acordo ou desacordo, em suma, o ponto de referência era sempre o *Code Napoléon*." (LOSANO, Mario G. *Os grandes sistemas jurídicos*: introdução aos sistemas jurídicos europeus e extra-europeus. São Paulo: Martins Fontes, 2009. p. 59).

[162]GOMES, Orlando. A evolução do direito privado e o atraso da técnica jurídica (1955). *Revista Direito GV*, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 123, 2005.

[163]PEREIRA, Caio Mário da Silva. Código Napoleão: influência nos sistemas jurídicos ocidentais, *cit.,* p. 8.

[164]"Sob essa influência floresceram, no século XIX, várias idéias, que se sistematizaram numa doutrina maciça, reunindo os mais notáveis civilistas na Escola da Exegese, cuja orientação foi definida, com segurança e firmeza, por uma atitude inconfundível na história do pensamento jurídico." (GOMES, Orlando. A evolução do direito privado e o atraso da técnica jurídica (1955), *cit.,* p. 124).

[165]"[...] a doutrina da Escola da Exegese caracteriza-se por cinco traços distintivos: 1.º o culto do texto da lei; 2.º o culto da vontade do autor da lei; 3.° o culto da onipotência jurídica do legislador; 4.º o reconhecimento da existência de um direito natural; e 5.º o respeito à obra jurídica dos antecessores." (*Id. Ibid.,* p. 124).

3.2 TEORIA CLÁSSICA OU SUBJETIVA DO PATRIMÔNIO

A primeira teoria jurídica a surgir sobre patrimônio, tida como teoria clássica ou subjetiva por sua estreita vinculação com a personalidade, foi formulada, no século XIX, pelos franceses CHARLES AUBRY e CHARLES RAU, ambos pertencentes à Escola de Exegese.[166] Considerados os maiores juristas do século XIX, AUBRY e RAU desenvolveram seus estudos a partir da obra "*Le droit civil français*", escrita pelo jurista alemão KARL SALOMO ZACHARIAE VON LINGENTHAL.[167]

Inicialmente, os trabalhos dos juristas franceses limitavam-se à tradução e adaptações para o francês dos estudos de ZACHARIAE VON LINGENTHAL, mas, em edições posteriores, AUBRY e RAU introduziram inovações que conferiram caráter autônomo e original para a obra como um todo.[168] É curioso perceber que o Código Napoleão não trouxe disposições expressas sobre a noção de patrimônio. Contudo, o discurso preliminar que orientou a elaboração do projeto de código civil francês, de autoria de JEAN-ÉTIENNE-MARIE PORTALIS, datado de 1801, adota o termo patrimônio como "conjunto de bens pertencente a um sujeito".[169]

A opção do Código Napoleão, promulgado em 1804, foi de adotar a concepção de "responsabilidade patrimonial" segundo a qual cada titular de direitos responde com o seu patrimônio pelas obrigações às quais se obrigou. Incorporou-se, assim, o princípio jurídico

---

[166]"A essa escola pertencem, como seus mais legítimos representantes, dentre outros [...] Aubry et Rau (Cours e droit civil, 8 v., 1838)" (GOMES, Orlando. A evolução do direito privado e o atraso da técnica jurídica (1955), *cit.,* p. 124).

[167]"Zachariae, professor em Heidelberg, ensinava o direito local, da região de Baden, portanto, o direito francês. A sua formação germânica o diferenciava, obviamente, daqueles juristas franceses que ele citava constantemente. Aubry e Rau preferiram-no aos seus compatriotas. Traduziram-no, adaptando-o. Sobre suas bases desenvolveram, depois, um tratado por eles escrito. A 4. ed. deste tratado nos mostra uma obra francesa, ampla e desenvolvida, sensível às conceitualizações e ao sistema (e não por isto indiferente aos modelos tirados da prática). Depois da morte dos autores, a grande reputação da obra aconselhou a sua publicação autorizada por outros. Na atualização, mesmo as definições, que eram a característica da obra, foram sacrificadas em prol da fidelidade dos revisores ao estilo francês. Aubry e Rau são reverenciados como os maiores juristas franceses do século XIX. A sua obra chegou à 7ª ed. (atualizada), no período de 1961-1979, depois de ter em muito sobrevivido ao centenário da primeira publicação (que é de 1938-1847)." (SACCO, Rodolfo. *Introdução ao direito comparado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001. p. 274).

[168]BOBBIO, Norberto. *O positivismo jurídico*: lições de filosofia do direito. Compiladas por Nello Morra; tradução e notas de Márcio Pugliesi, Edson Bini, Carlos E. Rodrigues. São Paulo: Ícone, 2006. p. 84.

[169]PORTALIS, Jean-Étienne-Marie. *Discours préliminaire au premier projet de Code Civil. 1801*. Bordeaux: Éditions Confluences, 2004. Disponível em: <http://mafr.fr/IMG/pdf/discours_1er_code_civil.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2019.

de que "quem se obriga, obriga os seus bens".[170] Ao mesmo tempo, por trás dessa concepção, está a ideia de liberdade do indivíduo exercer a sua vontade sobre seus bens, independentemente do Estado.[171]

Diante da forte presença das formulações do Código Napoleão nos debates de direito civil, AUBRY e RAU, buscando ultrapassar a análise estritamente positivista da legislação francesa, desenvolveram um estudo da obra estrangeira de autoria de KARL SALOMO ZACHARIAE VON LINGENTHAL. A obra de ZACHARIAE VON LINGENTHAL oferecia inovações aos debates civilistas franceses da época na medida em que abordava os temas do direito civil de acordo com os seus aspectos históricos e filosóficos. Iniciaram, dessa forma, seus estudos e trabalhos pela tradução da obra de ZACHARIAE VON LINGENTHAL e, nas edições posteriores, incorporaram conceitos originais, trazendo nova abordagem ao direito civil francês.[172]

Na evolução de seus estudos, CHARLES AUBRY e CHARLES RAU conceituaram patrimônio como o conjunto de direitos civis de uma pessoa sobre os objetos que constituem bens.[173] Do ponto de vista estrutural, podemos extrair, a partir dessa definição jurídica, os seguintes elementos principais: (i) a ideia de patrimônio pressupõe a noção de personalidade, na medida em que é um conjunto de direitos cujo centro está no sujeito de direito que lhe é

---

[170]"O patrimônio sendo uma emanação da personalidade, as obrigações que pesam sobre uma pessoa, devem naturalmente também onerar seu patrimônio. Esse princípio, que nosso antigo Direito formulou na máxima Quem se obriga, obriga o seu, foi consagrada pelo art. 2092, nos termos do qual: 'Qualquer pessoa que se obrigou pessoalmente, é obrigada a cumprir seu compromisso sobre todos os seus bens, móveis e imóveis, presentes e futuros'." (AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Cours de droit civil français*: d'après la méthode de Zachariæ. 4eme ed. Paris: Imprimerie et Librairie Général de Jurisprudence, 1873. t. 6, p. 248).

[171]"No século XIX, o Código concebeu o cidadão como indivíduo distinto do Estado e conferiu-lhe atributos, entre os quais se encontravam o nome, a capacidade e o patrimônio. A função que desempenha nesse contexto é de preservar o cidadão frente ao Estado: daí afirmar-se que toda pessoa tem um patrimônio e que o mesmo está submetido à sua vontade." (LORENZETTI, Ricardo Luis. *Fundamentos do direito privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998. p. 62).

[172]"*Si la première édition de l'ouvrage de droit civil français le plus marquant du XIX siècle est une traduction fidèle du manuel de Zachariae, l'oeuvre d'Aubry et Rau devint au cours des éditions ultérieures, un traité original. II n'en demeure pas moins que Zachariae avait ouvert la voie d'une approche nouvelle du droit civil français*." (WITZ, Claude. *Droit privé allemand*. Paris: Litec, 1992. v. 1, p. 8).

[173]"*La moderna doctrina civilística ve en el patrimonio – muy de acuerdo con el significado de la expresión Vermögen, con la que se le designa en la lengua alemana – la esfera o ámbito del poder jurídico de la persona, pero sólo en aquellas de sus manifestaciones que pueden tener una resonancia económica."* Em tradução livre: "A moderna doutrina civilística vê no patrimônio – muito de acordo com o significado da expressão Vermögen, com que é designado em língua alemã – a esfera ou âmbito do poder jurídico da pessoa, mas somente naquelas de suas manifestações que podem ter uma ressonância econômica." (CASTAN TOBEÑAS, Jose. *Derecho civil español, común y foral*, *cit.,* t. 1, v. 1, p. 458). "A palavra *Vermögen* significa ao mesmo tempo fortuna, bens, e poder. O adjetivo *vermögend* significa abastado, e o substantivo *Vermögenssteuer* significa imposto sobre o patrimônio." (HOEPNER, Luiz; KOLLERT, Ana Maria Cortes; WEBER, Antje. *Langenscheidt Taschenwörterbuch Portugiesisch*. Berlin: Langenscheidt, 2001. p. 1155-1156).

titular[174]; (ii) o patrimônio de uma pessoa engloba todos os seus bens indistintamente, incluindo os bens inatos (direitos de personalidade) e os bens futuros[175]; (iii) o patrimônio compreende simultaneamente créditos e débitos e, do ponto de vista econômico, pode ser representado por um valor pecuniário determinado a partir da diminuição do passivo frente ao ativo; e, por fim, (iv) cada pessoa, seja ela física ou jurídica, é titular de um patrimônio, mas apenas de um único patrimônio. Nesse sentido, cabe destacar os termos utilizados por CHARLES AUBRY e CHARLES RAU: "a toda pessoa corresponde um patrimônio, sendo este uno e indivisível, por ser a emanação da personalidade".[176]

AUBRY e RAU também defendem que o patrimônio consiste em um bem jurídico incorpóreo, percebido apenas pelo entendimento ficcional do direito. Dessa argumentação decorre que o titular do patrimônio, tomado no seu conjunto, possui cinco faculdades: (i) a de administrar o patrimônio como um todo; (ii) a de receber os rendimentos provenientes do patrimônio; (iii) a faculdade de dispor, por testamento, da totalidade ou de uma cota-parte do patrimônio; (iv) a de reclamar a integridade e a restituição de objetos ou valores pertencentes ao patrimônio; e (v) a de reivindicar o patrimônio, uma vez que uma pessoa não pode ser privada de seu patrimônio senão quando tenha perdido sua própria personalidade jurídica em razão de seu falecimento.[177]

Vale esclarecer que, apesar do patrimônio ter seu centro na personalidade jurídica do sujeito de direito que lhe é titular, aquele não se confunde com esta. Contudo, de outra sorte, o patrimônio não é um bem jurídico isolado. Trata-se de uma universalidade de direitos e obrigações emanada e indissociável da personalidade jurídica de seu titular, não sendo um mero bem adquirido pela pessoa. Nesse raciocínio, todos os sujeitos de direito possuem patrimônio, mesmo aqueles que não possuem bens: tenha-se em mente que todas as obrigações assumidas por um sujeito de direitos atingem o seu patrimônio, de modo que se admite, do ponto de vista econômico, a estipulação de valores negativos para o patrimônio.

---

[174]"*L'idée du patrimoine se déduit directement de celle de la personnalité.*". (AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Cours de droit civil français*: d'après la méthode de Zachariæ, *cit.,* t. 6, p. 229).

[175]O Código Napoleão, na visão de CHARLES AUBRY e CHARLES RAU, estava correto no que tange aos bens futuros, mas em relação aos bens inatos estes só passariam a fazer parte do patrimônio em caso de dano, dando, assim, ensejo a uma ação de reparação por perdas e danos.

[176]AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Cours de droit civil français*: d'après la méthode de Zachariæ. 4eme ed. Paris: Cosse, Marchal & Cie, 1869. t. 10, p. 3.

[177]*Id. Ibid.,* t. 6, p. 247.

É interessante notar, por outro lado, que o Código Napoleão, à época de sua promulgação, ainda não compreendia entre os direitos privados subjetivos existentes no ordenamento francês aqueles que denominar-se-iam direitos da personalidade. Direitos subjetivos como a honra tendiam a ser tutelados no âmbito do direito público, dado o seu caráter extrapatrimonial, não integrando, assim, a noção de patrimônio ali proferida.[178]

Assim, AUBRY e RAU também defendem a inalienabilidade do patrimônio, tendo por argumento o fato de se tratar de um direito próprio da personalidade do sujeito de direito, não possuindo, portanto, existência jurídica autônoma. Decorre daí a noção teórica de que todos têm seu próprio patrimônio e não podem dele se desfazer. Toda pessoa, seja ela física ou jurídica, é titular de um patrimônio, vez que todas as suas relações jurídicas afetam o seu patrimônio, de forma positiva ou negativa.[179]

Cumpre anotar que a obra de AUBRY e RAU veio a ser posteriormente revisitada por PAUL ESMEIN. Na condição de revisor e atualizador da obra *Cours de droit civil français* a partir da sexta edição[180], ESMEIN reafirma o caráter subjetivo do patrimônio e passa a associar a noção de patrimônio ao direito de personalidade de seu titular, chegando a afirmar que "a ideia de patrimônio é corolário da ideia de personalidade".[181]

Ainda assim, embora permaneça aderente à teoria subjetiva do patrimônio, ESMEIN reconhece o surgimento de críticas de outros segmentos doutrinários, especialmente sobre a unicidade patrimonial de cada sujeito de direito.[182] Tratam-se de divergências precursoras da teoria objetiva do patrimônio que, conforme será detalhado adiante, veio a opor-se à teoria desenvolvida por AUBRY e RAU e posteriormente revisitada por ESMEIN.

Por conseguinte, segundo a leitura da teoria clássica, podemos tomar como verdade que o patrimônio é, portanto, o conjunto de bens, direitos e obrigações, suscetíveis de valoração, que compõem o ativo e o passivo de uma pessoa e constituem uma universalidade jurídica associada à personalidade de seu titular.[183] Integram o patrimônio da pessoa todas

---

[178]GONÇALVES, Diogo Costa. Revisitando a origem histórico-dogmática dos direitos de personalidade. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, São Paulo, v. 15, p. 399, abr./jun. 2018.

[179]VERGÉ, Emmanuel; RIPERT, Georges. *Encyclopédie Juridique Dalloz*. Paris: Jurisprudence Générale Dalloz, 1953. t. 3, p. 732.

[180]AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Droit civil français*. 6ème éd. Paris: Librairies Techniques, 1953. t. 9, p. 305.

[181]Tradução livre. No original: "*L'*idée de patrimoine est *bien en définitive le corollaire de la personnalité.*" (*Id. Ibid.,* t. 9, p. 306).

[182]*Id. Ibid.,* t. 9, p. 307.

[183]Para referência, a definição vigente de universalidade de direito equivale ao complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico. Nesse sentido, veja-se o artigo 91 do Código Civil: "Art. 91. Constitui universalidade de direito o complexo de relações jurídicas, de uma pessoa, dotadas de valor econômico."

as relações jurídicas de que participe, de natureza obrigacional ou real, e constituem uma unidade jurídica.

A universalidade de direito que caracteriza o patrimônio se dá pelo fato de que os bens que compõem o patrimônio estão submetidos ao poder de única pessoa, além de apresentarem a característica da fungibilidade. Assim, quando abordados em um conjunto patrimonial, os bens, seguindo-se o critério de monetização do valor econômico de cada um, são tratados como substituíveis entre si em espécie, qualidade e quantidade.[184]

Tal entendimento levou a debate a natureza jurídica do patrimônio, de forma que alguns autores passaram a sustentar que o patrimônio é uma universalidade jurídica. Nesse sentido, o entendimento do próprio ZACHARIAE VON LINGENTHAL apontava para tratar o patrimônio como uma abstração capaz de conglomerar o conjunto total de bens pertencentes a uma pessoa em uma única universalidade de direito.[185] Toda pessoa, seja ela física ou jurídica, possui um patrimônio considerado como universalidade jurídica ligada a seu titular.[186]

O patrimônio compreende, além da universalidade de bens, a totalidade dos créditos e débitos de seu titular, ativos e passivos, tratados como fungíveis entre si por meio do critério pecuniário e equacionados em um único valor econômico.[187]

---

[184]"Fungibilidade: A fungibilidade é própria dos bens móveis. Os bens fungíveis são os que podem ser substituídos por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade (p. ex., dinheiro, café, lenha etc.). Infungibilidade: Os bens infungíveis são os que, pela sua qualidade individual, têm valor especial, não podendo, por este motivo, ser substituídos sem que isso acarrete a alteração de seu conteúdo, como um quadro de Renoir. A infungibilidade pode apresentar-se em bens imóveis e móveis." (FIUZA, Ricardo Ferreira *et al.* (Orgs.). *Novo Código Civil comentado*. 2. ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 2004. p. 97).

[185]"O patrimônio não é em si um bem exterior; é apenas a ideia abstrata da unidade jurídica ou da universalidade de todos os bens pertencentes a uma pessoa determinada, ou, em outras palavras, da pessoa nas suas relações com os bens exteriores de seus direitos. O patrimônio, portanto, constitui juridicamente um todo, uma universalidade, *universitas juris*." (tradução livre) "*Le patrimoine n'est point lui-même un objet extérieur; il n'est que l'idée abstraite de l'unité juridique ou de l'universalité de tous les objets appartenant à une personne déterminée, ou, en d'autres termes, de la personne de l'homme dans ses rapports avec les objets extérieurs de ses droits. Le patrimoine constitue donc juridiquement un tout, une universalité,* universitas juris." (ZACHARIAE, Karl Salomo. *Le droit civil français*. Paris: Auguste Durand Librairie-Éditeur, 1855. t. 10, p. 39).

[186]"Qualquer pessoa física ou jurídica tem um patrimônio considerado como universalidade jurídica ligada a seu titular."(tradução livre) "*Toute personne physique ou juridique a un patrimoine que l'on considère comme formant une universalité juridique liée à son titulaire*." (HUBRECHT, Georges. *Notions essentielles de droit civil*. 7eme ed. Paris: Sirey, 1967. p. 63).

[187]"*On peut dire que le patrimoine est l'ensemble des droits réels, des droits de créance et des dettes d'une personne appréciables en argent. Cela veut dire que le patrimoine comporte tous les objets mobiliers ou immobiliers qu'une personne possède (une mansion, les fauteuils de son salon, son propre linge), mais aussi les créances et les dettes qu'elle peut avoir. C'est ainsi que l'on dit que le patrimoine forme un tout: l'héritier d'une personne hérite du passif au même temps que de l'actif. Le patrimoine est lié à la personne. Il ne renferme que des droits pécuniaires, c'est-à-dire appréciables en argent*." (JUGLART, Michel de. *Cours de droit civil*: avec plans de devoirs et études de question pratiques. 5eme ed. Paris: Montchrestien, 1967. v. 1, p. 8).

Já segundo PIERRE RAYNAUD, o patrimônio é uma universalidade jurídica pelo fato de que, além de ser um conjunto, possuir um passivo. A universalidade de fato também é um conjunto, composta de elementos que têm um destino comum, mas ela se distingue da universalidade jurídica por não comportar um passivo. Nos dois casos, os elementos da universalidade se caracterizam por uma certa fungibilidade. São elementos intercambiáveis. Mas a característica da universalidade jurídica e consequentemente do patrimônio é a correlação entre o ativo e o passivo.[188]

JEAN CARBONNIER entende que o patrimônio é uma universalidade jurídica não somente por conter um passivo, mas também pelo fato de permanecer distinto dos elementos ativos que o compõem em um determinado momento de sua existência. Essa natureza de entidade abstrata, de receptáculo indiferente ao conteúdo se manifesta sobre um duplo ponto de vista: (i) o patrimônio permanece idêntico apesar das flutuações de seus bens; (ii) o patrimônio, para além dos bens presentes, se estende aos bens futuros.[189]

Nas definições dispositivas de AUBRY e RAU, portanto, patrimônio é o conjunto de bens e obrigações de uma pessoa, que formam uma universalidade jurídica única e indivisível. Essa universalidade jurídica, responde pelas dívidas da pessoa, sendo que uma pessoa ao se obrigar, obriga a esta universalidade. O patrimônio é composto não somente pelos bens atuais, mas também pelos bens futuros. De acordo com essa teoria clássica, o patrimônio seria formado "pelo conjunto de direitos civis sobre objetos que constituem bens" e englobaria todos os seus bens indistintamente, incluindo os direitos de personalidade e os bens futuros.[190]

---

[188]"*Juridiquement, le patrimoine est donc un ensemble. On dit que c'est une universalité, et on précise qu'il s'agit d'une universalité de droit, par opposition aux universalités de fait. L'universalité de fait, elle aussi, est un ensemble, mais elle se distingue de l'universalité de droit parce qu'elle ne comporte pas de passif. Par exemple, un troupeau, qui est un ensemble d'animaux, une bibliothèque, qui est un ensemble d'ouvrages, sont des universalités de fait. Il s'agit d'ensembles composés d'éléments ayant une destination commune, une situation juridique identique, mais qui ne comporte pas de passif. Dans les deux cas, d'ailleurs, qu'il y ait universalité de fait ou universalité de droit, les éléments de l'universalité se caractérisent par une certaine fongibilité; ce sont des éléments interchangeables. Mais, encore une fois, la caractéristique de l'universalité de droit, et donc du patrimoine, c'est la corrélation entre l'actif et le passif.*" (RAYNAUD, Pierre. *Cours d'introduction à l'étude du droit et droit civil*. Paris: Le Cours de Droit, 1967. p. 568).

[189]"*Le patrimoine reste distinct des éléments actifs qui le composent à un moment déterminé de as durée. Cette nature d'entité abstraite, de réceptacle indifférent au contenu, se manifeste sous un double point de vue. 1.o Le patrimoine demeure identique à lui-même malgré les fluctuations de ses éléments; 2.o Le patrimoine, par delà les biens présents, s'étend aux biens à venir.*" (CARBONNIER, Jean. *Droit civil*. Paris: Presses Universitaires de France, 1957. v. 2, p. 3).

[190]AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Cours de droit civil français*: d'après la méthode de Zachariæ, *cit.,* t. 10, p. 2-3.

Existem, porém, posições doutrinárias contrárias à noção de patrimônio como uma universalidade de direito. Nesse grupo, JOSÉ CASTÁN TOBEÑAS argumenta que a noção de patrimônio não descaracteriza o regime jurídico aplicável individualmente sobre cada um dos seus bens, de modo que não se pode falar de um direito de propriedade sobre o patrimônio, mas somente sobre cada um dos bens que o compõem.[191] No mesmo sentido, GUILLERMO A. BORDA não enxerga utilidade prática em tratarmos o patrimônio como uma universidade jurídica, dado que esta noção não dispensa o tratamento individualizado de seus bens.[192]

Apesar de existirem posições contrárias à classificação do patrimônio como universalidade jurídica, prevaleceu sua classificação como universalidade jurídica, em especial por conta da sub-rogação real, que significa que os bens que compõem a universalidade podem mudar, mas a universalidade continua e os novos bens substituem o lugar dos anteriores e são submetidos ao mesmo regime destes. A sub-rogação real garante estabilidade nas relações jurídicas, vez que o patrimônio do devedor constitui garantia geral de seus credores, onde os novos bens adquiridos substituem os bens alienados, atingindo sempre a universalidade dos bens.[193]

O patrimônio é, portanto, composto por ativo (bens[194] e direitos) e passivo (dívidas e obrigações pecuniárias) e, na opinião de JEAN CARBONNIER, essa universalidade entre ativo

---

[191]"*Pero el patrimonio personal nunca es propriamente una universitas iuris; no es más que una masa de bienes en la que no existe otra unidad que la basada en la unidad de titular, y, por consiguiente, esa masa no puede tener un tratamiento legal distinto de los múltiples bienes que la integran. De ello se sigue que no puede hablarse de propiedad sobre el patrimonio, ni usufructo del patrimonio, aunque parezca admitir esta última figura la técnica defectuosa del artículo 506 del Código Civil; se trata de una mera propiedad o usufructo sobre cada uno de los elementos patrimoniales; la prueba es que las deudas no pasan ipso iure el usufructuario, como sucedería si el patrimonio constituyese una universitas iuris."* (CASTAN TOBEÑAS, Jose. *Derecho civil español, común y foral*, *cit.,* t. 1, v. 1, p. 465).

[192]"*Es asimismo falso e inútil concebir al patrimonio como una universalidad de derecho, es decidir, como una unidad abstracta con existencia propia e independiente de cada uno de los objetos que lo componen. Un patrimonio sin contenido, concebido al través de la unidad del sujeto, es una idea sin sentido ni realidad. Si no hay activo, pues, como un complejo concreto de derechos; tan es así, que no podrá citarse un solo caso en que el patrimonio, considerado como individualidad distinta de sus elementos, sea motivo de alguna relación jurídica; es, por tanto, nulo el interés de aquella concepción abstracta.*" (BORDA, Guillermo A. *Tratado de derecho civil argentino*: parte general. 5. ed. Buenos Aires: Perrot, 1970. t. 2, p. 13-14).

[193]"*D'autre part, une autre conséquence de l'idée d'universalité est qu'en son sein fonctionne ce qui on appelle la subrogation réelle. Celle signifie que les différents biens composant l'universalité peuvent changer, mais que l'universalité demeure; à l'intérieur de celle-ci, le nouveau bien prend la place de l'ancien; il est soumis au même régime que celui-ci. Ainsi la subrogation réelle garantit la stabilité des situations juridiques. Ainsi, le patrimoine d'un débiteur constituant le gage general de ses créanciers (art. 2092 c.civ.), les biens qui entrent dans ce patrimoine remplacent, à ce titre, ceux qui en sortent.*" (TERRÉ, François; SIMLER, Philippe. *Droit civil*: les biens, *cit.,* p. 6).

[194]Para JOSE CASTAN TOBEÑAS, não é cientificamente correto incluir os bens no patrimônio. Em seu entendimento, o patrimônio seria integrado pelos direitos patrimoniais sobre os bens e não pelos bens em si. "*El patrimonio se halla integrado por derechos, no por cosas: no es científicamente exacto incluir entre los elementos patrimoniales las cosas o bienes en vez de los derechos de propiedad sobre ellos*". (CASTAN TOBEÑAS, Jose. *Derecho civil español, común y foral*, *cit.,* t. 1, v. 1, p. 462).

e passivo é o que determina a universalidade jurídica do patrimônio e não apenas uma universalidade de fato.[195] O mesmo autor também entende que caso o passivo ultrapasse o ativo, o patrimônio subsiste, porém, negativo.[196]

Importante constatação da teoria subjetiva é que não há patrimônio desprovido de titular que possua personalidade. Na opinião de HENRI CAPITANT e de AMBROISE COLIN, esse princípio permitiu a admissão de personalidade nas pessoas jurídicas, com a respectiva autonomia patrimonial.[197]

Na França, à época da publicação do *Cours de Droit Civil Francais*, de autoria de AUBRY e RAU, era necessária a criação de personalidades jurídicas, sociedades ou associações, para fins de afetação patrimonial a um determinado fim.[198] Não era, pois, admitida a independência do patrimônio de seu titular para fins de garantia aos credores ou de administração e organização do patrimônio, de modo que a afetação patrimonial se dava exclusivamente mediante constituição de novas personalidades jurídicas.

Da responsabilização pessoal do devedor, passava-se à responsabilização patrimonial, respondendo cada pessoa com a integralidade de seu patrimônio, por isso podemos concluir que a segregação patrimonial via criação de novas personalidades jurídicas dava o efeito pretendido de afetação patrimonial. O patrimônio representava a garantia[199] do cumprimento das obrigações assumidas pelo seu titular.

Os principais críticos à teoria de AUBRY e RAU defendiam o patrimônio como independente da personalidade, considerando o patrimônio como massa de bens afetada a um objetivo, o "patrimônio de afetação". Também defendiam que não existe patrimônio na

---

[195]"*C'est la présence d'un passif qui fait du patrimoine une universalité de droit et non pas simplement une collection d'objets, une universalité de fait*" (CARBONNIER, Jean. *Droit civil, cit.,* p. 3-4).

[196]"*De fait, tous deux susceptibles d'une expression pécuniaire, l'actif et le passif peuvent constamment être mis en balance. Si le premier dépasse le second, on peut admettre que c'est le solde seul qui forme le patrimoine. Si le second l'emporte sur le premier, il ne faut pas dire que le patrimoine n'existe plus; il existe, mais il est négatif.*" (*Id. Ibid.,* p. 4).

[197]COLIN, Ambroise; CAPITANT, Henri. *Traité de droit civil* (Refondu par Léon Julliot De La Morandière). Paris: Dalloz, 1942. t. 2, p. 23.

[198] *"Cela n'empêche pas la constitution de patrimoine d'affectation mais cette constitution est subordonnée à la création d'une personnalité juridique, société ou association, et au respect dans la création de ces groupements doués de la personnalité juridique, des règles protectrices des droits des créanciers de ces groupements. Mais notre droit n'attribue pas la personnalité juridique aux groupements de biens, il ne l'attribue qu'aux groupements de personnes."* (CHEVALLIER, Jacques. *Cours d'introduction à l'étude du droit et droit civil*. Paris: L. C. de Droit, 1966-1967. p. 110-111).

[199]O termo "garantia" significa que os credores poderão atingir o patrimônio do devedor, via mecanismos de execução, caso este não cumpra tempestivamente as obrigações assumidas, mas não se confunde com o instrumento jurídico de garantia.

ausência de bens. Nesta teoria admite-se a existência de patrimônios sem sujeitos, os patrimônios objetivos, representados, por exemplo, pelas fundações.[200]

No entanto, no Código Napoleão, enquanto se toma a aplicação da teoria subjetiva, era admitido a cada pessoa (física ou jurídica) a existência de único patrimônio, indivisível. Esse princípio de patrimônio único e indivisível buscava defender o dever de lealdade do devedor, exigindo que este respondesse com a totalidade de seus bens para cada uma de suas dívidas, evitando que o devedor afetasse parte de seus bens em benefício de determinados credores e em detrimento dos demais.[201]

O conceito de patrimônio "uno e indivisível" de CHARLES AUBRY e CHARLES RAU perdurou até poucas décadas atrás, quando as necessidades dos tempos modernos, dentro de um contexto político e social, resultaram em reflexos à estrutura jurídica do patrimônio, com a criação dos chamados patrimônios de afetação.

3.3 TEORIA REALISTA OU OBJETIVA DO PATRIMÔNIO

Conforme melhor detalhado anteriormente, a teoria clássica ou subjetiva pressupõe vinculação entre o patrimônio e a pessoa do seu titular, de tal forma que o patrimônio se constitui num atributo da personalidade da pessoa. Esta teoria também pressupõe que o patrimônio é uma universalidade de todos bens e direitos da pessoa, inclusive os futuros. A teoria clássica determina que todo patrimônio deverá resultar em valor pecuniário, ainda que negativo. Por fim, estabelece que toda pessoa é titular de único e indivisível patrimônio.

---

[200] "*Ceux qui critiquent aujourd'hui la théorie d'Aubry et Rau partent de l'idée toute contraire que le patrimoine est indépendant de la personnalité. Ils le considèrent objectivement comme une masse de biens (à leurs yeux, il n'existe pas de patrimoine en l'absence de biens effectivement appropriés), et, faut-il préciser, comme une masse de biens affectée à un but. C'est la communauté d'affectation que soude entre eux les éléments hétérogènes. Elle remplace la personne et em dispense, à telles enseignes que, dans cette conception, on admet volontiers qu'il puisse y avoir des patrimoines sans sujets, des patrimoines-buts, dont le type serait représenté par les fondations (cf. t. I, n.o 85).*" (CARBONNIER, Jean. *Droit civil, cit.,* p. 4).

[201] "*On comprend alors qu'il ne puisse dépendre de la volonté d'une personne, en grevant ses biens d'une affectation déterminée, de restreindre le droit de ses créanciers et de soustraire certains de ses biens à leur poursuite. C'est là ce que signifie le principie de l'unité et de l'indivisibilité du patrimoine qui raisait en définitive l'enjeu de toute la controverse. Bien au-delà de considérations purement abstraites ce principe repose sur une exigence de loyauté que la doctrine classique n'a pas soumettre assez en valeur. Notre droit français n'admet pas qu'un débiteur puisse soustraire une partie de ses biens à la poursuite de ses créanciers; il exige qu'un débiteur réponde toujours sur tous ses biens de chacune de ses dettes*" (CHEVALLIER, Jacques. *Cours d'introduction à l'étude du droit et droit civil*, *cit.,* p. 110).

Passados alguns anos da elaboração da teoria clássica, autores alemães desenvolveram outra concepção teórica, a teoria realista ou objetiva, na qual patrimônio e personalidade estariam desvinculados. Ao contrário da teoria clássica, o patrimônio não decorreria da vinculação à personalidade do sujeito, mas de uma função comum, reconhecida por norma jurídica específica, para qual são afetados seus bens, direitos e obrigações.[202] A origem dessa concepção é atribuída a BERNHARD WINDSCHEID, o qual concluiu existirem na ordem jurídica "direitos sem sujeito".[203-204]

A constatação de que há direitos e obrigações para os quais não se pode atribuir um titular, implicou em discussão sobre a formação desse patrimônio desapegado da personalidade de um titular. A doutrina alemã, assim, caracterizou os direitos e obrigações sem titular como patrimônios separados, fixados por ato de vontade autorizado por lei ou por determinação legal, para a consecução de finalidades específicas, podendo atribuir a terceiro a sua administração.[205]

Posteriormente, também ganharam repercussão os estudos de ALOIS VON BRINZ, que alegava que somente a pessoa física era dotada de personalidade, sendo que à pessoa jurídica na verdade é concebida uma segunda espécie de patrimônio, cuja essência seria a de ter ou pertencer a uma invisível relação jurídica. Apesar dos estudos de BRINZ se contraporem à personalidade da pessoa jurídica, eles foram importantes para o desenvolvimento dos estudos acerca das massas patrimoniais voltadas a um fim específico.

Dessa forma, a doutrina de BRINZ, ao tratar as pessoas jurídicas como formas jurídicas de destinação patrimonial por seus sócios para fins específicos, acabou por inaugurar a noção de patrimônio especialmente constituído para uma finalidade. Surge, assim, a distinção entre o patrimônio geral da pessoa jurídica e os patrimônios especiais para fins específicos.[206]

---

[202]BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988. p. 53-54.
[203]BUSTAMANTE SALAZAR, Luis. *El patrimonio*: dogmatica jurídica, *cit.,* p. 32.
[204]Em sentido contrário ao defendido por BERNHARD WINDSCHEID, PAUL OERTMANN entende não existirem "direitos sem sujeito". Tratam-se de expectativas de direito. (OERTMANN, Paul. *Introducción al derecho civil*. Traduccion de la 3.ed. alemaña por Luis Sancho Seral. Barcelona: Labor, 1933. p. 49).
[205]BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial, cit.,* p. 54-55.
[206]"A doutrina moderna, seguindo e desenvolvendo a teoria de Brinz, tende a considerar o vínculo do patrimônio objetivo e não subjetivo. Define-se patrimônio como "o conjunto de bens coesos pela afetação a fim econômico determinado", admitindo portanto patrimônios gerais e patrimônios especiais." (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011. p. 222).

Já ERNST IMMANUEL BEKKER forneceu outra concepção objetiva de patrimônio, na qual procedeu à distinção entre o patrimônio de afetação independente e patrimônio de afetação dependente. O primeiro seria um "complexo patrimonial destinado a um fim e carente de sujeito" e o segundo, um "patrimônio existente dentro do patrimônio de uma pessoa, destinado a um fim especial e dotado de autonomia".[207]

BERNHARD WINDSCHEID, ALOIS VON BRINZ e ERNST IMMANUEL BEKKER constataram haver universalidades de direito desvinculadas de pessoas e nas quais havia uma "finalidade comum", as quais foram então nomeadas de *Zweckvermögen* (os patrimônios de afetação ou patrimônios objetivos), tendo em vista sua desvinculação de uma pessoa.

Nesse sentido, o patrimônio de afetação seria instrumento jurídico que possibilita a separação de um universo patrimonial dentro do patrimônio geral do titular, atribuindo a este universo patrimonial autonomia funcional, e não plena. Desse modo, trata-se de uma massa patrimonial independente, constituída para determinada função socialmente relevante reconhecida nos termos da legislação.[208] Portanto, diferentemente do que ocorre com o patrimônio geral de um sujeito de direito, o patrimônio de afetação não está disponível à conveniência e vontade de seu titular, mas ao cumprimento de determinado objetivo estabelecido por oportunidade de sua constituição.[209]

Este fator diferencial entre a disponibilidade do patrimônio geral à vontade do seu titular e a função determinada ao patrimônio de afetação é relevante para discernir a suscetibilidade de cada uma dessas modalidades de patrimônios ao interesse de credores. Por um lado, salvo determinados bens e direitos excluídos de excussão por impenhoráveis por força de lei ou de ato de vontade (por exemplo, bem de família, dentre outros), o patrimônio geral de uma pessoa responde por todas as suas obrigações e dívidas,[210] na maioria dos casos contraídas por atos de vontade de seu titular. Por outro, os bens afetados a determinado fim,

---

[207]BUSTAMANTE SALAZAR, Luis. *El patrimonio*: dogmatica jurídica, *cit.,* p. 32.

[208]"Os patrimônios de afetação são massas patrimoniais independentes, constituídas especificamente para a consecução de determinado fim jurídico ou econômico socialmente relevante, reconhecido por lei." (CHALHUB, Melhim Namem. *Da incorporação imobiliária*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010. p. 82).

[209]"Com efeito, no patrimônio geral a titularidade é atribuída em atenção aos interesses do sujeito de direito. Já no patrimônio segregado, por outro lado, a titularidade é conferida como meio de se realizar o escopo que o unifica. A técnica da segregação patrimonial não busca atender aos interesses do sujeito de direito, mas, ao revés, objetiva alcançar o fim a que se destina o patrimônio." (OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio separado*: herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, *trust*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 4).

[210]BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial, cit.,* p. 51.

que, sob a tutela de disposição legal específica, destinam-se a finalidade socialmente relevante, só respondem pelas obrigações vinculadas ao patrimônio afetado.[211]

Aos poucos, por meio de RAYMOND SALEILLES, a teoria de *Zweckvermögen* foi ganhando aceitação na França[212] e um dos principais motivos que impulsionaram sua aceitação foi a possibilidade de se justificar figuras que antes eram tidas como exceções ou ficções jurídicas pela teoria subjetiva.

A grande diferença entre a teoria subjetiva ou clássica de CHARLES AUBRY e CHARLES RAU e a teoria objetiva ou realista alemã está na independência entre os conceitos de patrimônio e personalidade, sendo que para a teoria objetiva o patrimônio se refere à função para a qual ele é afetado e não à pessoa a qual ele pertence.

A limitação de riscos se dá uma vez que os credores do patrimônio geral da empresa não podem buscar a satisfação do seu crédito no patrimônio afetado. O patrimônio afetado é segregado do patrimônio geral da pessoa (física ou jurídica) e se vincula exclusivamente à operação econômica a que se destina, sendo que as obrigações contraídas para a consecução da operação serão satisfeitas com os ativos do patrimônio afetado.

Esse mecanismo torna mais atraente o investimento de terceiros e a pessoa, ao emitir obrigações relacionadas exclusivamente ao fim a que se destina o patrimônio de afetação, acaba por reduzir também o custo de monitoramento do crédito pelos investidores, uma vez que os investidores não precisarão mais acompanhar o desempenho de todo o patrimônio da pessoa para garantir o retorno do valor investido, mas tão somente a parcela do patrimônio afetada. A afetação patrimonial viabiliza, pois, a realização dos mais diversos negócios jurídicos ao revestir de segurança jurídica a captação e aplicação de recursos do público.

Como veremos a seguir, a afetação patrimonial foi adotada em diversos países e se demonstrou como fator imprescindível ao estímulo de investimentos privados no mundo, dada a segurança jurídica decorrente da limitação de riscos que o mecanismo proporciona.

---

[211]WAMBIER, Teresa Arruda Alvim; *et al*. *Primeiros comentários ao novo Código de Processo Civil*. 2. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 1305.

[212]BECKER, Rainer. *Die* Fiducie *von Québec und der Trust*: Ein Vergleich mit verschiedenen Modellen fiduziarischer Rechtsfiguren im Civil Law. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007. p. 171.

3.4. O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO E O PATRIMÔNIO SEPARADO NO DIREITO COMPARADO

Há que se notar que as teorias do patrimônio tiveram projeção a partir do direito positivo francês no contexto do século XIX. Nem por isso, contudo, essas teorias deixaram de realizar influência no desenvolvimento do direito em diversos países, seja em maior ou menor grau.

A análise sobre as soluções e os modos de desenvolvimento no direito comparado é particularmente interessante para o estudo do fenômeno da securitização e do patrimônio separado instituído em tais operações. Com efeito, se as práticas empresariais e financeiras tendem a intercambiar-se globalmente na atualidade, as soluções oferecidas pelos regimes jurídicos de cada país podem trazer aspectos positivos e negativos para as distintas realidades jurídicas.

Há, entretanto, dificuldades de natureza histórica e da própria estrutura do ordenamento jurídico de cada país que não permitem a adoção do *trust* nos sistemas do *civil law*, principalmente em razão da dicotomia da propriedade, própria do direito anglo-saxão, não acolhida pelos sistemas de tradição romana. Dessa forma, nos países que adotam sistemas do *civil law* a afetação patrimonial tem sido viabilizada mediante nova modalidade, inspirada no conceito moderno de fidúcia, por meio da constituição de patrimônios de afetação.

O patrimônio de afetação, nos países que a estabelecem, é instrumento legal que possibilita a instituição de patrimônios separados aos mais diversos fins, ao permitir, por meio de autorização legal, que ocorra a afetação patrimonial de determinada parcela do patrimônio do fiduciário a um fim específico.

Nos países hispano-americanos esse conceito prosperou, com a criação dos contratos de fidúcia ou de fideicomisso, institutos que, embora detenham elementos do *trust*, mantêm fidelidade ao conteúdo dogmático dos sistemas de origem romana. Assim, tem destaque o modelo adotado na Argentina. No mesmo sentido, o Parlamento Francês conseguiu promover reforma importante ao Código Civil Francês ao incorporar o contrato de fidúcia.

Não se pretende realizar incursões profundas acerca dos regimes de afetação patrimonial nos diversos diplomas legais a seguir analisados. Procura-se, na verdade, identificar e analisar as estruturas de afetação e separação patrimonial às companhias securitizadoras, comparando-as com o regime adotado no Brasil.

3.4.1 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito francês

O Código Civil francês, com a promulgação da Lei nº 2.007-211, de 19 de fevereiro de 2007, passou a disciplinar em seu artigo 2011[213] o instituto da fidúcia.

A fidúcia no direito francês é a operação na qual uma ou mais partes transferem bens, direitos ou títulos, presentes ou futuros, a um ou mais fiduciários que os mantêm em regime fiduciário, objeto de afetação patrimonial, com contabilidade apartada.[214] O patrimônio afetado não se confunde com o patrimônio geral do fiduciário, nem com os demais patrimônios afetados sob administração do fiduciário. A administração do patrimônio afetado visa a consecução de finalidade específica e em proveito exclusivo de um ou mais beneficiários.

As alterações trazidas pela Lei nº 2.007-211, além de disciplinarem o instituto da fidúcia e definirem os seus efeitos, também disciplinam os direitos e obrigações das partes envolvidas na operação de fidúcia, bem como as hipóteses de destituição do fiduciário e as formas de extinção do contrato de fidúcia.

Adicionalmente, em 15 de julho de 2010, com a promulgação da Lei nº 2010-658, foi inserida ao Código Comercial francês nova seção, disciplinando que todo empresário individual poderá estabelecer patrimônio separado de seu patrimônio geral, sem que para isso seja necessária a criação de uma pessoa jurídica. Tal patrimônio separado será composto por todos os bens, direitos, obrigações e valores mobiliários que o empreendedor individual detém, necessários para o exercício de sua atividade profissional. Bens atribuídos a um

---

[213]Artigo 2011 do Código Civil Francês, incluído pela Lei nº 2.007-211, de 19 de fevereiro de 2007: "*La fiducie est l'opération par laquelle un ou plusieurs constituants transfèrent des biens, des droits ou des sûretés, ou un ensemble de biens, de droits ou de sûretés, présents ou futurs, à un ou plusieurs fiduciaires qui, les tenant séparés de leur patrimoine propre, agissent dans un but déterminé au profit d'un ou plusieurs bénéficiaires.*"

[214]Artigo 12 da Lei nº 2.007-211, de 19 de fevereiro de 2007: "*I.-Les éléments d'actif et de passif transférés dans le cadre de l'opération mentionnée à l'article 2011 du code civil forment un patrimoine d'affectation. Les opérations affectant ce dernier font l'objet d'une comptabilité autonome chez le fiduciaire. II.-Les personnes mentionnées à l'article 2015 du code civil établissent des comptes annuels conformément aux dispositions des articles L. 123-12 à L. 123-15 du code de commerce. III.-Le contrôle de la comptabilité autonome mentionnée au I est exercé par un ou plusieurs commissaires aux comptes nommés par le fiduciaire lorsque le ou les constituants sont eux-mêmes tenus de désigner un commissaire aux comptes. Le rapport du commissaire aux comptes est présenté au fiduciaire. Le commissaire aux comptes est délié du secret professionnel à l'égard des commissaires aux comptes des parties au contrat de fiducie. IV.-Les dispositions des I et II sont précisées par un règlement du comité de la réglementation comptable.*"

patrimônio separado não poderão figurar no patrimônio comum do empresário ou em outros patrimônios separados.[215]

Para o exercício da atividade profissional a que os ativos são afetados, o empresário individual utiliza um nome que incorpora o seu nome, precedido ou imediatamente seguido das palavras "Empresário individual com responsabilidade limitada" ou das iniciais: "EIRL", em tradução livre de "*Entrepreneur individuel à responsabilité limitée ou des initiales: EIRL*".

Os dispositivos legais às operações de securitização na França foram reformados e atualizados por meio da Lei nº 2008-556 de 13 de junho de 2008[216], que modificou o Código Monetário e Financeiro Francês. A alteração legislativa é precedida de um contexto de esforço de incentivar o mercado de securitização na França.[217]

Com efeito, até meados da década passada, o mercado de securitização na França era pouco expressivo em nível do continente europeu, apesar de ser uma das economias mais relevantes. O volume de operações registradas na França não refletia o peso da economia francesa na Europa, apresentando números inferiores a países como Itália e Espanha. Este cenário pode ter sido uma das motivações para, em 2003 e 2004, a legislação de securitização francesa ter passado por uma extensa revisão.[218]

---

[215]Artigo L. 526-6 do Código Comercial Francês, inserido pela Lei nº 2010-658, de 15 de junho de 2010: "*Art.L. 526-6.-Tout entrepreneur individuel peut affecter à son activité professionnelle un patrimoine séparé de son patrimoine personnel, sans création d'une personne morale. Ce patrimoine est composé de l'ensemble des biens, droits, obligations ou sûretés dont l'entrepreneur individuel est titulaire, nécessaires à l'exercice de son activité professionnelle. Il peut comprendre également les biens, droits, obligations ou sûretés dont l'entrepreneur individuel est titulaire, utilisés pour l'exercice de son activité professionnelle et qu'il décide d'y affecter. Un même bien, droit, obligation ou sûreté ne peut entrer dans la composition que d'un seul patrimoine affecté. Pour l'exercice de l'activité professionnelle à laquelle le patrimoine est affecté, l'entrepreneur individuel utilise une dénomination incorporant son nom, précédé ou suivi immédiatement des mots : " Entrepreneur individuel à responsabilité limitée " ou des initiales: "EIRL*"

[216]FRANÇA. *Portaria n° 2008-556 de 13 de junho de 2008*. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/eli/ordinance/2008/6/13/ECET0807926R/jo/texte>. Acesso em: 16 ago. 2019.

[217]"*La Loi de Sécurité Financière du 1er août 2003 a apporté des modifications importantes au cadre législatif de la titrisation en France. Sur de nombreux points la réforme a renvoyé à un Décret d'application qui a été finalement adopté le 24 novembre 2004 arpès de longs mois de gestation. Aussi c'est par un cadre législatif et réglementaire renouvelé qui se veut plus souple et plus attractif que la titrisation à la française veut répondre aux attentes et aux défis du marché.*". Em tradução livre: "*A Lei de Segurança Financeira, de 1º de agosto de 2003, fez alterações significativas na estrutura legislativa da securitização na França. Em muitos pontos, a reforma se referia a um decreto de implementação que foi finalmente adotado em 24 de novembro de 2004, após muitos meses de gestação. Portanto, é através de uma estrutura legislativa e regulatória renovada que se pretende ser mais flexível e atraente do que a securitização no estilo francês para atender às expectativas e desafios do mercado.*" (AGBOYIBOR, Pascal K. Un nouveau cadre législatif et réglementaire pour les opérations de titrisation en France. *Revue de Droit des Affaires Internationales*, Paris, n. 2, p. 245, mars 2005).

[218]"*On considère que le volume d'opérations enregistrées das l' Hexagone n'est pas à la hauteur du poids de l'économie française en Europe. En volume et en nombre d'opérations la France vient a après le Royaume*

As operações de securitização na França ocorrem por meio de fundos de securitização (*fonds commun de titrisation*) ou de companhias securitizadoras (*sociétés de titrisation*)[219], que adquirem recebíveis ou outros ativos e os vinculam a títulos negociáveis de sua emissão, podendo, desde que assim previsto em seus atos constitutivos, constituir patrimônios separados (*compartiments*) vinculados exclusivamente ao pagamento dos títulos a eles atrelados e às obrigações próprias de referido patrimônio separado. Cada patrimônio separado (*compartiment*) é objeto de contabilidade apartada do patrimônio geral de seu detentor e é o único responsável pelo pagamento das obrigações a ele vinculadas, até o limite de seus ativos.[220]

Tanto às companhias securitizadoras (*sociétés de titrisation*) que se constituem sob a forma de sociedades anônimas ou sociedades por ações simples[221], quanto aos fundos de securitização (*fonds commun de titrisation*), que não possuem personalidade jurídica e são constituídos sob a forma de condomínio,[222] a gestão de tal entidade caberá à sociedade

---

Uni, l' Allemagne, l'Italie et l'Espagne alors qu'on la verrait au moins en troisième position. Cette constatation a sans doute motivé l'ambition qui a présidé à la réflexion puis au processus qui ont aux réformes de 2003 et 2004." (AGBOYIBOR, Pascal K. Un nouveau cadre législatif et réglementaire pour les opérations de titrisation en France, *cit.,* p. 245).

[219]Artigo L. 214-42-1 do Código Monetário e Financeiro Francês: "*Art.L. 214-42-1.-Les organismes de titrisation ont pour objet : « — d'une part, d'être exposés à des risques, y compris des risques d'assurance, par l'acquisition de créances ou la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ; « — d'autre part, d'assurer en totalité le financement ou la couverture de ces risques par l'émission d'actions, de parts ou de titres de créances, par la conclusion de contrats constituant des instruments financiers à terme ou transférant des risques d'assurance ou par le recours à l'emprunt ou à d'autres formes de ressources. « Ils prennent la forme soit de fonds communs de titrisation, soit de sociétés de titrisation.*"

[220]Artigo L. 214-48.-I. do Código Monetário e Financeiro Francês: *"« Art.L. 214-48.-I. — Le règlement ou les statuts de l'organisme prévoient la durée des exercices comptables qui ne peut excéder douze mois. Toutefois, le premier exercice peut s'étendre sur une durée supérieure sans excéder dix-huit mois. « II. — Chaque compartiment de l'organisme fait l'objet, au sein de la comptabilité de l'organisme, d'une comptabilité distincte. « Dans un délai de six semaines à compter de la fin de chaque semestre de l'exercice, la société de gestion dresse, pour chacun des organismes qu'elle gère, l'inventaire de l'actif sous le contrôle du dépositaire. « III. — Les dispositions du livre VI du code de commerce ne sont pas applicables aux organismes de titrisation. « L'organisme de titrisation ou, le cas échéant, un compartiment de l'organisme, n'est tenu de ses dettes, y compris envers les porteurs de titres de créance, qu'à concurrence de son actif et selon le rang de ses créanciers défini par la loi ou tel qu'il résulte, en application du troisième alinéa de l'article L. 214-43, des statuts ou du règlement de l'organisme ou des contrats conclus par lui.*"

[221]Artigo L. 214-49. do Código Monetário e Financeiro Francês: *"« Art.L. 214-49.-La société de titrisation est un organisme de titrisation constitué sous la forme de société anonyme ou de société par actions simplifiée. « La société doit faire figurer sur tous les actes et documents destinés aux tiers sa qualité de société de titrisation.*"

[222]Artigo L. 214-49-4.-I. do Código Monetário e Financeiro Francês: *"« Art.L. 214-49-4.-Le fonds commun de titrisation est un organisme de titrisation constitué sous la forme de copropriété. « Le fonds n'a pas la personnalité morale. Ne s'appliquent pas aux fonds communs de titrisation les dispositions du code civil relatives à l'indivision, ni celles des articles 1871 à 1873 du même code relatives aux sociétés en participation. « Le montant minimum d'une part émise par un fonds commun de titrisation est défini par décret. « Pour toutes les opérations faites pour le compte des copropriétaires, la désignation du fonds ou, le cas échéant, d'un compartiment du fonds peut être valablement substituée à celle des copropriétaires.*"

gestora regulada[223-224], tendo em vista que tanto as companhias securitizadoras quanto os fundos de securitização figuram como meros veículos de securitização.

Nesse sentido, explicam FLORIAN BURNAT e JESSICA CHARTIER:

> A securitização surgiu nos Estados Unidos na década de 1960 e desenvolveu-se nos Estados Unidos e no Reino Unido durante as décadas de 1970 e 1980. Nesses países de *common law*, a estruturação das primeiras operações de securitização não exigia a adoção de leis específicas, conquanto existiam estruturas adequadas no *common law* para este método de financiamento. Até o fim da década de 1980, a securitização não tinha sido introduzida na França. Contudo, a introdução exigia a criação de veículos especiais, o fundo comum de crédito (*fonds commun de créances*), atualmente substituído pelo fundo comum de securitização (*fonds commun de titrisation, "FCT"*), após uma legislação de 23 de dezembro de 1988. Esta legislação foi sucedida por diversas reformas, as quais culminaram na *Ordinance* de 13 de junho de 2008 (a "*Ordinance* de 2008"), que instituiu a companhia securitizadora (*sociétés de titrisation*) juntamente com o FCT.[225] (tradução livre)

As *sociétés de titrisation* em muito se assemelham às companhias securitizadoras brasileiras, onde a constituição de patrimônios separados é facultativa na França, devendo ser previsto no estatuto social da *sociétés de titrisation* e, no Brasil, mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos.

---

[223]Artigo L. 214-49-7.-I. do Código Monetário e Financeiro Francês: *"« Art.L. 214-49-7.-I. — La société chargée de la gestion mentionnée à l'article L. 214-49-6 est une société de gestion de portefeuille relevant de l'article L. 532-9 ou une société de gestion de fonds communs de créances relevant du I de l'article L. 214-48 dans sa rédaction antérieure à la date de publication de l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005 / 68 / CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances. Cette société est désignée dans le règlement du fonds. Elle représente le fonds à l'égard des tiers et dans toute action en justice tant en demande qu'en défense.* […]"

[224]Artigo L. 214-49-1. do Código Monetário e Financeiro Francês: "« *Art.L. 214-49-1.-La gestion de la société de titrisation est assurée par une société de gestion de portefeuille relevant de l'article L. 532-9 ou une société de gestion de fonds communs de créances relevant du I de l'article L. 214-48 dans sa rédaction antérieure à la date de publication de l'ordonnance n° 2008-556 du 13 juin 2008 transposant la directive 2005 / 68 / CE du Parlement européen et du Conseil du 16 novembre 2005 relative à la réassurance et réformant le cadre juridique des fonds communs de créances. Cette société est désignée dans les statuts de la société de titrisation.* [...]"

[225]No original: "*La titrisation est apparue aus Etats-Unis dans les années 1960 puis s'est développée aus Etats-Unis et au Royaume-Uni dan le années 1970 et 1980. Dans ces pays de* common law*, le montage des premières operations de titrisation n'a pas rendu necessaire l'adoption de legislation spécifique dans la mesure où il existe en* common law *des structures appropriées au development de cette méthode de financement. Ce n'est qu'à la fin des années 1980 que la titrisation est arrive en France. Cependant, cette introduction a nécessité a creation d'un véhicule particulier, le fonds commun de créances, aujourd'hui remplacé par le fonds commun de itrisation (« FCT »), par une loi du 23 décembre 1988. S'en suivirent de nombreuses réformes dont la dernière en date est intervenue par une ordonnance du 13 juin 2008 (l'« Ordonnance de 2008 »), qui a instituié à côté du FCT, la cosiété de titrisation.*" (BURNAT, Florian; CHARTIER, Jessica. Titrisation a la française et securitisation a l'anglaise: etude de droit comparé après l'Ordance du 13 juin 2008. *Revue de Droit des Affaires Internationales*, London, n. 2, p. 144, apr. 2010).

A principal diferença entre a estrutura francesa e a brasileira, porém, fica na necessidade de contratação de sociedade gestora especializada para gerir as atividades e recursos das *sociétés de titrisation*.[226]

Vale notar uma característica própria do *fonds commun de titrisation*: a natureza jurídica de condomínio.[227] Trata-se de um patrimônio compartilhado pelos investidores e administrado pelas gestoras, de modo que não é dotado de personalidade jurídica[228] e, assim, não é capaz de assumir e prestar obrigações jurídicas sem a representação da gestora.[229] Por outro lado, essa forma jurídica assegura que os investidores tenham pretensão jurídica direta sobre os créditos securitizados, ao invés de deterem direitos de substrato econômico indeterminado em relação aos *fonds commun de titrisation*.[230]

Nesse sentido, veja-se a explicação de FLORIAN BURNAT e JESSICA CHARTIER:

> Se a França não conhece o *trust*, o direito francês possui um instituto original, o fundo comum de recebíveis ou FCT, que, como o *trust* inglês, constitui estrutura central na transação de securitização. O FCT tem duas

---

[226]"*The CC is created at the initiative of two founders: a management company (*société de gestion*) and a depositary (*dépositaire*), whose rights and obligations are specifically set forth in the 1988 Act. The management company is a commercial company whose sole purpose is the management of FCCs. It must be licensed by the* Commission des Opérations de Bourse*, the French equivalent of the Securities and Exchange Commission (SEC) and, to that effect, must prove its ability to manage FCCs in terms of technical, financial and human resources.*" (MARC, Gilles Saint; NOUEL, Gide Loyrette. French securitization law and practice. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 132).

[227]"*An FCC is a contractually created co-proprietorship of a pool of debt assets. It is not subject to French corporate or insolvency law. The FCC securities, representing undivided ownership interests in the FCC's assets, may be admitted for trading on a regulated market.*" (MARQUARDT, Alexander. Securitization of french and german assets. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 146).

[228]"*The FCC is a co-proprietorship without legal personality. The model is comparable to the "Fonds commun de placement" with certain differences. The major difference is that an FCP is a co-proprietorship of "valeurs mobilières" and the FCC one of receivables.*" (COURET, Alain. France. *In:* BAUMS, Theodor; WYMEERSCH, Eddy (Eds.). *Asset-backed securitization in Europe*. London: Kluwer Law International, 1996. p. 73).

[229]"*En raison de son absence de personnalité morele, le FCT ne peut conclure par lui-même aucun acte juridique ni agir en justice, ce rôle revenant à la société de gestion. Un schéma identique se rertouve pour le* trust*, dans lequel le fiduciaire (*trustee*) joue le même rôle que la société de gestion.*". Em tradução livre: "Em razão da sua ausência de personalidade jurídica, os FCT não podem isoladamente celebrar atos jurídicos ou postular em juízo, os quais são papéis da sociedade gestora. Mecanismo idêntico ocorre com o *trust*, nos quais o *trustee* atua com a mesma função da sociedade gestora." (BURNAT, Florian; CHARTIER, Jessica. Titrisation a la française et securitisation a l'anglaise: etude de droit comparé après l'Ordance du 13 juin 2008, *cit.,* p. 145).

[230]"*A Fund does not have legal personality, and accordingly it is not subject to companies law or insolvency laws. Instead Article 34, paragraph 1 of the Act describes a Fund as a 'co-proprietorship' (*copropriété*) among the holders of the certificates; this term is borrowed from the legislation governing FCPs, but without many of the specific provisions that apply to FCPs. The precise meaning of the term under French law is not entirely clear, but the intention in adopting it was to ensure that holders of the certificates would have a direct claim on the underlying receivables and any collateral securing the receivables, rather than holding indebtness of an entity that in turn owns receivables.*" (BORDEAUX-GROULT, Robert. Securitization of financial assets under french law. *In:* NORTON, Joseph Jude; SPELLMAN, Paul R. (Eds.). *Asset securitization*: international financial and legal perspectives. Oxford: Basil Blackwell, 1991. p. 342).

> características originais: por um lado, assim como o *trust*, o FCT não possui personalidade jurídica; por outro lado, o FCT é constituído como um condomínio sob a categoria de fundos de investimento coletivos.[231] (tradução livre)

Os investidores têm, portanto, um direito de propriedade, ainda que indireto, sobre os recebíveis componentes dos *fonds commun de titrisation*. Os termos e condições para o exercício desses direitos são fixados em um regulamento próprio de cada fundo. Contudo, de forma geral, os investidores têm pouco poder de ingerência sobre os recebíveis investidos.[232]

3.4.2 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito italiano

A regra geral de afetação patrimonial no ordenamento jurídico italiano é facultativa, ficando a critério da empresa e dos seus financiadores deliberar acerca da necessidade ou não da segregação de patrimônio para garantir determinada operação, com exceção aos fundos de investimento e às operações de securitização realizadas por companhias securitizadoras, onde a afetação e separação patrimonial é obrigatória.

Desde 2003, com a reforma ao Código Civil Italiano que introduziu o artigo 2447-bis, passou a ser possível para empresas italianas a constituição de patrimônios de afetação destinados a negócios específicos, de forma que a empresa poderá constituir um ou mais patrimônios separados destinados exclusivamente a um fim específico, sendo cada patrimônio separado limitado a até dez por cento dos ativos da empresa. A sociedade poderá também, em contratos de financiamento de negócios específicos, determinar que a totalidade

---

[231]No original: "*Si la France ne connaît pas le* trust*, le droit français s'est doté d'une instituition originale, le fonds commum de créances devenu FCT, qui à l'instar du* trust *anglais, va contituer le pivot de l'opération de titrisation. Le FCT présente deux caractéristiques originales: d'une part, comme le* trust *le FCT n'a pas la personnalité morale; d'autre part, le FCT est constitué sous la forme d'une copropriéte relevant de la catégorie des organismes de placement collectif.*" (BURNAT, Florian; CHARTIER, Jessica. Titrisation a la française et securitisation a l'anglaise: etude de droit comparé après l'Ordance du 13 juin 2008, *cit.,* p. 145).

[232]"*For the most part, the rights of the certificate-holders are left to be defined by the charter (*règlement*) governing the Fund. With limited exceptions regarding removal of statutory auditors, certificate-holders have none of the usual rights of wither shareholders or bondholders under French law.*" (BORDEAUX-GROULT, Robert. Securitization of financial assets under french law, *cit.,* p. 342).

ou uma parte dos rendimentos de tal negócio seja destinada exclusivamente ao pagamento de tal financiamento.[233]

Tal mecanismo de afetação patrimonial facultativa torna possível às empresas a emissão de dívidas e obrigações atreladas exclusivamente ao fim para o qual foi afetado o patrimônio separado, tornando o financiamento à companhia mais atrativo, na medida em que investidores e financiadores poderão restringir sua análise de crédito somente ao patrimônio afetado e obrigações a ele vinculadas. Na criação dos patrimônios separados opera-se a segregação jurídica de parcela do patrimônio da empresa e respectiva vinculação a destinação específica. Eventuais obrigações contraídas por tal patrimônio separado serão arcadas exclusivamente por tal patrimônio separado, sendo que tal patrimônio não responde pelas demais obrigações e passivos da companhia.

Já aos fundos de investimento a regra de afetação do patrimônio é obrigatória, criando-se, neste caso, um patrimônio separado do patrimônio da sociedade administradora do fundo de investimento, dos patrimônios dos investidores do fundo e também dos demais patrimônios de outros fundos administrados pela administradora, não podendo tal patrimônio separado, portanto, ser acessado por credores da sociedade administradora ou mesmo dos investidores do fundo ou de demais fundos administrados pela administradora, limitando-se, neste caso, às cotas de que os investidores sejam titulares e não ao patrimônio separado de propriedade do fundo de investimento.[234]

---

[233]Artigo 2447-bis do Código Civil Italiano: "*La società può: a) costituire uno o più patrimoni ciascuno dei quali destinato in via esclusiva ad uno specifico affare; b) convenire che nel contratto relativo al finanziamento di uno specifico affare al rimborso totale o parziale del finanziamento medesimo siano destinati i proventi dell'affare stesso, o parte di essi. Salvo quanto disposto in leggi speciali, i patrimoni destinati ai sensi della lettera a) del primo comma non possono essere costituiti per un valore complessivamente superiore al dieci per cento del patrimonio netto della società e non possono comunque essere costituiti per l'esercizio di affari attinenti ad attività riservate in base alle leggi speciali.*".

[234]Artigo 22 do Decreto Legislativo 58/1998, da Itália: "*1. Nella prestazione dei servizi di investimento e accessori gli strumenti finanziari e le somme di denaro dei singoli clienti, a qualunque titolo detenuti dall'impresa di investimento, dalla società di gestione del risparmio o dagli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario nonché gli strumenti finanziari dei singoli clienti a qualsiasi titolo detenuti dalla banca, costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'intermediario e da quello degli altri clienti. Su tale patrimonio non sono ammesse azioni dei creditori dell'intermediario o nell'interesse degli stessi, nè quelle dei creditori dell'eventuale depositario o sub-depositario o nell'interesse degli stessi. Le azioni dei creditori dei singoli clienti sono ammesse nei limiti del patrimonio di proprietà di questi ultimi. 2. Per i conti relativi a strumenti finanziari e a somme di denaro depositati presso terzi non operano le compensazioni legale e giudiziale e non può essere pattuita la compensazione convenzionale rispetto ai crediti vantati dal depositario o dal sub-depositario nei confronti dell'intermediario o del depositario. 3. Salvo consenso scritto dei clienti, l'impresa di investimento, la società di gestione del risparmio, l'intermediario finanziario iscritto nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario e la banca non possono utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, gli strumenti finanziari di pertinenza dei clienti, da esse detenuti a qualsiasi titolo. L'impresa di investimento, l'intermediario*

Da mesma forma, também é obrigatória a separação patrimonial no âmbito das operações de securitização, de forma que os recebíveis vinculados a cada operação de securitização pela companhia securitizadora deverão constituir patrimônio separado do patrimônio comum da companhia securitizadora e dos demais patrimônios afetados a outras operações de securitização pela companhia securitizadora, conforme Lei Italiana de 30 de abril de 1999, nº 130 (*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*) (Lei de Securitização Italiana).

A Lei de Securitização Italiana, desse modo, optou por positivamente tutelar os interesses de créditos dos investidores de securitizações. Ao tornar obrigatória a separação patrimonial entre os patrimônios de cada securitização e o patrimônio da companhia securitizadora, a lei italiana busca propositalmente assegurar a confiabilidade jurídica dos investimentos realizados em securitizações.[235]

A Lei de Securitização Italiana[236] estabelece que os recebíveis atrelados a cada operação de securitização pela companhia securitizadora constituem patrimônio separado do

---

finanziario iscritto nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U. bancario e la società di gestione del risparmio non possono inoltre utilizzare, nell'interesse proprio o di terzi, le disponibilità liquide degli investitori, da esse detenute a qualsiasi titolo." Em tradução livre: "1. Na prestação de serviços de investimento e atividades auxiliares, os instrumentos financeiros e os montantes de dinheiro de clientes individuais, detidos por qualquer motivo pela empresa de investimento, a sociedade de gestão de ativos ou os intermediários financeiros registrados na lista prevista no artigo 107 da Lei Bancária Italiana, bem como os instrumentos financeiros de clientes individuais detidos pelo banco, por qualquer motivo, constituem patrimônios distintos em todos os aspectos do intermediário e de outros clientes. Nenhuma ação de credores do intermediário ou no interesse do mesmo, nem aqueles dos credores do depositário ou sub-depositário ou no interesse do mesmo é permitida sobre este patrimônio. As ações dos credores de clientes individuais são permitidas dentro dos limites dos patrimônios pertencentes a estes últimos. 2. Para contas relativas a instrumentos financeiros e somas de dinheiro depositadas com terceiros, não há compensação legal ou judicial e a compensação convencional não pode ser acordada com respeito aos créditos reivindicados pelo depositário ou pelo sub-depositário ao intermediário ou depositário. 3. Salvo com consentimento escrito dos clientes, a empresa de investimento, a sociedade de gestão de ativos, o intermediário financeiro registrado na lista prevista no artigo 107 da Lei Bancária Italiana e o banco, não podem usar, no interesse próprio ou no interesse de terceiros, os instrumentos financeiros pertencentes a clientes, por eles detidos por qualquer motivo. A empresa de investimento, a sociedade de gestão de ativos, o intermediário financeiro registrado na lista prevista no Artigo 107 da Lei Bancária Italiana e o banco não podem utilizar, no interesse próprio ou no interesse de terceiros, a liquidez dos investidores, por eles detidos a qualquer título."

[235]"*In un'operazione di cartolarizzazione, al fine di garantire gli investitori che acquistano i titoli emessi dalla società cessionaria (ovvero da un'emittente diversa dalla cessionaria), è fondamentale che in portafoglio ceduto si separi dal patrimonio del cedente e diventi insensibile alle successive vicende economiche di quello. Tale risultato, nel mondo angloamericano, si raggiunge attraverso la creazione di un fondo apposito (che può essere tanto lo SPV quanto il trust) nel quale detto portafoglio viene segregato. Il fondo non è un soggetto giuridico dotato di autonomia, no possiede un suo patrimonio diverso dal portafoglio stesso, non svolge attività imprenditoriale e normalmente viene adoperato per una sola operazione di cartolarizzazione, al termine della quale si estingue. In virtù di tali caratteristiche, esso non rischia fallimenti o confusioni/commistioni patrimoniali e ciò garantisce gli investitori.*" DI CIOMMO, Francesco. I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale. *In:* PARDOLESI, Roberto (Coord.). *La cartozarizzazione dei crediti in Italia*: commentario alla Legge 30 Aprile 1999 n. 130. Milano: Giuffrè, 1999. p. 82-83.

[236]Lei Italiana de 30 de abril de 1999, nº 130 (*Disposizioni sulla cartolarizzazione dei crediti*).

patrimônio comum da companhia securitizadora, bem como dos demais patrimônios separados vinculados às demais operações de securitização realizadas pela companhia securitizadora. A Lei de Securitização Italiana veda expressamente a adoção de qualquer medida por credores diversos daqueles que detenham títulos emitidos para financiar a aquisição dos recebíveis objeto da securitização. Os recebíveis, uma vez securitizados, poderão ser utilizados pelas companhias securitizadoras exclusivamente ao pagamento dos credores vinculados a tais recebíveis securitizados. Adicionalmente, somente poderão ser acessados por credores da companhia securitizadora eventuais recebíveis excedentes aos necessários para o pagamento dos credores vinculados a tais recebíveis.[237]

---

[237]Artigo 3º da Lei Italiana de 30 de abril de 1999, nº 130 *"Art. 3. Società per la cartolarizzazione dei crediti. 1. La società cessionaria, o la società emittente titoli se diversa dalla società cessionaria, hanno per oggetto esclusivo la realizzazione di una o più operazioni di cartolarizzazione dei crediti. 2. I crediti relativi a ciascuna operazione (per tali intendendosi sia i crediti vantati nei confronti del debitore o dei debitori ceduti, sia ogni altro credito maturato dalla società di cui al comma 1 nel contesto dell'operazione), i relativi incassi e le attività finanziarie acquistate con i medesimi costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello della società e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio non sono ammesse azioni da parte di creditori diversi dai portatori dei titoli emessi per finanziare l'acquisto dei crediti stessi (Comma così modificato dall'art. 22 del D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito dalla L. 11 agosto 2014, n. 116) 2-bis. Non sono ammesse azioni da parte di soggetti diversi da quelli di cui al comma 2 sui conti delle società di cui al comma 1 aperti presso la banca depositaria ovvero presso i soggetti di cui all'articolo 2, comma 3, lettera c), dove vengono accreditate le somme corrisposte dai debitori ceduti nonché ogni altra somma pagata o comunque di spettanza della società ai sensi delle operazioni accessorie condotte nell'ambito di ciascuna operazione di cartolarizzazione o comunque ai sensi dei contratti dell'operazione. Tali somme possono essere utilizzate dalle società di cui al comma 1 esclusivamente per il soddisfacimento di crediti vantati dai soggetti di cui al comma 2 e dalle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti, nonché per il pagamento degli altri costi dell'operazione. In caso di avvio nei confronti del depositario di procedimenti di cui al titolo IV del testo unico bancario, nonché di procedure concorsuali, le somme accreditate su tali conti e quelle affluite in corso di procedura non sono soggette a sospensione dei pagamenti e vengono immediatamente e integralmente restituite alla società senza la necessità di deposito di domanda di ammissione al passivo o di rivendica e al di fuori dei piani di riparto o di restituzione di somme (Comma inserito dall'art. 12 del D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito dalla L. 21 febbraio 2014, n. 9 e così sostituito dall'art. 22 del D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito dalla L. 11 agosto 2014, n. 116.) 2-ter. Sui conti correnti dove vengono accreditate le somme incassate per conto delle società di cui al comma 1 corrisposte dai debitori ceduti - aperti dai soggetti che svolgono nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione dei crediti, anche su delega dei soggetti di cui all'articolo 2, comma 6, i servizi indicati nell'articolo 2, comma 3, lettera c), non sono ammesse azioni da parte dei creditori di tali soggetti se non per l'eccedenza delle somme incassate e dovute alle società di cui al comma 1. In caso di avvio nei confronti di tali soggetti di procedimenti concorsuali, le somme accreditate su tali conti e quelle affluite in corso di procedura, per un importo pari alle somme incassate e dovute alle società di cui al comma 1, vengono immediatamente e integralmente restituite alle società di cui al comma 1 senza la necessità di deposito di domanda di ammissione al passivo o di rivendica e al di fuori dei piani riparto o di restituzione di somme (Comma inserito dall'art. 12 del D.L. 23 dicembre 2013, n. 145, convertito dalla L. 21 febbraio 2014, n. 9 e così sostituito dall'art. 22 del D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito dalla L. 11 agosto 2014, n. 116). 3. Le società di cui al comma 1 si costituiscono in forma di società di capitali. Fermi restando gli obblighi di segnalazione previsti per finalità statistiche, la Banca d'Italia, in base alle deliberazioni del CICR, può imporre alle società di cui al comma 1 obblighi di segnalazione ulteriori relativi ai crediti cartolarizzati al fine di censire la posizione debitoria dei soggetti cui i crediti si riferiscono (Comma così sostituito dall'art. 9 del D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 141).*

Como resultado da separação patrimonial, os ativos-lastro para operações de securitizações não podem ser alcançados por credores da companhia securitizadora que não sejam os titulares de valores mobiliários vinculados a tais ativos para satisfazerem seus créditos.[238] Mais que isso, o resultado prático é que os créditos securitizados ficam fora do alcance tanto dos credores da companhia securitizadora, como também dos próprios detentores dos títulos de securitização. Nesse sentido, comentam DIOGO LEITE DE CAMPOS e CLÁUDIA SAAVEDRA PINTO:

> A título de exemplo veja-se o caso da lei Italiana, para assegurar a blindagem da carteira de títulos cedidos, põe-na ao abrigo das acções falimentares, tornando-a imune ao risco de falência dos devedores cedidos e também do cedente. Obtendo resultados idênticos aos da utilização de "*trusts*". Realiza-se um efectivo destacamento da carteira de títulos de créditos, não só do património da sociedade de titularização e de qualquer outra carteira de títulos de créditos cedidos à própria sociedade, mas ainda dos devedores cedidos e do próprio cedente. [239]

A Lei de Securitização Italiana afasta, ainda, a possibilidade de acesso às contas correntes e respectivos recebíveis nelas depositados em caso de insolvência do banco depositário, impondo obrigação legal de devolução imediata e integral à companhia securitizadora de quaisquer valores eventualmente acessados em evento de insolvência do banco depositário.

Adicionalmente, no que se refere a operações que contem com bens móveis e imóveis em garantia de créditos objeto de securitização, em tais operações de securitização deverão ser identificados todos os bens e direitos atrelados à operação, bem como quaisquer outros direitos adquiridos pela companhia securitizadora e vinculados à operação de securitização, os quais constituirão patrimônio separado, em todos os aspectos, do patrimônio geral da companhia securitizadora, bem como dos demais patrimônios separados atrelados a outras operações de securitização da companhia securitizadora, conforme recente atualização

---

[238]"*In via interpretativa, può trarsi dal 2° comma dell'art. 3 un'indicazione precisa: i capitali ricevuti dalla societá di cartolarizzazione a soddisfazione dei crediti asquistati nel corso di una singola operazione – e facenti parte di un unico portafoglio posto a garanzia di un certo numero di valori mobiliari emessi in occasione di detta operazione – non possono esse utilizzati por soddisfare le istanze creditorie di soggetti diversi dai portatori dei suddetti titoli"* (DI CIOMMO, Francesco. I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale, *cit.,* p. 87).

[239]CAMPOS, Diogo Leite de; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*. Coimbra: Almedina, 2007. p. 16.

normativa à Lei de Securitização Italiana, por meio de Decreto Legislativo de 30 de abril de 2019, convertido em lei em 28 de junho de 2019.[240]

3.4.3 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado nas operações de securitização de Portugal

Em Portugal, o Decreto-Lei nº 453/99, de 5 de novembro[241], posteriormente alterado pelo Decreto-Lei nº 82/2002, de 5 de abril,[242] e pelo Decreto-Lei nº 303/2003, de 5 de dezembro[243], estabeleceu o regime jurídico das operações de securitização (denominadas de "titularização" em Portugal), inclusive daquelas decorrentes de créditos hipotecários, sendo reguladas tanto as estruturas de securitização via fundos de investimento, os "Fundos de Titularização de Créditos", quanto as estruturas via companhias securitizadoras, as "Sociedades de Titularização de Créditos". Somente as sociedades de titularização de créditos e os fundos de securitização de créditos podem adquirir créditos para fins de securitização.[244]

A concretização das operações de securitização depende de prévio controle de legalidade, o qual é exercido no momento da emissão dos valores mobiliários vinculados aos recebíveis objeto de securitização, seja pelos fundos de titularização de créditos, seja pelas

---

[240]Artigo 7.2 da Lei Italiana de 30 de abril de 1999, nº 130 "*Art. 7.2. (Cartolarizzazioni Immobiliari e di beni mobili registrati) (Articolo inserito dall'art. 23 del D.L. 30 aprile 2019, n. 34, convertito dalla L. 28 giugno 2019, n. 58.) 1. Le società che effettuano le operazioni di cui all'articolo 7, comma 1, lettera b-bis), non possono svolgere operazioni di cartolarizzazione di natura diversa da quelle indicate dall'articolo 7, comma 1, lettera b-bis). Delle obbligazioni nei confronti dei portatori dei titoli, nonché di ogni altro creditore nell'ambito di ciascuna operazione di cartolarizzazione, risponde esclusivamente il patrimonio separato con i beni e diritti di cui al comma 2 del presente articolo. A tali operazioni si applicano le disposizioni di cui all'articolo 7.1, comma 8, primo periodo. 2. Per ogni operazione sono individuati i beni ed i diritti destinati al soddisfacimento dei diritti dei portatori dei titoli e delle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti. I beni e i diritti individuati, le somme in qualsiasi modo derivanti dai medesimi beni, nonché ogni altro diritto acquisito nell'ambito dell'operazione di cartolarizzazione dalle società di cui al comma 1 costituiscono patrimonio separato a tutti gli effetti da quello delle società stesse e da quello relativo alle altre operazioni. Su ciascun patrimonio separato non sono ammesse azioni da parte di qualsiasi creditore diverso dai portatori dei titoli emessi dalle società ovvero dai concedenti i finanziamenti da esse reperiti ovvero dalle controparti dei contratti derivati con finalità di copertura dei rischi insiti nei crediti e nei titoli ceduti. (Lettera così modificata dalla L. di conversione.)"*

[241]PORTUGAL. *Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro*. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/453/1999/11/05/p/dre/pt/html>. Acesso em: 16 ago. 2019.

[242]PORTUGAL. *Decreto-Lei n.º 82/2002, de 5 de abril*. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/82/2002/04/05/p/dre/pt/html>. Acesso em: 16 ago. 2019.

[243]PORTUGAL. *Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de dezembro*. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/303/2003/12/05/p/dre/pt/html>. Acesso em: 16 ago. 2019.

[244]Artigo 3.º do Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de Novembro, conforme alterado: "Artigo 3.º Entidades cessionárias. Só podem adquirir créditos para titularização: a) Os fundos de titularização de créditos; b) As sociedades de titularização de créditos."

sociedades de titularização de créditos. Da mesma forma, também ficam sujeitos a prévia autorização para funcionamento e constante monitoramento, os fundos de titularização, as sociedades gestoras dos fundos de titularização e as sociedades de titularização. É interessante notar que, em se tratando de emissões de sociedades de titularizações, mesmos nos casos em que haveria somente subscrições privadas (sem a ocorrência de oferta pública), são obrigatórios o registro e a aprovação do regulador português, embora seja, nessa hipótese, dispensada a elaboração de prospecto da oferta.[245]

As sociedades de titularização podem financiar as suas atividades de securitização com recursos próprios ou mediante emissão de valores mobiliários vinculados aos créditos adquiridos, chamados de "obrigações titularizadas", que permitem a afetação patrimonial dos créditos a eles vinculados, instituindo-se patrimônio separado do patrimônio geral das sociedades de titularização.[246]

Frente às restrições de utilização de recursos pelas sociedades de titularização e dado o destacamento patrimonial dos créditos securitizados, o capital da sociedade de titularização deveria ser irrelevante para a atividade de securitização já que não representa qualquer garantia aos investidores, papel desempenhado pelos ativos componentes da carteira de créditos securitizados. Apesar disso, a legislação portuguesa exige das sociedades de titularização um elevado capital social, com o valor mínimo de € 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil euros).[247]

---

[245]"As emissões de obrigações, titularizadas ou não, com recurso a subscrição pública ficam, nos termos gerais (art. 114.º do Código de Valores Mobiliários), sujeitas a **registo prévio na CMVM**. Ao contrário da generalidade das emissões particulares de valores mobiliários – sujeitas a mera comunicação subsequente à CMVM, para efeitos estatísticos (art. 110.º, n.º 2 do Código dos Valores Mobiliários) –, as emissões de obrigações por sociedade de titularização através de subscrição particular ficam sujeitas a prévio controle de legalidade pela CMVM. O pedido de registo prévio da emissão particular deve ser instruído com os documentos previstos nas alíneas a) a i) do número 1 do art. 115.º do Código de Valores Mobiliários, conforme resulta do art. 4.º do Regulamento da CMVM n.º 10/2000. Não é exigível a elaboração de prospecto." (negrito do autor) (CAMPOS, Diogo Leite de; MONTEIRO, Manuel. *Titularização de créditos*: anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro. Coimbra: Almedina, 2001. p. 100).

[246]A respeito das restrições de obtenção de recursos financeiros atribuídas pela legislação portuguesa às sociedades de titularização, DIOGO LEITE DE CAMPOS e MANUEL MONTEIRO anotam: "Para além das emissões de obrigações, as sociedades de titularização não podem recorrer a outras modalidades de financiamento com recurso a capitais alheios. Não podem, designadamente, contrair empréstimos junto de instituições de crédito. Não parece, igualmente por força da aludida regra, que possam emitir papel comercial." (*Id. Ibid.,* p. 95).

[247]"O capital da entidade da titularização, se esta for uma sociedade, é largamente irrelevante. Com efeito, a garantia dos investidores não está no património da sociedade emitente mas na carteira de créditos que suporta a emissão dos títulos. Assim, nos países da "*common law*" tais sociedades são normalmente montadas com um capital puramente nominal ("*thinly capitalized*" ou "*capital free*"). Daqui também resulta uma maior tranquilidade para os investidores nos títulos emitidos, pois sendo na realidade o capital da sociedade um fator de risco e, portanto, de perdas potenciais, há sempre perigos de confusão entre a carteira de títulos e o património de emitente. Se o capital do emitente é irrelevante, este perigo diminui. Contudo, o legislador português, pouco atento a estas realidades, fixou o capital mínimo das sociedades de titularização de créditos

Inicialmente, por meio do Decreto-Lei nº 453/99, as sociedades de titularização de créditos foram classificadas no rol de "sociedades financeiras".[248] Posteriormente, por meio das alterações trazidas pelo Decreto-Lei nº 82/2002, e sob a fundamentação das sociedades de titularização figurarem como mero veículo de securitização de créditos, as mesmas deixaram de ser qualificadas como sociedades financeiras, mas permaneceram sob a supervisão da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM), exigindo-se também requisitos de idoneidade tanto dos membros dos órgãos de administração[249] quanto dos acionistas que detenham participações qualificadas nas sociedades de titularização.[250]

---

em €250.000, o que parece excessivo." (CAMPOS, Diogo Leite de; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos futuros, titularização e regime fiscal, cit.,* p. 51).

[248]Em razão do objeto social restrito imposto pela lei portuguesa, as sociedades de titularização qualificam-se como entidades financeiras para fins do direito português e, portanto, dependem de autorização do Banco de Portugal para funcionarem. Assim, anotam DIOGO LEITE DE CAMPOS e MANUEL MONTEIRO: "Enquanto sociedades financeiras que são, a **constituição** de sociedades de titularização de créditos encontra-se sujeita a autorização do Banco de Portugal. [...] Pode-se discutir a opção legislativa de posicionar as sociedades de titularização no interior do sistema financeiro, qualificando-as como sociedades financeiras e fazendo-lhes aplicar o respectivo regime, designadamente as regras de natureza prudencial. A opção poderá estar mais relacionada com uma visão global do sistema financeiro português – que acolhe entidades como as sociedades de capital de risco, as sociedades de desenvolvimento regional ou as sociedades de garantia mútua – e menos com uma mais abrangente interpretação do âmbito da actividade de recepção de fundos reembolsáveis." (negrito do autor) (CAMPOS, Diogo Leite de; MONTEIRO, Manuel. *Titularização de créditos*: anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro, *cit.,* p. 89-90).

[249]Artigo 41 do Decreto-Lei n.º 453/99, conforme alterado: "Artigo 41.º Idoneidade, disponibilidade e experiência profissional dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização. 1 - Os membros dos órgãos de administração e de fiscalização de sociedade de titularização de créditos devem ser pessoas cuja idoneidade e disponibilidade dêem garantias de gestão sã e prudente e possuir a experiência profissional adequada ao exercício das suas funções. 2 - Na apreciação da idoneidade dos membros dos órgãos de administração e de fiscalização deve atender-se ao modo como a pessoa gere habitualmente os negócios ou exerce a profissão, em especial nos aspectos que revelem incapacidade para decidir de forma ponderada e criteriosa, ou tendência para não cumprir pontualmente as suas obrigações ou para ter comportamentos incompatíveis com a preservação da confiança do mercado. 3 - De entre outras circunstâncias atendíveis, considera-se indiciador de falta de idoneidade o facto de a pessoa ter sido: a) Condenada por crime de branqueamento de capitais, manipulação do mercado, abuso de informação, falsificação, furto, abuso de confiança, roubo, burla, extorsão, infidelidade, usura, frustração de créditos, falência dolosa ou não intencional, favorecimento de credores, receptação, apropriação ilegítima, corrupção ou emissão de cheques sem provisão; b) Declarada falida ou julgada responsável por falência de pessoa colectiva, nos termos previstos nos artigos 126.º-A e 126.º-B do Código dos Processos Especiais de Recuperação da Empresa e de Falência; c) Condenada em processo de contra-ordenação iniciado pela CMVM, pelo Banco de Portugal ou pelo Instituto de Seguros de Portugal; d) Afastada do exercício das suas funções por força de suspensão preventiva, total ou parcial, daquelas funções, nos termos da alínea a) do n.º 1 do artigo 412.º do Código dos Valores Mobiliários, e até que cesse essa suspensão"

[250]Artigo 42 do Decreto-Lei n.º 453/99, conforme alterado: "Artigo 42.ºIdoneidade dos titulares de participações qualificadas 1 - Os interessados em deter participação qualificada em sociedade de titularização de créditos devem reunir condições que garantam a gestão sã e prudente daquela sociedade. 2 - Para os efeitos deste diploma, o conceito de participação qualificada é o definido no Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprovado pelo Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de Dezembro. 3 - Considera-se que as condições referidas no n.º 1 não existem quando se verifique alguma das seguintes circunstâncias: a) Se o modo como a pessoa em causa gere habitualmente os seus negócios ou a natureza da sua actividade profissional revelarem propensão acentuada para a assunção de riscos excessivos; b) Se a situação económico-financeira da pessoa em causa for inadequada, em função da participação que se propõe deter; c) Se a CMVM tiver fundadas dúvidas sobre a licitude da proveniência dos fundos utilizados na aquisição da participação ou sobre a verdadeira identidade do titular desses fundos; d) Tratando-se de pessoa singular, se

A alteração da natureza das sociedades de titularização de créditos também refletiu em alterações de seu regime jurídico, evidenciando sua natureza de mero veículo de securitização de créditos e impondo restrições a seu objeto social[251] e restrições à captação de recursos através da emissão de valores mobiliários de dívida não vinculados a recebíveis objeto de securitização (obrigações clássicas).[252]

As obrigações titularizadas são valores mobiliários de emissão das sociedades de titularização de créditos cujo pagamento decorre exclusivamente dos recebíveis adquiridos pela sociedade de titularização e afetados a tais obrigações titularizadas, incluídas as garantias atreladas a estes recebíveis adquiridos e eventuais instrumentos de cobertura de risco contratados à operação. O patrimônio geral da sociedade de titularização não responde pelas obrigações decorrentes das obrigações titularizadas.[253]

Os créditos afetados ao pagamento de determinadas obrigações titularizadas constituem patrimônio separado, autônomo do patrimônio geral da sociedade de titularização e que não responde por dívidas e demais passivos da sociedade de titularização de créditos até que ocorra o completo pagamento das obrigações titularizadas a ele vinculadas. Mesmo em caso de insolvência, a legislação portuguesa assegura o privilégio creditício dos investidores de titularizações sobre os ativos especialmente separados para aquela operação investida. Após o pagamento integral dos montantes devidos aos titulares

---

se verificar relativamente a ela algum dos factos que indiciem falta de idoneidade nos termos do n.º 3 do artigo anterior.*"*

[251]Artigo 39 do Decreto-Lei n.º 453/99, conforme alterado: "Artigo 39.º Tipo e objeto As sociedades de titularização de créditos adoptam o tipo de sociedade anónima e têm por objecto exclusivo a realização de operações de titularização de créditos, mediante as suas aquisição, gestão e transmissão e a emissão de obrigações titularizadas para pagamento dos créditos adquiridos."

[252]Artigo 44 do Decreto-Lei n.º 453/99, conforme alterado: "Artigo 44.ºRecursos financeiros 1 - Salvo o disposto no número seguinte, as sociedades de titularização de créditos só podem financiar a sua actividade com fundos próprios e através da emissão de obrigações titularizadas, de acordo com os artigos 60.º e seguintes. 2 - Para satisfazer necessidades de liquidez para os efeitos de reembolso e de remuneração das obrigações titularizadas, as sociedades de titularização de créditos podem, por conta dos patrimónios a que se refere o artigo 62.º, recorrer a financiamentos junto de terceiros. 3 - Sem prejuízo da aquisição de novos créditos ou da amortização das obrigações titularizadas, nos termos do artigo 61.º, o produto do reembolso dos créditos titularizados e os respectivos rendimentos só podem ser aplicados em instrumentos de baixo risco e elevada liquidez, a definir em regulamento da CMVM."

[253]Artigo 61 do Decreto-Lei n.º 453/99, conforme alterado: "Artigo 61.º Reembolso das obrigações titularizadas e pagamento de despesas com a emissão. O reembolso e a remuneração das obrigações titularizadas emitidas e o pagamento das despesas e encargos relacionados com a sua emissão são garantidos apenas pelos créditos que lhes estão exclusivamente afectos, pelo produto do seu reembolso, pelos respectivos rendimentos e por outras garantias ou instrumentos de cobertura de riscos eventualmente contratados no âmbito da sua emissão, por aquelas não respondendo o restante património da sociedade de titularização de créditos emitente das obrigações titularizadas."

das obrigações titularizadas, a sociedade de titularização de créditos poderá acessar o remanescente de referido patrimônio afetado.

Assim, destacam DIOGO LEITE DE CAMPOS e CLÁUDIA SAAVEDRA PINTO:

> Com efeito, o investidor tradicional tem, normalmente, um simples direito de crédito que pode acionar contra o devedor. Nessa medida, se o sujeito devedor passar por problemas financeiros, o crédito do investidor será sujeito ao processo de insolvência comum, numa posição paralela à de todos os demais credores do insolvente, o que é frequentemente moroso e com resultados pouco visíveis. Diferentemente, o titular de um título mobiliário garantido por activos, terá um direito de crédito directo e privilegiado sobre os bens da entidade, uma vez que aqueles bens foram destacados e tornados propriedade legal dos investidores. Desta forma, estes bens serão utilizados, em primeiro lugar, para satisfação do crédito dos titulares destes últimos e só depois passíveis de ser reclamados pelos demais credores. O privilégio creditório constitui, portanto, um elemento chave da titularização. (grifo do autor)[254]

Dessa forma, somente poderá ser objeto de penhora por credores da sociedade de titularização o direito ao remanescente de cada patrimônio separado e desde que comprovada a insuficiência dos demais bens da sociedade.[255] Aos titulares de obrigações titularizadas é concedido privilégio sobre os bens presentes e futuros integrantes do patrimônio separado afetado àquela emissão de obrigações titularizadas, sobre quaisquer outros credores.[256]

---

[254]CAMPOS, Diogo Leite de; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos futuros, titularização e regime fiscal, cit.,* p. 15.

[255]Artigo 62 do Decreto-Lei n.º 453/99, conforme alterado: "Artigo 62.º Princípio da segregação 1 - Os créditos afectos ao reembolso de uma emissão de obrigações titularizadas, bem como o produto do reembolso daqueles e os respectivos rendimentos, constituem um património autónomo, não respondendo por quaisquer dívidas da sociedade de titularização de créditos até ao pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações titularizadas que constituem aquela emissão e das despesas e encargos com esta relacionados. 2 - Os bens que em cada momento integrem o património autónomo afecto à respectiva emissão devem ser adequadamente descritos em contas segregadas da sociedade e identificados sob forma codificada nos documentos da emissão, salvo quando se trate de créditos tributários em que a forma de descrição e identificação daqueles bens é definida de modo a garantir a confidencialidade dos dados pessoais relativos aos contribuintes, mediante portaria conjunta do Ministro das Finanças e do ministro competente em função da titularidade dos créditos objecto de cessão para efeitos de titularização. 3 - Na falta de disposição legal ou convenção em contrário incluída em contrato respeitante à operação de titularização de créditos correspondente, a sociedade de titularização de créditos tem direito ao remanescente do património autónomo afecto ao pagamento de cada emissão de obrigações titularizadas, após o pagamento integral dos montantes devidos aos titulares das obrigações titularizadas que constituem aquela emissão e das despesas e encargos com esta relacionados. 4 - Na execução movida contra a sociedade de titularização de créditos, o credor apenas pode penhorar o direito ao remanescente de cada património separado se provar a insuficiência dos restantes bens da sociedade. 5 - A chave do código a que alude a primeira parte do n.º 2 fica depositada na CMVM, a qual estabelece, por regulamento, as condições em que os titulares de obrigações titularizadas, em caso de incumprimento, podem ter acesso à mesma."

[256]Artigo 63 do Decreto-Lei n.º 453/99, conforme alterado: "Artigo 63.º Garantia dos credores obrigacionistas e demais credores da emissão 1 - Os titulares de obrigações titularizadas e as entidades que prestem serviços relacionados com a sua emissão gozam de privilégio creditório especial sobre os bens que em cada momento integrem o património autónomo afecto à respectiva emissão, com precedência sobre quaisquer outros credores. 2 - O privilégio referido no número anterior não está sujeito a inscrição em registro."

É dada, assim, uma preferência legal de crédito e um privilégio estrutural aos investidores dos valores mobiliários objeto da titularização sobre os ativos constantes do patrimônio separado vinculado à referida operação de titularização. Este mecanismo de proteção ao crédito do investidor acaba representando uma verdadeira e efetiva transferência dos interesses econômicos sobre os créditos titularizados ao investidor.[257]

Portanto, a estrutura de afetação patrimonial adotada em Portugal às sociedades de titularização de créditos, mediante constituição de patrimônios separados, contabilizados em contas segregadas da sociedades de titularização de créditos, é muito similar à estrutura adotada no Brasil às companhias securitizadoras, restando as principais diferenças na limitação da legislação brasileira para adoção de tal regime de afetação exclusivamente às operações vinculadas a recebíveis imobiliários e do agronegócio, mediante emissão de CRI e emissão de CRA e, ainda, que o regime jurídico de afetação patrimonial às sociedades de titularização de créditos portuguesas é obrigatório, enquanto no Brasil tal afetação patrimonial é facultativa, sendo certo que, quando as companhias securitizadoras no Brasil não instituírem o regime fiduciário e consequente patrimônio separado sobre os ativos objeto de securitização, estas responderão com seu patrimônio geral às obrigações decorrentes de tal operação.

3.4.4 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado nas operações de securitização da Espanha

Na Espanha, a Lei nº 19/1992, de 7 de julho (Lei 19/1992)[258], além de regulamentar as sociedades de investimento imobiliário e os fundos de investimento imobiliário, regulamentou, pela primeira vez na Espanha, os fundos de securitização hipotecária ou "fundos de titularização hipotecária". Trata-se de uma legislação introduzida no âmbito de uma política pública voltada tanto para favorecer a circulação de capitais no mercado de

---

[257]"Ou seja, a titularização gera uma preferência legal e um privilégio estrutural para os investidores, através da "des-construção" da pessoa colectiva e fazendo incidir os títulos mobiliários sobre os activos especificamente identificados. O mecanismo utilizado para gerar o privilégio legal é simples – transferência real e efectiva do activo, uma venda verdadeira e completa ("*true sale*")." CAMPOS, Diogo Leite de; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos futuros, titularização e regime fiscal, cit.,* p. 15.

[258]ESPANHA. *Lei 19/1992, de 7 de julho, sobre o Regime de Empresas e Fundos de Investimento Imobiliário e sobre Fundos de Securitização de Hipotecas*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1992-16412>. Acesso em: 12 ago. 2019.

financiamento imobiliário ao permitir atingir investidores difusos, quanto para ampliar a oferta de crédito imobiliário para fins de moradia, gerando competitividade e reduzindo suas taxas de juros.[259]

Os fundos de securitização hipotecária constituem, obrigatoriamente por força da legislação espanhola, patrimônio separado, sem personalidade jurídica[260], sendo que tal patrimônio separado é composto por todos os recebíveis adquiridos e pela obrigação de pagamento dos valores mobiliários emitidos representativos dos créditos hipotecários, de modo que o valor patrimonial líquido do fundo seja nulo.[261-262]

Como consequência da separação obrigatória do patrimônio atribuído aos fundos de securitização hipotecária, ainda que não seja constituída uma personalidade jurídica, fica delimitado o alcance patrimonial das obrigações do devedor estritamente em relação ao patrimônio para o qual a referida dívida se atribui, isto é, obrigações decorrentes do patrimônio separado não alcançam o patrimônio geral do seu titular e vice-versa.[263]

A constituição e administração dos fundos de securitização hipotecária são realizadas obrigatoriamente por sociedades gestoras de fundos de securitização hipotecária, que

---

[259]"*The regulation of FTH has two aims. One is to achieve an immediate effect of a financial nature. A bridge is to be established between the mortgage loan market and the fixed income market by transforming negotiable assets, albeit difficult to market in assets with a greater standardization degree and, therefore, liable of a greater diffusion among investors. The second aim is of a social kind, in that mortgage loans for houses are to be made cheaper.*" (TAPIA HERMIDA, Alberto J. Spain. *In:* BAUMS, Theodor; WYMEERSCH, Eddy (Eds.). *Asset-backed securitization in Europe*. London: Kluwer Law International, 1996. p. 213).

[260]"*Article 5.1 of this Act defines them as separate and closed-ended patrimonies without a legal personality. They are integrated, in their asset, by the mortgage-backed participations pooled; and are integrated, in their liability, by the securities issued, called mortgage securitization bonds ("bonos de titulización hipotecaria").*" (*Id. Ibid.,* p. 213).

[261]Artigo 5º da Lei 19/1992 "*Artículo quinto. Fondos de Titulización Hipotecaria. 1. Para la emisión de los valores a que se refiere este artículo deberán constituirse agrupaciones de participaciones hipotecarias denominadas "Fondos de Titulización Hipotecaria". Los Fondos constituirán patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, que, sin perjuicio de lo dispuesto en el número 7, estarán integrados, en cuanto a su activo, por las participaciones hipotecarias que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo."*

[262]"*Mortgage securitization bonds are broadly similar to the mortgage-backed participations grouped in the FTH, as the Act requires a basic congruence between flows of principal and interests generated by the FTH's assets and liabilities, with no difference other than those derived from management and administration expenses and fees, underwriting premia and other expenses.*" (TAPIA HERMIDA, Alberto J. Spain, *cit.,* p. 215).

[263]"*La separación de patrimonios delimita la masa objetiva sobre la cual se puede hacer efectiva la responsabilidad por una cierta obligación. Así, la separación patrimonial segmenta las obligaciones contraídas por un sujeto, imputando unas al patrimonio separado y otras al general. La garantía del cumplimento de las obligaciones deja de ser todo el patrimonio del deudor al modo ordinariamente previsto en el artículo 1.911 CC, refiriéndose en exclusiva a alguno de los patrimonios de los que éste es titular, por lo que ni los bienes del patrimonio separado de los quedan vinculados para el pago de las obligaciones contraídas contra el patrimonio general, ni viceversa.*" (CASTILLA, Manuel. *Titulización de créditos*. Madrid: Civitas, 2002. p. 196).

possuem finalidade exclusiva a este fim, podendo administrar e gerir um ou mais fundos de securitização, cabendo a estas gestoras a representação e defesa dos interesses dos titulares de valores mobiliários de emissão dos fundos de securitização, na qualidade de gestoras de recursos de terceiros.[264] Esse modelo de estruturação, a partir de uma gestora que deverá representar os interesses dos investidores, tem inspiração no modelo de *trust* adotado em países de *common law*, como os Estados Unidos e o Reino Unido. Do ponto de vista regulatório, a legislação espanhola assegurou, na escolha deste formato, que o regulador pudesse contar com a atuação das sociedades gestoras como *gatekeepers* de cada operação.[265]

A criação das sociedades gestoras de fundos de securitização hipotecária prescinde de autorização do Ministério da Economia e Finanças da Espanha, que é concedida após emissão de relatório da Comissão Nacional do Mercado de Valores. Tanto as sociedades gestoras quanto os fundos de securitização que administram estão sujeitos à supervisão, à fiscalização e ao controle pela Comissão Nacional do Mercado de Valores.[266]

O papel das sociedades gestoras de fundos de securitização hipotecária é supervisionar e fazer cumprir os direitos de titularidade de valores mobiliários do fundo. É a entidade encarregada de assegurar que o investimento do fundo não ultrapasse os riscos que lhe são permitidos.[267]

---

[264]TAPIA HERMIDA, Alberto J. Spain, *cit.,* p. 216.

[265]"*The model created was based on a trust system, in which some specialized entities named management companies of mortgage asset-backed securitizations* (Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria) *were supposed to manage, under the supervision of the Stock Exchange Authorities* (Comisión Nacional del Mercado de Valores – CNMV)*, the financial transformations process involving mortgage asset-backed securitization. As these agencies obtain a higher degree of competency during the securitization process, their existence is greatly positive, as they provide specialization, transparency, accuracy and information.*" (LÓPEZ-BALCELLS; Ignacio; BUIGAS, Bufete B. Asset-backed securitization in Spain. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 216).

[266]Artigo 6º da Lei 19/1992: "*Sociedades gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria. l. La constitución de Fondos de Titulización Hipotecaria se llevará a cabo por sociedades gestoras especializadas, denominadas precisamente «Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria», que tendrán en ésta su objeto exclusivo. Las Sociedades Gestoras podrán tener a su cargo la administración y representación legal de uno o más Fondos. Les corresponderá, en calidad de gestoras de negocios ajenos, la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los Fondos que administren. 2. La creación de Sociedades Gestoras requerirá autorización del Ministro de Economía y Hacienda, que se otorgará previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Una vez autorizadas deberán inscribirse en el Registro especial abierto al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Reglamentariamente podrá limitarse la participación máxima de una misma persona, entidad o grupo de entidades en el capital o en los derechos devoto de una Sociedad Gestora, o la utilización de cualquier otro medio de ejercer el control efectivo sobre ella.*".

[267]"*Sociedad gestora de fondos de titulización* (Trustee)*: tercero que garantiza los derechos de los tenedores de los títulos emitidos. Se encarga de vigilar que los pagos a los inversores se hagan adecuadamente, y de que se cumpla con la documentación legal relativa a la titulización realizada. No puede añadir riesgos adicionales a la operación.*" (CATARINEU, Eva; PÉREZ, Daniel. La titulización de activos por parte de las

Os recebíveis adquiridos pelo fundo poderão ser vinculados a valores mobiliários de séries distintas, que poderão diferir em termos de taxas de juro, fixas ou variáveis, prazo e forma de amortização, direito de prioridade em cobrança (senioridade na cobrança em relação às demais séries) ou outros benefícios em caso de não pagamento dos recebíveis adquiridos, ou outras características a serem previstas no regulamento do fundo. Sem prejuízo das diferenças que possam ser atribuídas a cada série, o fluxo de recebíveis do fundo deverá corresponder sempre ao somatório de amortizações e pagamentos de juros de todas as séries de valores mobiliários emitidas pelo fundo, sem outras diferenças ou defasagens de recebimento, exceto pela taxa e demais despesas de administração do fundo, incluindo eventuais prêmios de seguro e outras despesas aplicáveis e previstas no regulamento.

É possível, ainda, estratificar os riscos de crédito da carteira em diferentes graus de senioridade entre os investidores das quotas de fundos de securitização hipotecária. Assim, o regulamento pode estabelecer diferentes classes de quotas, com preferências de recebimento distintas entre si.[268]

Nesse sentido, os titulares dos valores mobiliários emitidos pelo fundo correrão exclusivamente o risco de crédito relacionado ao patrimônio separado do fundo, sujeitos a eventual subordinação existente entre os valores mobiliários emitidos pelo fundo, conforme estabelecido no regulamento do fundo, se for o caso. Os titulares dos valores mobiliários não terão qualquer direito ou pretensão contra a sociedade gestora do fundo, exceto em eventual descumprimento de suas obrigações fiduciárias ou obrigações previstas no regulamento.[269]

---

entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial. *Estabilidad Financiera*, Banco de España, Madrid, n. 14, p. 91, 2008).

[268]"*Ahora bien, la suspensión del pago de intereses y la posterior amortización de los bonos no se producirá a prorrata entre todos los detenedores de los mismos, sino de forma secuencial: una característica clave de las titulizaciones es la estratificación del riesgo de crédito. Así, las distintas series de bonos de titulización se emiten con una determinada estructura de subordinación, creando una cascada de pagos que será determinante a la hora de establecer en qué orden se absorben las pérdidas de la cartera subyacente.*" (CATARINEU, Eva; PÉREZ, Daniel. La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial, *cit.,* p. 92).

[269]Inciso 8 do Artigo 5º da Lei 19/1992 "*8. El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión. Los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del Fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la sociedad gestora del Fondo, sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución.*"

A Lei 19/1992, apesar de importante e inovadora, restringiu as operações de securitização a empréstimos hipotecários e não alcançou, portanto, a securitização de outras operações de crédito. Assim, o legislador, consciente da necessidade de alargamento da regulamentação de securitização para outras operações, por meio do Real Decreto-Lei 3/1993, de 26 de fevereiro, que trata de medidas urgentes de caráter orçamentário, tributário, financeiro e trabalhista[270], por meio do disposto em seu artigo 16, possibilitou a securitização de outros empréstimos e direitos creditórios, além daqueles decorrentes de créditos hipotecários, incluindo os decorrentes de operações de arrendamento mercantil e aqueles relacionados às empresas de pequeno e médio porte.[271] Também foi estendido às sociedades gestoras de fundos de securitização hipotecária, além da possibilidade de gestão dos fundos de securitização hipotecária a possibilidade de atuação como gestoras de fundos de securitização dos demais direitos creditórios elegíveis a securitização.

Por meio da Lei nº 40/1994, de 30 de dezembro[272], o Governo espanhol estendeu a mesma estrutura dos fundos de securitização hipotecária, também a fundos de securitização resultantes da moratória nuclear (*Fondos de Titulización de Activos resultantes de la moratoria nuclear)* sendo as sociedades gestoras de fundos de securitização hipotecária também autorizadas a gerir tais fundos, desde que alterem seu objeto social neste sentido.[273]

---

[270]ESPANHA. *Real Decreto-Lei 3/1993, de 26 de fevereiro, sobre medidas urgentes de caráter orçamentário, tributário, financeiro e trabalhista*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1993-5716>. Acesso em: 15 ago. 2019.

[271]Artigo 16 do Real Decreto-Lei 3/199 "*Artículo 16. Titulización de préstamos y otros derechos de crédito. 1. El Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y del Banco de España, podrá extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias en los artículos 5 y 6 de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Hipotecaria, con las adaptaciones que resulten precisas, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de «leasing», y los relacionados en general con las actividades de las pequeñas y medianas empresas. 2. El párrafo h) del artículo 8.1 de la Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen fiscal de determinados activos financieros quedará redactado en los siguientes términos: «h) Los rendimientos de participaciones hipotecarias, préstamos u otros derechos de crédito que constituyan ingreso de Fondos de Titulización.»"*

[272]ESPANHA. *Lei 40/1994, de 30 de dezembro, sobre a gestão do Sistema Elétrico Nacional*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1994-28966>. Acesso em: 15 ago. 2019.

[273]Inciso 8, da disposição adicional oitava ao Artigo 95 da Lei 40/1994: "*8. Los titulares de los proyectos de construcción a los que se refiere el apartado 1 de la presente disposición podrán ceder a terceros, sin compromiso o pacto de recompra explícito o implícito, el derecho de compensación reconocido en la presente Ley. En particular, tales derechos podrán cederse, total o parcialmente en una o varias veces, a fondos abiertos que se denominarán «Fondos de Titulización de Activos resultantes de la moratoria nuclear», de los contemplados en la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por lo que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria. Podrá procederse, a partir de la entrada en vigor de la presente Ley, a la titulización mediante estos fondos a los que resultará de aplicación el número 3 de la disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, y el régimen previsto en los artículos quinto y sexto de la Ley 19/1992, de 7 de julio,*

Em 1998, por meio do Real Decreto-Lei 3/1998, de 26 de fevereiro, nova regulamentação sobre os fundos de securitização de ativos passou a viger, com a definição de requisitos subjetivos, objetivos e formais às cessões de ativos aos fundos de securitização e a definição dos requisitos para constituição de tais fundos de securitização, dentre diversas outras alterações.[274]

O Real Decreto-Lei 3/1998 favoreceu um crescimento histórico e significativo do mercado de securitização espanhol, possibilitando transformar um conjunto de ativos financeiros de baixa liquidez em ativos negociáveis e líquidos. As securitizações na Espanha cresceram em um ritmo acelerado, mais rápido, inclusive, do que em outros países ao seu redor, tornando a Espanha um dos maiores emissores de ativos de securitização da Europa.[275] Entre 2000 e 2007, o volume de operações de securitização na Espanha cresceu a uma taxa anual média de 51%, sendo que o montante das operações de securitização na Espanha alcançou, em dezembro de 2007, o múltiplo de 16 (dezesseis) vezes o ocorrido em dezembro de 2000.[276]

No entanto, com a eclosão da crise financeira internacional em 2007, ocorreu a interrupção do uso das estruturas de securitização na Espanha.[277]

O Real Decreto-Lei 3/1998 foi revogado pela Lei nº 5/2015, de 27 de abril (Lei 5/2015), que trata da promoção do financiamento das empresas e dispõe dos fundos de

---

para los Fondos de Titulización Hipotecaria, en todo aquello que no resulte estrictamente específico de las participaciones hipotecarias, con las particularidades siguientes: [...] f) Las sociedades gestoras de Fondos de Titulización Hipotecaria podrán ampliar su objeto social y ámbito de actividades al efecto de poder administrar y representar Fondos de Titulización de Activos resultantes de la moratoria nuclear, pudiendo sustituir, a tal fin, su denominación legal actual por la de «Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización». Podrán, además, constituirse otras sociedades para la gestión de los fondos de titulización de activos resultantes de la moratoria nuclear en los términos que reglamentariamente se determinen. [...]"

[274]ESPANHA. *Real Decreto 926/1998, de 14 de maio, que regulamenta os fundos de securitização de ativos e as sociedades gestoras de fundos de securitização*. Disponível em: <https://www.boe.es/eli/es/rd/1998/05/14/926>. Acesso em: 12 ago. 2019.

[275]"*España continúa situándose en segundo lugar en Europa (por detrás del Reino Unido) por volumen de emisiones*" (CATARINEU, Eva; PÉREZ, Daniel. La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial, *cit.,* p. 89-90).

[276]*Id. Ibid.,* p. 89.

[277]Quarto parágrafo ao Item II do Preâmbulo da Lei 5/2015 "*Por otra parte, un instrumento que ha favorecido históricamente el crecimiento de la financiación ha sido la titulización, que permite transformar un conjunto de activos financieros poco líquidos en instrumentos negociables y líquidos que generan flujos de caja de periodicidad fija. En la etapa de crecimiento económico, las titulizaciones crecieron en España a un ritmo superior al de otros países de su entorno, llegando a situar a nuestro país como uno de los grandes emisores de este tipo de valores en Europa. El estallido de la crisis financiera internacional en 2007 supuso la práctica interrupción del uso de este instrumento de financiación, cuyo régimen jurídico conviene ahora revisar en aras a su revitalización*."

securitização e das gestoras dos fundos de securitização em seu título III "*Régimen jurídico de las titulizaciones*", artigos 15 a 42.[278]

A Lei 5/2015 reformou toda regulamentação de securitização da Espanha e articula-se em torno de três eixos que, alinhados com as tendências internacionais, buscou aumentar a transparência, a qualidade e a simplicidade das operações de securitização na Espanha. Em primeiro lugar, dada a enorme dispersão regulatória do regime legal espanhol de securitizações, a Lei 5/2015 implementou reformulação para garantir a coerência e sistemática de todos os preceitos que disciplinam esta questão, proporcionando maior clareza e segurança jurídica ao marco regulatório. A este respeito, os chamados fundos de securitização de ativos e os fundos de securitização hipotecária são unificados em uma única categoria legal. Não obstante, os fundos de securitização hipotecária existentes no momento em que a Lei 5/2015 entrou em vigor irão coabitar com os novos fundos de securitização de ativos até que sejam gradualmente extintos. O segundo eixo orientador da Lei 5/2015 buscou aproximar o regime jurídico da Espanha ao de outras jurisdições europeias. Para este fim, o funcionamento destes instrumentos tornou-se mais flexível, e os obstáculos que impediam a utilização na Espanha de certas estratégias inovadoras de securitização, de sucesso comprovado em outros países, foram eliminados. Adicionalmente, os requisitos relativos à transparência e proteção do investidor dos fundos de securitização de ativos foram substancialmente reforçados e alinhados às melhores práticas internacionais, e as funções que a sociedade gestora do fundo deve cumprir, foram melhor especificadas.[279]

---

[278]ESPANHA. *Lei 5/2015, de 27 de abril, sobre a promoção do financiamento das empresas*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2015-4607>. Acesso em: 15 ago. 2019.

[279]Quinto parágrafo ao Item II do Preâmbulo da Lei 5/2015 "*La reforma del régimen de las titulizaciones, contenida en el título III, se articula en torno a tres ejes que, en línea con las tendencias internacionales, incrementarán la transparencia, calidad y simplicidad de las titulizaciones en España. En primer lugar, ante la enorme dispersión normativa existente en el régimen jurídico español de las titulizaciones, esta Ley opera su necesaria refundición, para garantizar la coherencia y sistemática de todos los preceptos que disciplinan esta materia, aportando mayor claridad y seguridad jurídica al marco regulatorio. En este sentido, cabe destacar que se unifican en una única categoría legal los, hasta ahora, denominados fondos de titulización de activos y fondos de titulización hipotecaria. No obstante, los fondos de titulización hipotecaria existentes en el momento de entrada en vigor de la Ley cohabitarán con los nuevos fondos de titulización de activos hasta que se extingan progresivamente. El segundo eje rector de esta Ley pretende aproximar nuestro régimen jurídico al de otras jurisdicciones europeas más avanzadas en la materia. Con esta finalidad se flexibiliza la operativa de estos instrumentos, y se suprimen aquellos obstáculos que impiden replicar en España determinadas estrategias innovadoras de titulización de probado éxito y utilidad en países de nuestro entorno. Por último, se fortalecen sustantivamente las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor, en línea con las mejores prácticas internacionales, y se especifican las funciones que deben cumplir las sociedades gestoras que, en todo caso, incluirán la administración y gestión de los activos agrupados en los fondos de titulización, sin perjuicio de la repercusión al fondo de titulización de los gastos que correspondan, de acuerdo con lo previsto en la escritura de constitución.*"

Os fundos de securitização constituem patrimônio separado, desprovido de personalidade jurídica e com valor patrimonial nulo, compostos, em seu ativo, por direitos creditórios presentes e futuros adquiridos do cedente e, em seu passivo, pelos valores mobiliários de renda fixa de sua emissão e pelos créditos concedidos por terceiros. O artigo 16 da Lei 5/2015 estabelece rol de ativos que poderão ser adquiridos pelos fundos de securitização, ali mantidos os créditos hipotecários originalmente previstos aos fundos de securitização hipotecária.

O regime de afetação patrimonial da Espanha, com a nova Lei 5/2015, por meio de seu artigo 15, permitiu aos fundos de securitização que estabeleçam patrimônios autônomos (*compartimentos*) aos quais podem ser vinculados valores mobiliários e obrigações de diferentes classes, com regras de liquidação independentes. Referidos patrimônios autônomos são exclusivamente responsáveis pelos custos, despesas e obrigações vinculadas a tal patrimônio autônomo e por eventuais custos, despesas e obrigações adicionais que não tenham sido expressamente atribuídos a um patrimônio autônomo, na proporção estabelecida no instrumento de constituição do Fundo de Securitização e eventuais documentos complementares.[280]

Diferentemente do Brasil e de Portugal, a Espanha preferiu não criar a figura jurídica das companhias securitizadoras e concentrar toda a atividade de securitização nos fundos de securitização de ativos (*fondos de titulización de activos*). Por sua vez, a possibilidade de criação de diversos patrimônios autônomos (*compartimentos*), dentro de um mesmo patrimônio separado já afetado à finalidade do fundo de securitização de ativos (*fondo de titulización de activos*) é inovadora e incorpora, quando comparado ao regime Brasileiro, um regime jurídico misto entre fundos de investimento em direitos creditórios e as companhias securitizadoras de créditos imobiliários e do agronegócio, permitindo que um mesmo fundo de securitização estabeleça tantos patrimônios autônomos (*compartimentos*)

[280]Artigo 15 da Lei 5/2015 "*Artículo 15. Fondos de titulización y sus compartimentos. 1. Los fondos de titulización son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, con valor patrimonial neto nulo, integrados: a) En cuanto a su activo, por los derechos de crédito, presentes o futuros, que agrupen de conformidad con lo previsto en el artículo 16 y, b) en cuanto a su pasivo, por los valores de renta fija que emitan y por los créditos concedidos por cualquier tercero. 2. El patrimonio de los fondos de titulización podrá, cuando así esté previsto en la escritura de constitución, dividirse en compartimentos independientes, con cargo a los cuales podrán emitirse valores o asumirse obligaciones de diferentes clases y que podrán liquidarse de forma independiente. La parte del patrimonio del fondo de titulización atribuido a cada compartimento responderá exclusivamente de los costes, gastos y obligaciones expresamente atribuidos a ese compartimento y de los costes, gastos y obligaciones que no hayan sido atribuidos expresamente a un compartimento en la proporción que se fije en la escritura pública de constitución del fondo o en la escritura pública complementaria. Los acreedores de un compartimento sólo podrán hacer efectivos sus créditos contra el patrimonio de dicho compartimento.*"

quantas forem as séries de sua emissão, em estrutura que vai muito além da mera subordinação de pagamentos entre classes de cotas atualmente possível aos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil e muito mais se assemelha à possibilidade de constituição de patrimônios separados pelas companhias securitizadoras para cada série de CRI ou de CRA de sua emissão.

3.4.5 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito alemão

Como visto, a Alemanha sediou, ao longo do século XIX, diversas teorizações que, em contraposição às vertentes civilistas francesas da mesma época, identificaram hipóteses em que subsistia patrimônio sem um respectivo titular, bem como a possibilidade de destacar patrimônios para uma determinada função prevista pela legislação. A partir dessas críticas, voltadas para os juristas devotos da codificação francesa, permitiu-se que se desenvolvesse a teoria objetiva do patrimônio.

Nessa toada, desde o século XVIII, a legislação alemã prevê a possibilidade de determinadas entidades financeiras separarem de seu patrimônio uma carteira de créditos imobiliários para fins de lastro de títulos de dívida a serem emitidos, as *Pfandbriefe*. Estas instituições financeiras, as – *Hypothekenbanken* – são autorizadas pela legislação alemã, já há mais de 200 (duzentos) anos, a emitirem títulos hipotecários lastreados em financiamentos imobiliários por elas concedidos. Estes títulos hipotecários, por sua vez, são passíveis de cessão para investidores, ficando assegurada a destinação dos créditos imobiliários como lastro para a remuneração desses títulos.[281]

---

[281]"*The principal idea underlying "asset securitization" is by no means new to the German economic and legal system. Under the German mortgage bank system, specialized credit institutions have been able to issue certain mortgage-backed securities ("Hypothekenpfandbriefe") for more than 200 years. Though "Hypothekenpfandbriefe" may therefore legitimately be characterized as one of the earliest forms of asset securitization in the world, a number of substantial differences exist if compared more specifically to the US type of asset securitization. First and foremost "Hypothekenpfandbriefe" (as such) may only be issued by a specialized mortgage bank ("Hypothekenbanken"). A transfer of mortgage loans to a separate entity – an indispensable element in the modern understanding of "asset securitization"- does not take place. In other words, the securitized loans remain on the balance sheet of the originating "Hypothekenbanken" and, consequently, subject to the German capital adequacy requirements. In addition, numerous detailed and very strict requirements provided by the German Mortgage Bank Act ("Hypothekenbankgesetz"), while doubtlessly ensuring the lasting success of the "Hypothekenpfandbriefe", are too specifically tailored for this instrument to serve as a model framework.*" (IHLE, Gerhard-Christoph. Germany. *In:* BAUMS, Theodor; WYMEERSCH, Eddy (Eds.). *Asset-backed securitization in Europe*. London: Kluwer Law International, 1996. p. 87-88).

Em caso de inadimplência por parte da instituição financeira, os detentores das *Pfandbriefe* adquirem preferência legal sobre os créditos imobiliários afetados para a realização da dívida da instituição financeira. É interessante notarmos que, neste modelo, para afetação dos créditos imobiliários, não é necessária a cessão de créditos por seu originador. Na verdade, a própria emissão das *Pfandbriefe* implica por disposição legal a separação patrimonial dos créditos subjacentes desses títulos e, portanto, garantindo que credores das *Hypothekenbanken* estranhos às securitizações não acessem os créditos imobiliários atrelados às *Pfandbriefe*.[282]

Nesse sentido, há que se diferenciar, particularmente em se tratando de créditos imobiliários, as *Pfandbriefe* daqueles títulos de securitização propriamente ditos, ainda que lastreados em uma carteira de créditos imobiliários. No primeiro caso, há uma separação patrimonial sem a constituição de uma pessoa jurídica distinta. O segundo, por sua vez, requer a existência de uma nova personalidade jurídica adquirindo os créditos para assegurar a separação patrimonial. Esta distinção é relevante diante das limitações prudenciais aplicáveis à concessão de financiamentos por meio da emissão das *Pfandbriefe.*[283]

Embora tenha a noção de patrimônio separado originado de formulações de teóricos alemães, a atividade de securitização tem sido tratada com restrição e prudência pelas autoridades alemãs.[284] Até 1997, a Alemanha não tinha uma legislação que tratasse

---

[282]"*The mortgage bond* (Pfandbriefe) *is a German specialty, the existence of which goes back to the 18th century. The present Act on Mortgage Banks* (Hypothekenbankgesetz) *came into force on January 1, 1990 and as remained practically unchanged in its principal provisions. The mortgage banks grant credit and receive mortgages as security. For refinancing their activities they issue securities* (Pfandbriefe) *which are secured by those mortgages.*" (NAGEL, Sibilla. Asset-backed securitization in Germany. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 163).

[283]"*What are the main differences between the mortgage bond* [as Pfandbriefe] *and mortgage-backed securitization? For the protection of the creditors of mortgage bonds, the Mortgage Bank Act provides that mortgage bonds issued by mortgage banks must be covered by mortgage in the same amount. The lending limit for mortgage bonds is 60 percent of the value of the mortgage. In case of insolvency of the bank, the creditors of mortgage bonds are preferred, as the mortgages securing the bonds are reserved for such creditors' claims.*" (*Id. Ibid.,* p. 163).

[284]Com efeito, relatório divulgado pelo Banco Central Alemão (o *Deutsche Bundesbank*), externalizava expressamente o ceticismo das autoridades alemãs em relação à securitização: "*The objections raised by the Federal Banking Supervisory Office in November 1990 were, first of all, based on the fact that this form of funding allows credit volumes to be built up outside the government-supervised banking industry without any major needs of capital, and that in Germany, too, this could promote a trend towards credit institutions being displaced in their role as intermediaries between borrowers and investors (disintermediation).*" (ALEMANHA. Deutsche Bundesbank. *Monthly Report, July 1997*. Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/Germansecuritization.pdf>. Acesso em: 03 set. 2019).

especificamente da securitização de créditos, mesmo sendo a maior economia europeia.[285] Consequentemente, eram raras as operações de securitização na Alemanha até então.

A securitização de créditos passou, contudo, a ser objeto de regulamentação a partir da edição da Circular nº 4/97 pelo *Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen* – BAK, a autoridade de supervisão de atividade bancária na Alemanha. Estabeleceram-se, assim, orientações para a realização da securitização, estipulando-se regras de caráter preponderantemente prudencial, mas trazendo a segurança jurídica institucional necessária para que o mercado passasse a realizar operações.[286]

A regulamentação alemã, nesse sentido, requer que a securitização seja feita por meio de um veículo especialmente constituído para a aquisição de créditos e a emissão de valores mobiliários – o *Zweckgesellschaft* –, sem a atuação perene de uma companhia securitizadora ou a constituição de um patrimônio separado.[287] O veículo é normalmente constituído sob a forma de uma sociedade de responsabilidade limitada (*Gesellschaft mit beschränkter Haftung* ou *GmbH*), tendo custo irrisório frente aos demais custos de estruturação de uma operação de securitização.[288]

---

[285]"*Despite the fact that Germany boasts the largest European economy, and dominates the Euro-dominated bond market, the country has been slow to develop a significant securitization market. There presently exists no dedicated detailed German legal framework for securitization. Although Germany has a well-established mechanism for issuing mortgage-backed bonds – the* Pfandbriefe *– and although the general legal regime posed no obstacles to securitization transactions. Banks were unable to securitize their assets in view of the regulators' hostility toward the concept.*" (MARQUARDT, Alexander. Securitization of french and german assets, *cit.,* p. 148-149).

[286]"*The situation changed dramatically on March 19, 1997, when the German Banking Supervisory Authority* (Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen – BAK) *promulgated its Circular number 4/97 Regarding the Sale of Customers Receivables of Credit Institutions in Connection with ABS Transactions, which has since been supplemented by further circulars from BAK (collectively, the BAK Guidelines). The stated purpose of the BAK Guidelines is to provide credit institutions with planning and legal certainty in respect of central questions concerning ABS transactions and to enable the completion of such transactions without the prior involvement of the BAK. Although the BAK Guidelines do not have the force or the effect of law, they have proved to be a turning point in the German securitization market, as credit institutions do not need to fear any longer the opposition of the BAK with regard to ABS transactions and are not required to apply for prior authorization of the BAK as long as they comply with the conditions set forth in the Circular.*" (MARQUARDT, Alexander. Securitization of french and german assets, *cit.,* p. 149).

[287]"*The BAK Circular defines ABS as "securities and certificates of indebtedness representing payment claims against a special purpose vehicle* (SVP – Zweckgesellschaft) *serving exclusively the purposes of the ABS transaction." The payment claims are backed by a pool of uncertified receivables (assets) which are transferred to the SPV as security, principally for the benefit of the holders of the ABS.*" (*Id. Ibid.,* p. 149).

[288]"*The functions of purchasing receivables and issuing securities to finance the respective purchase price can be performed effectively through a limited liability company under German law* ("Gesellschaft mit beschränkter Haftung" or GmbH). *The cost of establishing such a company is insignificant in relation to the overall expenses typically incurred in structuring of asset-based transactions.*" (IHLE, Gerhard-Christoph. Germany, *cit.,* p. 90).

3.4.6 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito americano

As teorias jurídicas desenvolvidas no âmbito dos sistemas jurídicos de *Common Law* pouco abordaram a noção de patrimônio separado, sobretudo quando não envolve a formação de uma personalidade jurídica distinta.[289] Na realidade, há uma extensa teorização sobre o destacamento patrimonial de um sujeito associada à formação de uma nova pessoa jurídica e à limitação da responsabilidade corporativa, tratando a separação patrimonial como a principal causa que leva a prática de negócios sob o *common law* a constituir novas pessoas jurídicas.[290]

De fato, por um lado, os sistemas de *common law* pouco foram influenciados pelos processos de codificação que circunstanciavam a elaboração da teoria subjetiva do patrimônio no início do século XIX, na medida em que a Inglaterra adotava um complexo sistema jurídico de direito comum, construído historicamente pela jurisprudência entre distintas jurisdições feudais que foram gradativamente sendo concentradas sob o poder régio britânico.[291] De outro, sustentava-se a ideia de que a separação patrimonial dava origem a uma nova personalidade jurídica, não permitindo espaço para as teorias germânicas que elucubravam a existência de patrimônios distintos de um mesmo titular e constituídos, sob a previsão legal, para uma finalidade previamente determinada.[292]

---

[289]"*American legal scholars nevertheless seem unwilling to conceive of an asset partitioning effect without the formation of a new legal entity.*" (ROJAS ELGUETA, Giacomo. Divergences and convergences of common law and civil law traditions on asset partitioning: a functional analysis. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Philadelphia, v. 12, n. 2, p. 523, 2010).

[290]"*In our view, this latter feature—the separation between the firm's bonding assets and the personal assets of the firm's owners and managers— is the core defining characteristic of a legal entity, and establishing this separation is the principal role that organizational law plays in the organization of enterprise.*" (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The essential role of organizational law. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 110, n. 3, p. 393, 2000).

[291]"O fortalecimento do governo régio, entretanto, acabou desautorizando a jurisdição feudal. Ao núcleo originário do *Common Law* (constituído pelo direito penal e pelo direito de propriedade) acrescentaram-se os contratos e a responsabilidade extracontratual (*torts*). Ambas as matérias penetraram o *Common Law* e ali se desenvolveram sob a influência dos conceitos romanísticos análogos, mas precisaram ser tortuosamente deduzidos do *Writ of Trespass*, o qual - remontando a uma época em que a responsabilidade penal ainda não se diferenciava da civil – no decorrer dos séculos se revelou uma "fértil mãe de ações" *("fertile mother of actions", Henry Maitland).*" (LOSANO, Mario G. *Os grandes sistemas jurídicos*: introdução aos sistemas jurídicos europeus e extra-europeus, *cit.,* p. 330).

[292]"*The possibility that a legal subject could operate as owners of multiple funds or patrimonies, which are committed to different groups of creditors, without necessarily forming a new legal entity, is, in a nutshell, what distinguishes the "asset independence" doctrine of civil law countries from the affirmative asset partitioning doctrine developed in the United States.*" (ROJAS ELGUETA, Giacomo. Divergences and convergences of common law and civil law traditions on asset partitioning: a functional analysis, *cit.,* p. 523).

A consequência prática da formação de uma nova personalidade jurídica para o patrimônio destacado é a limitação da responsabilidade. Ainda assim, tradicionalmente, a doutrina norte-americana tem abordado a limitação de responsabilidade mais sob a ótica de proteção do sócio em relação às obrigações da pessoa jurídica patrimonial do que a atribuição de uma finalidade.[293]

Anote-se, contudo, que a doutrina norte-americana tem reconhecido mais recentemente a constituição de pessoas jurídicas patrimoniais para o atingimento de determinadas finalidades estabelecidas contratualmente. A despeito da visão tradicional de abordar a limitação de responsabilidade como uma proteção do sócio, trabalhos desenvolvidos a partir de publicações de HANSMANN e KRAAKMAN passaram a considerar a formação de pessoas jurídicas sob função semelhante àquela dada aos patrimônios separados em países de *civil law*.

A doutrina de HANSMANN e KRAAKMAN foi pioneira em identificar que o papel essencial de todas as formas de pessoas jurídicas está em permitir modular, em maior ou em menor grau, a organização de interesses de credores, tal qual ocorre com a separação patrimonial. Assim, a constituição de pessoas jurídicas possibilita que sejam segregados ativos destinados a atividades de interesse, seja para operacionalizar a atividade, seja para oferecer substrato econômico para obter crédito para a realização da atividade. Em contraposição a essa função, a constituição de uma nova personalidade jurídica assegura que credores da nova pessoa jurídica não sejam capazes de alcançar o patrimônio de seu formador, da mesma forma que os credores do formador não alcançam o patrimônio da nova personalidade jurídica. Tratam-se, assim, dos efeitos de uma separação patrimonial.[294]

---

[293]"[…] *corporate literature has traditionally overlooked the affirmative side of asset partitioning.*" (ROJAS ELGUETA, Giacomo. Divergences and convergences of common law and civil law traditions on asset partitioning: a functional analysis, *cit.,* p. 520).

[294]"*We offer an answer to that question here. In essence, we argue that the essential role of all forms of organizational law is to provide for the creation of a pattern of creditors' rights — a form of "asset partitioning" — that could not practicably be established otherwise. One aspect of this asset partitioning is the delimitation of the extent to which creditors of an entity can have recourse against the personal assets of the owners or other beneficiaries of the entity. But this function of organizational law — which includes the limited liability that is a familiar characteristic of most corporate entities — is, we argue, of distinctly secondary importance. The truly essential aspect of asset partitioning is, in effect, the reverse of limited liability — namely, the shielding of the assets of the entity from claims of the creditors of the entity's owners or managers. This means that organizational law is much more important as property law than as contract law. Surprisingly, this crucial function of organizational law has rarely been the explicit focus of commentary or analysis.*" (HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The essential role of organizational law, *cit.,* p. 390).

Ocorre, contudo, que a formulação de instituto próprio do *common law*, do ponto de vista funcional, concorre com a noção de patrimônio separado: o *trust*. O *trust* pode ser definido como uma divisão de direito de propriedade entre um beneficiário que detém a faculdade de usufruir do *trust* e o direito de sequela de tê-lo para si em determinadas circunstâncias e um titular encarregado de administrar o patrimônio do beneficiário (o *trustee*).[295] Constitui-se a partir de um ato jurídico intencional de atribuir a terceiro a obrigação de administração de um patrimônio em favor de um beneficiário.[296]

De toda forma, ocorre no *trust* uma constituição de pessoa jurídica distinta do titular, o que, para fins jurídicos, não representa a possibilidade de separação patrimonial sob a mesma titularidade. Com efeito, anota GIACOMO ELGUETA que:

> *The use of trust law represents a boundary between common law and civil law traditions on affirmative asset partitioning and explains the differences in the evolution of this doctrine. The existence of the trust device facilitated the acceptance of the "asset independence" principle in the common law tradition. In the civil law countries, on the other hand, a complicated doctrinal debate was required in order to establish the practice of partitioning the same patrimony in multiple and separate pools of assets. Intuitively, it is easier to conceive of asset partitioning when it is achieved through transfer of assets to a different entity (e.g. the trust), than when it is accomplished within the same patrimony.*[297]

Dessa forma, a securitização nos Estados Unidos é praticada por meio da constituição de uma pessoa jurídica especificamente constituída para cada emissão, para a qual se transfere a propriedade dos ativos lastro da securitização. Há, portanto, uma nova personalidade jurídica constituída a cada nova emissão, para a qual se realiza a transferência de créditos e que emite os títulos de securitização, de forma a garantir a separação

---

[295]"A tese de que o "*trust*" se consubstancia em divisão de propriedade baseia-se no fato de que, como acima ressaltado, o "*trustee*" deteria a propriedade ou titularidade formal dos bens sob "*trust*" desde o início. Entretanto, em certa medida a propriedade ou titularidade também toca aos beneficiários, que são os únicos a derivarem vantagem dela, embora não possam administrá-la de ordinário. O caráter real dos direitos do beneficiário se comprova também pelo direito de seqüela que tem sobre os bens do "*trust*" quando indevidamente alienados pelo "*trustee*" a terceiro adquirente a título gratuito, ou desprovido de boa-fé real ou presumida. Nesse caso, como já ressaltado, o adquirente deverá deter a propriedade ou titularidade adquirida como "*trustee*" do beneficiário original." (SALOMÃO NETO, Eduardo. *O* trust *e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996. p. 63).

[296]"A constituição de um "*trust*", nas várias jurisdições em que é aceito o instituto, depende basicamente do concurso de três elementos: a intenção, o objeto e os beneficiários, podendo um ou outro deles, entretanto, não se fazer presente em determinadas espécies de "*trust*"." (*Id. Ibid.,* p. 25).

[297]ROJAS ELGUETA, Giacomo. Divergences and convergences of common law and civil law traditions on asset partitioning: a functional analysis, *cit.,* p. 532.

patrimonial dos créditos securitizados em relação aos seus originadores e ao lastro de outras emissões.[298]

Não há nos Estados Unidos, portanto, a separação patrimonial sob uma mesma pessoa jurídica que realiza diversas emissões de diferentes cedentes. Este papel, por sua vez, é cumprido de forma semelhante por sociedades de propósito específico constituídas especificamente para cada operação de securitização, que por sua vez emitem valores mobiliários cujo pagamento é vinculado a uma carteira de recebíveis específica adquirida ou a ser adquirida pela sociedade de propósito específico.

3.4.7 O patrimônio de afetação e o patrimônio separado no direito argentino

A securitização desenvolveu-se na Argentina a partir da promulgação, em 1995, da Lei nº 24.441 (Lei de Fideicomisso). Até então, eram raras as operações de securitização que se estruturavam a partir do instituto de negócio fiduciário previsto no Código Civil Argentino.[299] A Lei de Fideicomisso argentina foi particularmente inovadora ao instituir um modelo de alienação de ativos baseado em negócio fiduciário, apesar de tratar-se de um regime de *civil law*: o fideicomisso.[300]

Ao constituir um fideicomisso, o titular de determinados bens transfere-os a um fiduciário, que passa a detê-los em regime fiduciário, separadamente do restante de seu

---

[298]"*In a typical asset securitization transaction, a corporation (the originator) transfers some of its assets (normally the receivables) to a distinct legal entity (the special purpose vehicle or SPV) that is either a new corporation or trust. The SPV issues securities backed by the receivables and uses the raised capital to pay the originator the price of the receivables.*" (ROJAS ELGUETA, Giacomo. Divergences and convergences of common law and civil law traditions on asset partitioning: a functional analysis, *cit.,* p. 539).

[299]"*While securitization is still a relatively new technique in Argentina, following the introduction of appropriate specific legislation in early 1995, a growing market has begun to develop. Securitization had played almost no role before 1993, acquired a small role before the introduction in early 1995 of Law number 24,441 (the Trust Law) and has been boosted ever since. Prior to 1995, the Argentine Civil Code included a provision on fiduciary property which was sometimes used for security trusts but was deemed insufficient for securitization.*" (SILVA JR., Roberto E. Securitization: an Argentine perspective. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 37).

[300]"*Until recently, Latin American countries had few trust laws, the notable exceptions being Mexico, Venezuela and Colombia. The institutions of trusts, although originating in Roman law (*Fiducia cum creditore contracta *and* fiducia cum amicum contracta*), has been mainly developed by Anglo-Saxon jurisdictions. The Trust Law has not adopted the concepts of holders of record and beneficial ownership (which are typical of Anglo-Saxon jurisdiction), thereby dividing ownership under the Common Law and equity. Rather, a settlor transfers to a trustee property in trust for the benefit of the beneficiaries of such trust and subject to a condition or a term and such property constitutes an estate separate from the general estate of both the settlor and the trustee.*" (*Id. Ibid.,* p. 39).

patrimônio[301], devendo mantê-los para o benefício de terceiros previamente determinados, os beneficiários.[302-303] Assim, quando os bens dados sob fideicomisso, o fiduciário torna-se obrigado a administrar os bens em favor de determinados beneficiários indicados pelo instituidor do fideicomisso, como também a destiná-los a uma afetação previamente determinada.[304]

Em contrapartida, os credores do fiduciário ou do instituidor do fideicomisso não têm qualquer pretensão sobre os ativos em fideicomisso, salvo se as dívidas decorrerem em função do próprio patrimônio separado.[305] Casos reais de insolvência de instituições financeiras já demonstraram que, na hipótese de insolvência do fiduciário ou do instituidor do fideicomisso, os patrimônios sob fideicomisso permanecem destinados à sua afetação em favor de seus respectivos beneficiários.[306-307]

Trata-se, portanto, de um patrimônio separado sob a mesma titularidade do fiduciário, constituído sob a previsão da lei, em contraposição ao patrimônio geral atribuído

---

[301]"*The creation of a trust results in the existence of a "trust estate" or "trust property". It is an estate separate from the estates of the parties to the trust.*" (CASTRO SAMMARTINO, Mario E. Securitization in Argentina: trusts as a legal vehicle. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds*.). International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 68).

[302]"*The Trust Law governs broad aspects of asset-backed transactions including, among others, the creation of trusts and the issuance of securities by financial trustees. Regardless of the type of trust to be established, whether ordinary or financial, certain aspects of all trusts are governed uniformly by the Trust Law. Specifically, a trust will be formed on the transfer of ownership in trust of certain assets by a settlor* (fiduciante) *to another party, that is, a trustee* (fiduciario)*, who undertakes to exercise the rights therein for the benefit of a third party of parties, that is, the beneficiaries* (beneficiarios)*, and who further undertakes to transfer the trust property or assets, on the expiration of the trust, to the parties specified in the agreements creating the relevant trust, that is, the residual beneficiary* (fideicomisario)." (SILVA JR., Roberto E. Securitization: an Argentine perspective, *cit.,* p. 43).

[303]"*A trust is created when a person, the settlor, conveys the title to certain property to another person, the trustee, in order to perform an arrangement or certain instructions. Therefore, once such an arrangement or instructions have been duly complied with, or once a specific period of time has elapsed, such trust property is subsequently disposed of for any legal purpose.*" (CASTRO SAMMARTINO, Mario E. Securitization in Argentina: trusts as a legal vehicle, *cit.,* p. 65-66).

[304]"[…] *the trust is a confidence reposed in one person whereby property (both tangible property and intangible assets – credits or interests) is transferred with the intention of performing a specific purpose.*" (*Id. Ibid.,* p. 67).

[305]"*The trustee does not use his assets to satisfy obligations arising out of the trust's execution – such obligations shall only be satisfied using the assets of the trust*" (*Id. Ibid.,* p. 68).

[306]"*To date, only two financial institutions that had securitized assets have become insolvent. In both cases, the trusts used for such securitizations have proved to be bankruptcy remote. Further, the issue of notifications has not been discussed in such bankruptcies. Lastly, such fraudulent conveyance is not limited to bankruptcy and could occur in a non-insolvency scenario.*" (SILVA JR., Roberto E. Securitization: an Argentine perspective, *cit.,* p. 50-51).

[307]"*Trust property is safeguarded from any legal proceedings brought by the trustee's or the settlor's creditors, except in the event of fraud on the part of the settlor*" (CASTRO SAMMARTINO, Mario E. Securitization in Argentina: trusts as a legal vehicle, *cit.,* p. 68).

a uma personalidade jurídica.[308] É, assim, uma genuína aplicação da teoria objetiva do patrimônio.

Uma peculiaridade interessante do modelo argentino é que se pode instituir fideicomisso sobre qualquer espécie de ativo. Assim, diferentemente do que ocorre em outros países e no Brasil, o fideicomisso pode ser utilizado para a securitização de direitos creditórios de quaisquer setores econômicos, para além do setor imobiliário.[309]

Outro ponto de destaque é a ausência da constituição de um veículo de propósito específico para cada operação de securitização. Na medida em que o fideicomisso institui patrimônio separado, é possível que uma única entidade atue como fiduciária em várias operações sem que se confundam os seus lastros entre si.[310]

3.5. O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO NO ORDENAMENTO JURÍDICO BRASILEIRO

Na Lei nº 3.071, de 1º de janeiro de 1916 (Código Civil de 1916)[311], podemos notar opção do legislador pela adoção da teoria clássica ou subjetiva de patrimônio, adotada inicialmente por AUBRY e RAU, ao considerar o patrimônio uma universalidade de direito composta por ativo e passivo.[312] A opção do legislador pela teoria subjetiva permaneceu no Código Civil de 2002, que manteve a unidade abstrata do patrimônio como desdobramento

---

[308]"*Civil Law typically supports the principle that every person has only one estate. Pursuant to the Trust Law, any person may have, in addition to his general estate, several fiduciary estates as trustee for such property. While his general estate is administered in his own interests, the trust estate is administered in the interest of its beneficiaries. As a matter of law, the general estate may not be commingled with any fiduciary estate.*" (SILVA JR., Roberto E. Securitization: an Argentine perspective, *cit.*, p. 39).

[309]"*Unlike other countries, Argentina has a general Trust Law, that is, there is no specific securitization legislation for specific types of assets, such as mortgages, as in Spain and France.*" (*Id. Ibid.,* p. 39).

[310]"*One notable difference with international securitization has been the absence of a special purpose vehicle (SPV) as an acquiror of the assets, holders thereof for the benefit of the holders of the securities and issuer of the relevant securities. In Argentine securitization, the trust, acting through the trustee as owner of such fiduciary estate, acquires the assets and issued the securities.*" (*Id. Ibid.,* p. 43).

[311]Artigo 57 da Lei 3.071/16 (Código Civil de 1916): "Art. 57. O patrimônio e a herança constituem coisas universais, ou universalidade, e como tais subsistem, embora não constem de objetos materiais."

[312]Conforme afirmou CLÓVIS BEVILACQUA, redator do anteprojeto que resultou no Código Civil de 1916: "Parece melhor fundamentada a opinião dos que o consideram [o patrimônio] o complexo das relações jurídicas de uma pessoa, que tiverem valor econômico. Assim, compreende-se no patrimônio tanto o elemento ativo quanto os passivos, isto é, os direitos de ordem privada economicamente apreciável e as dívidas." (BEVILACQUA, Clóvis. *Teoria geral do direito civil, cit.,* p. 227-228).

da pessoa de seu titular.[313] Apesar da forte influência do direito francês e do direito alemão, o Código Civil de 2002 não trouxe modificações significativas em relação ao patrimônio, mantendo a aplicação da teoria subjetiva.[314]

Desse modo, sob a ótica da codificação civil brasileira, o patrimônio consiste em uma universalidade de direitos, atrelada a uma personalidade jurídica, composta por seus bens, direitos e obrigações de valor econômico.[315] Merecem ressalvas, porém, determinadas disposições do próprio Código Civil de 2002[316] que tratam, como patrimônio separado, a herança jacente, o espólio sob falência póstuma, a comunhão matrimonial de bens e o dote.[317]

Vale considerar, contudo, que a adoção da teoria subjetiva do patrimônio pela codificação civil brasileira caracteriza a implementação de um regime geral de tratamento jurídico do patrimônio, o que não impede a lei de dispor sobre exceções na forma de regimes especiais segundo a teoria objetiva, nos termos do artigo 2º, § 2º, do Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942, conforme alterado.[318] Por outro lado, não há como se falar que o Código Civil de 2002 tenha revogado leis especiais anteriores, como não podem revogá-lo as leis especiais posteriores – trata-se de uma relação de exceção.

Com efeito, havendo conflito entre uma norma superior e geral com outra inferior e especial, as disposições de cada não se conflitam entre si, complementando-se uma à outra

---

[313]"A unidade abstrata do patrimônio é fundada na teoria clássica, adotada pelo legislador brasileiro de 1916 e reproduzida pelo Código de 2002, em sua ligação necessária com a pessoa, por ser atributo ou projeção da personalidade." (FACHIN, Luiz Edson. *Estatuto jurídico do patrimônio mínimo, cit.,* p. 39-40.

[314]FRADERA, Véra Maria Jacob de. La partie générale du Code Civil brésilien. *In:* WALD, Arnoldo; JAUFFRET-SPINOSI, Camille (Org.). *Le droit brésilien hier, aujourd'hui et demain*. Paris: Société de Législation Comparée. 2005. p. 206.

[315]"A idéia predominante no conceito de patrimônio, seja qual for a concepção adotada, é a de massa de responsabilidade. O nosso código civil, não obstante fundar toda a teoria das obrigações no princípio da responsabilidade patrimonial, não o enunciou de maneira expressa. Mas toda a doutrina moderna aceita o princípio de que o devedor responde com todos os seus bens presentes e futuros, pelo cumprimento de suas obrigações." (BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial, cit.,* p. 51).

[316]Vale ressaltar que não serão objeto de estudo no presente trabalho as hipóteses de separação patrimonial previstas no Código Civil, quais sejam: (i) bens particulares do cônjuge; (ii) herança; (iii) sociedades; (iv) patrimônio dos ausentes; (v) fideicomisso; (vi) bem de família; dentre outros.

[317]"Em casos como o da falência póstuma (lei de falências, art. 3º, I, e art. 4º, § 2º), há a separação da parte do espólio do devedor falecido atingida pela falência, dos patrimônios dos seus herdeiros; os credores daquele têm o direito de se pagar de preferência aos credores do herdeiro sobre o patrimônio do "de cujus" (art. 1.799 do código civil). Outras figuras existem de patrimônios especiais ou separados, que a lei, para determinados fins, trata como massas distintas dos respectivos elementos, considerando-as como unidades submetidas a um regramento particular, tais como o dote (art. 262); o patrimônio do ausente (arts. 463 e segs.); a herança jacente (art. 1.591) etc." (BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial, cit.,* p. 53).

[318]Artigo 2º, § 2º, do Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942, conforme alterado: *"*§ 2º A lei nova, que estabeleça disposições gerais ou especiais a par das já existentes, não revoga nem modifica a lei anterior."

no âmbito de suas esferas de aplicabilidade. A disposição especial não exclui a vigência das normas gerais, mas apenas trata distintamente o caso especificado.[319]

É, nesse sentido, o que ocorre com a afetação e separação patrimonial das garantias e dos recebíveis-lastro das securitizações de recebíveis imobiliários e do agronegócio, nos termos da Lei 9.514/97 e da Lei 11.076/04, bem como de outras legislações voltadas para a disciplina do mercado de capitais e da atividade de crédito. Note-se, porém, que, como a afetação patrimonial importa em exceção ao princípio previsto no Código Civil de 2002, de que o devedor responde com todos os seus bens pelas dívidas contraídas, a criação de patrimônios de afetação depende de autorização legal.[320]

A formação de patrimônios especiais decorre de finalidades especificamente tuteladas em lei. Assim, esquiva-se do uso indevido e da desfuncionalização da separação patrimonial para intenções fraudulentas de devedores em relação a seus credores. Advém da legislação, portanto, as próprias condições de afetação patrimonial, os limites e as finalidades da separação patrimonial.

Nas palavras de Melhim Namem Chalhub:

> Importa registrar, por relevante, que a formação de patrimônios especiais, visando a consecução de determinadas finalidades, deve ser autorizada por lei, devendo o regime legal específico que disciplinar a segregação patrimonial estabelecer as condições da afetação, os limites e a forma de consecução das finalidades para as quais há de se operar a segregação. A necessidade de autorização legal se explica por que a separação patrimonial relativiza o princípio segundo a qual o patrimônio constitui garantia geral dos credores e, ainda, o princípio da livre utilização do patrimônio por parte do seu titular. De fato, a permissão legal para formação de patrimônios especiais faculta ao sujeito segregar ou excluir certos bens de seu patrimônio e dar-lhes destinação determinada, exclusiva; tal faculdade, se não disciplinada por regime legal especial e cercada de cautelas especiais, pode dar ensejo a fraude, daí a necessidade de intervenção legislativa, pela qual se estabeleça um regime especial de garantia a que a massa desse patrimônio estiver vinculada, com rigorosa limitação dos poderes atribuídos ao seu titular, condicionado o exercício

---

[319]"Havendo conflito entre norma superior-geral e inferior-especial, normalmente se chegará à conclusão de que cada uma regerá sua órbita própria (geral e especial), sem a eliminação de uma delas do sistema. O mesmo acontecendo se o conflito for entre norma superior-especial e inferior-geral. Esse é o sentido do art. 2º, § 2º, da LINDB." (GRAMSTRUP, Erik Frederico. Comentários aos artigos de Teoria Geral do Direito da LINDB. *In:* RAMOS, André de Carvalho; GRAMSTRUP, Erik Frederico. *Comentários à Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro – LINDB*. São Paulo: Saraiva, 2016. p. 40).

[320]GONDINHO, André Pinto da Rocha Osorio. *Direitos reais e autonomia da vontade*: o princípio da tipicidade dos direitos reais. Rio de Janeiro: Renovar, 2001; e FACHIN, Luiz Edson. O estatuto civil da clausura real. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, ano 32, n. 128, p. 163, out./dez. 1995. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/176373/000502640.pdf?sequence=1>. Acesso em: 25 jun. 2019.

> desses poderes ao cumprimento da finalidade para o qual tiver sido constituído o patrimônio separado.[321]

Dessa mesma forma, veja-se também o entendimento do Superior Tribunal de Justiça, no sentido de que a formação de patrimônios de afetação deve ser prescrita por lei:

> RECURSO ESPECIAL. FALÊNCIA. PEDIDO DE RESTITUIÇÃO. ART. 119, INCISO IX, DA LEI 11.101/2005. CONTRATO DE 'TRUST'. AUSÊNCIA DE PREVISÃO LEGAL. CONTA CORRENTE BANCÁRIA. ARRECADAÇÃO DE SALDO PELA MASSA FALIDA. CABIMENTO. INAPLICABILIDADE DA SÚMULA 417/STF. SUCUMBÊNCIA. 1. Controvérsia acerca da possibilidade de restituição de quantia em dinheiro que se encontrava depositada em conta corrente do banco falido, em razão de contrato de '*trust*'. 2. Necessidade de previsão legal específica para se estabelecer patrimônios de afetação. Doutrina sobre o tema. 3. Ausência de amparo legal para atribuição de efeitos reais ao contrato de '*trust*' no ordenamento jurídico brasileiro. 4. Inaplicabilidade do art. 119, inciso IX, da Lei 11.101/2005. 5. Validade da arrecadação do saldo em conta corrente em favor da massa falida do banco depositário, não obstante a condição de '*trustee*'. 6. Inaplicabilidade ao caso da Súmula 417/STF, segundo a qual: "pode ser objeto de restituição, na falência, dinheiro em poder do falido, recebido em nome de outrem, ou do qual, por lei ou contrato, não tivesse ele a disponibilidade". Julgados desta Corte Superior. 7. Inocorrência de sucumbência recíproca, tendo em vista a total improcedência do pedido de restituição, não obstante a majoração, de ofício, do valor do crédito inscrito no quadro geral de credores. 8. RECURSO ESPECIAL DESPROVIDO.[322]

A lei que autoriza a afetação patrimonial excepciona tanto o princípio de que o patrimônio constitui garantia geral dos credores quanto o princípio de livre utilização do patrimônio pelo seu titular e por ser exceção a tais princípios, a formação do patrimônio de afetação submete-se às mesmas restrições acerca da alienação de bens, sendo, portanto, ineficaz e sem efeitos se praticada em fraude à execução, ou anulável, se praticada em fraude contra credores. Nesse sentido, para a plena eficácia da formação dos patrimônios de afetação, faz-se necessária a publicidade de tal ato, mediante sistema de registro, para que seja oponível perante terceiros, devendo a lei prever expressamente os meios de publicidade de acordo com os sistemas de registro competentes.

Veja-se, assim, que ambas as teorias sobre o patrimônio, a despeito de aparentarem opostas e incongruentes entre si, podem coexistir num mesmo ordenamento jurídico e até

---

[321]CHALHUB, Melhim Namem. *Da incorporação imobiliária, cit.,* p. 85.

[322]BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. *Recurso Especial nº 1.438.142/SP, julgado em 15 de maio de 2018*. Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino.

mesmo permitem o desenvolvimento de situações intermediárias entre o patrimônio único vinculado à personalidade do titular e o patrimônio separado afetado a determinada finalidade.[323] A partir desse raciocínio, é possível constatar que "a demarcação de concepções fundamentais constitui um esforço de abstração, necessariamente com alguma coisa de artificial, pois que na realidade as doutrinas se interpenetram e se esbatem por forma que as fronteiras das próprias concepções se diluem e desaparecem até."[324]

Nessa esteira, diante do aparente conflito normativo estabelecido entre o disposto no Código Civil de 2002 (teoria clássica ou subjetiva) e a legislação específica que criou mecanismos de afetação de patrimônio (teoria realista ou objetiva), alguns autores optaram por defender uma posição mista, conciliando as duas teorias. Assim, a destinação e proteção de determinados bens para finalidades específicas não seria incongruente com o fato de esses ativos ainda integrarem o patrimônio geral de seu titular, a despeito da sua destinação especial. Reafirma-se, desse modo, a ideia de que existiria um único patrimônio necessariamente atrelado à personalidade do seu titular.[325]

Há, porém, relevante segmento doutrinário que refuta a correlação necessária entre a noção de patrimônio e a personalidade de seu titular. Mesmo o patrimônio sendo uma universalidade de direito, o fator formador desse conjunto pode também ser, para além da titularidade comum de bens, uma afetação para uma finalidade comum, de modo que um único titular possa ter dois ou mais patrimônios para destinações distintas. Essa doutrina questiona, portanto, o tratamento uno, indivisível e inseparável do patrimônio constituído a partir da personalidade jurídica.[326]

Por outro lado, os patrimônios especiais formados por uma afetação de finalidade não perdem as características usualmente descritivas do patrimônio geral de uma personalidade. Assim como ocorre com o patrimônio concebido pela teoria subjetiva, o patrimônio especial conserva (i) o caráter de universalidade de direito, (ii) a composição de situações jurídicas subjetivas ativas apreciáveis pecuniariamente, (iii) a formação de um objeto de direito autônomo sobre os bens que o compõe, (iv) a elasticidade de seu conteúdo,

---

[323]"A aceitação das idéias de que a noção de patrimônio tem suporte a personalidade, e de que o patrimônio reveste o caráter de uma universalidade de direito, não implica necessariamente o reconhecimento, em sua rigidez, dos princípios que decorrem das doutrinas extremadas da personalidade." (BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial, cit.,* p. 52).

[324]CUNHA, Paulo A. V. *Do património*: estudo de direito privado. Lisboa: Minerva, 1934. v. 1, p. 61.

[325]AMARAL, Francisco. *Direito civil*: introdução. 7. ed. rev., mod. e aum. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 339-340.

[326]BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial, cit.,* p. 52-53.

mantendo a sua formação independente da variação de composição ou de valor dos bens que o integram, (v) o requisito de formação sobre bens e direitos existentes, não podendo formar-se caso não existam situações jurídicas subjetivas ativas, (vi) a incapacidade de envolver direitos da personalidade e outros direitos indisponíveis, (vii) o exercício dos direitos que lhe são próprios pelo titular das situações jurídicas subjetivas que o compõem, e (viii) a distinção da sua composição de entorno de um critério jurídico subjetivo (a personalidade e/ou a finalidade), não se confundindo com a esfera jurídica como um todo.[327]

Assim, não foram poucas as tentativas de incorporação ao ordenamento jurídico brasileiro de estruturas jurídicas de afetação patrimonial. Nesse sentido, considerem-se o Projeto de Lei nº 3.362, de 1957, que visava instituir o fideicomisso *inter vivos*[328]; o Projeto de Lei nº 3.264, de 1965, que visava estabelecer o Código de Obrigações, abrangendo o tratamento do Contrato de Fidúcia[329]; o Anteprojeto de Código Civil apresentado em 31 de março de 1963 pelo Professor Orlando Gomes, que previa a possibilidade de afetação

---

[327]OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio separado*: herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, *trust*, *cit.,* p. 227-228.

[328]BRASIL. *Projeto de Lei 3362/1957*. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=212029>. Acesso em: 21 ago. 2019.

[329]"Capítulo XVIII. FIDÚCIA. Art. 672. Pelo contrato de fidúcia uma das partes, recebendo da outra bens móveis ou imóveis, assume o encargo de administrá-los em proveito do instituidor ou de terceiro, tendo, porém, a livre disposição dos mesmos, sem prejuízo do direito do beneficiário. Art. 673 A fidúcia requer uma forma escrita e pode ser constituída sobre bens e direitos presentes ou futuros, com caráter revogável ou irrevogável. Art. 674. Na fidúcia sobre bem imóvel é da substância do ato escritura pública, levada ao Registro respectivo, devendo ser inscritas as limitações ao poder de alienar ou gravar impostas ao fiduciário. § 1º Com o registro da fidúcia o bem imóvel transferido ao fiduciário constitui propriedade resolúvel. § 2º Falecido o fiduciário ou afastado da fidúcia por qualquer motivo, o imóvel inscrito em seu nome passará ao do seu substituto. Art. 675 Os bens objeto da fidúcia constituem patrimônio separado e serão administrados de acordo com as instruções prescritas pelo instituidor e, na falta destas, com a diligência do homem de negócios legal e honesto. Art. 676. Cumpre ao fiduciário sub-rogar sempre em outros os bens que alienar no interesse da administração, e pagar pontualmente os rendimentos ou lucros ao beneficiário. Art. 677. Responde o fiduciário pelos prejuízos que causar por negligência ou por administração temerária, e sendo mais de um, respondem todos solidariamente. Art. 678. Será destituído pelo juiz o fiduciário que faltar aos seus deveres ou se incompatibilizar para a fidúcia quando tiver ou defender interesses opostos aos da administração ou do beneficiário. Art. 679. Não mencionando o contrato quem deva substituir o fiduciário no caso de morte, incapacidade, renúncia, destituição ou impedimento, cabe ao juiz a designação, se o instituidor ou quem o suceder não o fizer. Art. 680. Entende-se remunerada a administração do fiduciário, devendo o juiz fixar percentagem sobre os rendimentos ou lucros produzidos, na ausência de cláusula expressa. Art. 681. As instituições financeiras poderão manter, mediante autorização do órgão competente do governo federal, serviço de administração de bens mediante contrato de fidúcia. Art. 682. Extingue-se a fidúcia: a) pela revogação, quando prevista expressamente; b) pelo vencimento do prazo ajustado, quando não for vitalícia; c) pela renúncia ou morte do beneficiário, sem sucessor indicado pelo instituidor. Art. 683. Extinta a fidúcia os bens revertem de pleno direito ao instituidor ou seus sucessores, salvo de o contrato houver disposto, para a hipótese, a consolidação da propriedade no patrimônio do beneficiário." (grifo nosso) BRASIL. *Projeto de Lei 3264/1965*. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=211142>. Acesso em: 21 ago. 2019.

patrimonial[330]; o Anteprojeto de Código Civil de 1964, apresentado pelo Professor Alfredo Buzaid, que manteve a possibilidade de afetação patrimonial, com poucos ajustes à proposta anterior[331]; o Projeto de Lei nº 4.809 de 1998, que também buscou introduzir o contrato de fidúcia[332]; e o Projeto de Lei nº 487 de 2013, que visa reformar o Código Comercial e introduzir o exercício da empresa em regime fiduciário ao empresário individual e o contrato fiduciário.[333]

---

[330]"Seção VI. Das coisas singulares e coletivas. Art. 348 – Patrimônio separado – Do patrimônio de uma pessoa pode ser separado um conjunto de bens ou direitos vinculados a um fim determinado, seja por mandamento legal, seja por destinação do titular." BRASIL. *Anteprojeto de Código Civil de 31 de março de 1963*. Apresentado pelo Professor Orlando Gomes. Disponível em: <http://bd.camara.gov.br/bd/handle/bdcamara/12916>. Acesso em: 21 ago. 2019.

[331]"Livro III. Do direito das coisas. Título I. Dos Bens. Capítulo I. Das espécies de bens. Art. 332 - Patrimônio separado – Do patrimônio pode ser separado um conjunto de bens ou direitos vinculados a fim determinado, assim por mandamento legal como por destinação do titular." BRASIL. *Anteprojeto de Código Civil de 1964*. Apresentado pelo Professor Alfredo Buzaid. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/177246>. Acesso em: 21 ago. 2019.

[332]"Art. 4º Os bens e direitos objeto da fidúcia manter-se-ão apartados do ativo do fiduciário e do fiduciante e constituem patrimônio autônomo, afetado a finalidade determinada no título de constituição da fidúcia, não respondendo pelas dívidas pessoais do fiduciário ou do fiduciante, salvo, quanto as do fiduciante, nos casos de fraude. § 1º O fiduciário poderá dispor ou gravar os bens dados em fidúcia, nas condições e para os fins previstos no contrato de fidúcia. § 2º O fiduciário deverá diligenciar para que os bens objeto da fidúcia não se comuniquem, nem se confundam, com os bens e direitos do seu patrimônio ou de outros patrimônios sob sua administração. § 3º As obrigações inerentes ao patrimônio fiduciário serão satisfeitas exclusivamente com os frutos e rendimentos por ele produzidos, ou com o produto da alienação dos bens ou direitos dele integrantes, procedendo-se, em caso de insuficiência, nos termos que dispuser o contrato de fidúcia." BRASIL. *Projeto de Lei 4809/1998*. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=21148>. Acesso em: 21 ago. 2019.

[333]"Capítulo IV – Do exercício da empresa em regime fiduciário. Art. 80. O empresário individual poderá, mediante declaração feita ao se inscrever no Registro Público de Empresas, exercer sua atividade em regime fiduciário. Art. 81. Decorre da declaração de exercício da empresa em regime fiduciário a constituição de patrimônio separado, com os ativos e passivos relacionados diretamente à atividade empresarial. Art. 82. Ao patrimônio separado pode o empresário individual transferir dinheiro, crédito de que seja titular ou bem de seu patrimônio geral, a título de "capital investido" na empresa. Art. 83. O empresário individual que explora a empresa em regime fiduciário é obrigado ao levantamento de demonstrações contábeis anuais, em cujo balanço patrimonial devem ser relacionados unicamente os elementos do patrimônio separado. Parágrafo único. Para o regime fiduciário produzir efeitos perante terceiros, o empresário deve arquivar no Registro Público de Empresas: I – balanço inicial, assinado por ele e pelo profissional contábil habilitado que o tiver elaborado; e II – as demonstrações contábeis a que está obrigado. Art. 84. O resultado líquido da atividade empresarial, apurado anualmente, pode ser, no todo ou em parte, transferido pelo empresário ao patrimônio geral, segundo o apropriado na demonstração de resultado do exercício. Parágrafo único. Podem ser feitas antecipações em periodicidade inferior à anual, demonstradas em balancete de resultado levantado na data da transferência e arquivado no Registro Público de Empresas. Art. 85. Na execução judicial contra o empresário individual que explora a empresa em regime fiduciário, em se tratando de obrigação relacionada à atividade empresarial, só podem ser penhorados e expropriados os bens do patrimônio separado. Parágrafo único. Os bens do patrimônio separado não podem ser judicialmente penhorados e expropriados para a satisfação de obrigação passiva componente do patrimônio geral do empresário individual, senão depois de exauridos os bens deste. [...]"

"Capítulo VII – Do contrato fiduciário. Seção III – Do patrimônio fiduciário Art. 544. Os bens e direitos transferidos formam um patrimônio autônomo, segregado do patrimônio geral do administrador, com contabilidade própria e registro específico no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do Ministério da Fazenda, denominado patrimônio fiduciário. Art. 545. Os frutos e rendimentos dos bens e direitos transferidos ao patrimônio fiduciário serão integrados a este, salvo se diferentemente dispuser o contrato fiduciário. Art. 546. Os bens e direitos integrantes do patrimônio fiduciário não podem ser objeto de penhora,

De toda forma, diversas disposições legais passaram a tratar da afetação do patrimônio como propriedade fiduciária para fins de garantia e administração, a citar como exemplos: a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (Lei 4.728/65), seus artigos 49 e 50, acerca dos fundos de investimento, constituindo patrimônio separado do patrimônio da administradora, e no seu artigo 66, acerca da alienação fiduciária de bens móveis em garantia; o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, o qual deu nova redação ao artigo 66 da Lei nº 4.728/65; a Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965; e o Decreto-Lei nº 70, de 21 de novembro de 1966, que dispôs sobre a cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes da alienação de imóveis; a Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993 (Lei 8.668/93), ao instituir a propriedade fiduciária aos fundos de investimento imobiliário; e a própria Lei 9.514/97, ao introduzir a alienação fiduciária de imóveis, o patrimônio separado das companhias securitizadoras e a cessão fiduciária de direitos creditórios. Cabe notar que a previsão especial da afetação patrimonial e do regime fiduciário no direito positivo brasileiro adveio em meio a iniciativas legislativas voltadas à promoção e ao desenvolvimento do mercado de capitais e de crédito.[334]

A Lei 4.728/65, ao introduzir os fundos de investimento no direito brasileiro, estabelece sua constituição na forma de condomínios de recursos, porém sem detalhar como se dá a caracterização de seu patrimônio e a sua titularidade, atribuindo a competência ao CMN para regulamentar a atividade. Na regulamentação posterior, o CMN detalhou os procedimentos de segregação do patrimônio dos fundos.[335]

---

arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição por dívida do administrador ou do instituidor. Art. 547. Os bens e direitos integrantes do patrimônio fiduciário não são alcançados pelos regimes de intervenção, liquidação extrajudicial, administração especial temporária ou qualquer outro regime de quebra e concurso de credores a que venha estar sujeito o administrador ou o instituidor. Art. 548. Verificado o término do prazo, atingido, antes disto, o propósito do negócio fiduciário ou implementadas as condições ajustadas, o patrimônio fiduciário terá a destinação prevista no contrato. Parágrafo único. Em caso de omissão do contrato, o patrimônio fiduciário será transferido ao instituidor ou seus sucessores*"*. BRASIL. *Projeto de Lei 487/2013*. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/115437>. Acesso em: 21 ago. 2019.

[334]"De fato, essa legislação introduziu no direito positivo brasileiro a noção de propriedade fiduciária e do patrimônio de afetação, de uma parte com vistas à estruturação do mercado de capitais, e, de outra parte, como garantia de crédito." (CHALHUB, Melhim Namem. *Trust*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. p. 144).

[335]"Efetivamente, muito embora a Lei nº 4.728/65, como se disse, não seja explícita quanto à segregação do patrimônio dos fundos, sua estruturação e sua dinâmica conformam-se exatamente a esses princípios: no fundo de investimento de ações, por exemplo, o investidor entrega numerário à empresa administradora do fundo para que esta negocie ações em proveito dele, investidor, comprando-as e com elas constituindo um patrimônio especial, de afetação, que não se confunde com o patrimônio da instituição, ficando esta investida de poder de disposição sobre a *res* que constitui esse patrimônio, isto é, o conjunto de ações, podendo comprá-las e vendê-las para adequar a carteira do fundo à dinâmica do mercado, sem necessidade de consulta ao investidor, mas ressalvado que seu poder de disposição é limitado, porque contingenciado pela afetação da massa patrimonial formada pelo conjunto de ações." (CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 93).

A partir de 1993, com o advento da Lei 8.668/93, entraram em vigor dispositivos legais que autorizavam a criação de patrimônios de afetação, o que representou uma incongruência com a disciplina estabelecida no Código Civil de 1916 e também no Código Civil de 2002, nos quais o patrimônio seria uno e indivisível.[336]

A Lei 8.668/93, por meio de seu artigo 6º, estabeleceu que os bens e direitos que compõem o patrimônio do fundo serão adquiridos pela administradora, em caráter fiduciário[337], o que permite aos investidores do fundo de investimento a outorga de gestão dos seus investimentos à administradora, que afeta referido patrimônio e promove a administração apartada de referido patrimônio em favor dos quotistas, sem comunicação ou vinculação com o patrimônio geral da administradora.[338]

No Brasil, a introdução da teoria objetiva ou realista, mediante a criação dos patrimônios de afetação, ocorreu sem os cuidados necessários para compatibilizá-la com a legislação vigente. São empregados diferentes termos para o *Zweckvermögen* no direito brasileiro, como: "patrimônio de afetação", "patrimônio separado", "patrimônio segregado", "patrimônio apartado" e "patrimônio especial" o que poderia causar equívocos, uma vez que todos esses termos representam, na verdade, patrimônios de afetação.

Daí, parece precisa a definição de patrimônio de afetação – ou separado, apartado, segregado, especial – como toda e qualquer universalidade de direito, composta por situações jurídicas subjetivas ativas, apreciáveis pecuniariamente, destinada à realização de determinado escopo. A separação patrimonial, portanto, implica a afetação de um

---

[336]"A unidade abstrata do patrimônio é fundada na teoria clássica, adotada pelo legislador brasileiro de 1916 e reproduzida pelo Código de 2002, em sua ligação necessária com a pessoa, por ser atributo ou projeção da personalidade" (FACHIN, Luiz Edson. *Estatuto jurídico do patrimônio mínimo, cit.,* p. 39-40).

[337]Artigo 6º da Lei 8668/93: "Art. 6º O patrimônio do Fundo será constituído pelos bens e direitos adquiridos pela instituição administradora, em caráter fiduciário."

[338]Artigo 7º da Lei 8668/93: "Art. 7º Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições: I - não integrem o ativo da administradora; II - não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora; III - não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial; IV - não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora; V - não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser; VI - não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis. § 1 No título aquisitivo, a instituição administradora fará constar as restrições enumeradas nos incisos I a VI e destacará que o bem adquirido constitui patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário. § 2 No registro de imóveis serão averbadas as restrições e o destaque referido no parágrafo anterior. § 3 A instituição administradora fica dispensada da apresentação de certidão negativa de débitos, expedida pelo Instituto Nacional da Seguridade Social, e da Certidão Negativa de Tributos e Contribuições, administrada pela Secretaria da Receita Federal, quando alienar imóveis integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário."

conglomerado de situações jurídicas subjetivas ativas, erigido em universalidade de direito, à consecução de certo fim valorado positivamente pelo legislador.[339]

3.5.1 O patrimônio separado não responde por obrigações estranhas ao escopo de sua afetação

O patrimônio separado serve de garantia somente aos credores vinculados à afetação de tal patrimônio, de forma que o patrimônio separado responde exclusivamente pelos passivos a ele vinculados, não respondendo por passivos estranhos ao escopo de sua afetação. O efeito da separação patrimonial constitui mecanismo jurídico eficiente que visa assegurar a realização da finalidade a que se vincula o patrimônio separado, tendo como consequência essencial a blindagem do patrimônio separado dos riscos associados ao patrimônio geral de seu titular.

A separação patrimonial pode ser perfeita, quando o patrimônio geral do titular do patrimônio separado não possui responsabilidade subsidiária às obrigações de tal patrimônio separado; e imperfeita, quando os ativos do patrimônio geral do titular do patrimônio separado podem ser excutidos por credores do patrimônio separado, em caso de insuficiência de bens do patrimônio separado. Em qualquer hipótese, os credores do patrimônio geral não poderão excutir os bens do patrimônio separado.

Vale recordar que a responsabilidade frente ao crédito se realiza por meio do patrimônio. Assim, para fins de tutela jurídica do crédito, a separação patrimonial tem por consequência o fato que o credor vinculado ao patrimônio separado não pode exigir a expropriação de bens do patrimônio do qual se destacou. Do mesmo modo, não tem o credor do patrimônio principal pretensão expropriatória contra o patrimônio separado do devedor.[340]

---

[339]OLIVA, Milena Donato. O *trust* e o direito brasileiro – patrimônio separado e titularidade fiduciária. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 6, p. 160, 2010.

[340]"A vinculação recíproca caracteriza-se por suas implicações: (i) o credor titular de passivo separado, ao buscar em juízo a realização de seu crédito, não pode pleitear a expropriação de bem ou direito do patrimônio separado; (ii) o credor titular de passivo não separado, ao buscar em juízo a realização de seu crédito, não tem direito à expropriação de bens ou direitos componentes do ativo separado; (iii) a instituição do patrimônio separado pode definir que os bens e direitos do patrimônio principal do devedor não respondem pelo passivo separado, mesmo após o exaurimento do ativo separado; (iv) somente no caso de liquidação de todos os passivos separados, o eventual saldo no ativo separado reintegra-se ao patrimônio principal do devedor, encerrando-se, então, a separação patrimonial." (COELHO, Fábio Ulhôa. O patrimônio separado na falência. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 5, p. 79-101, 2009. p. 84).

Os regimes de afetação patrimonial não são alcançados pelo que dispõem os artigos 391 do Código Civil de 2002[341] e 789 do Código de Processo Civil[342], haja vista que os bens afetados integram patrimônio autônomo e segregado do patrimônio comum de seu titular, vinculado exclusivamente à finalidade a que foram afetados. O alcance de referidos artigos se restringe à responsabilidade de cada patrimônio de seu titular e não indistintamente de todos os seus bens sem se importar se pertencem ao patrimônio geral do titular ou a determinado patrimônio separado.

Nesse sentido, a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, a Lei de Recuperação Judicial, Extrajudicial e Falências (Lei 11.101/05), de forma coerente, afasta os patrimônios de afetação dos efeitos da falência, e indica que estes persistem à consecução da finalidade que ensejou sua criação até que esta seja totalmente consumida ou que advenha seu termo, se for o caso. Esgotada a finalidade do patrimônio de afetação, se sobejarem ativos, estes serão aproveitados em favor da massa falida.[343]

São abrangidos pelo inciso IX do artigo 119 Lei 11.101/05, dentre outros, o patrimônio separado da companhia securitizadora instituído nos termos da Lei 9.514/97, o patrimônio de afetação das câmaras e dos prestadores de serviço de compensação e liquidação financeira integrantes do Sistema Brasileiro de Pagamentos, nos termos da Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001[344], e o patrimônio de afetação segregado do patrimônio geral do incorporador imobiliário, nos termos da Lei nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964 (Lei 4.591/64).

Dessa forma, o legislador falimentar optou afirmativamente – e, em nossa opinião, coerentemente – por livrar os patrimônios de afetação dos efeitos da falência. Assim, fica

---

[341]Artigo 391 da Lei nº 10.406/02: "Art. 391. Pelo inadimplemento das obrigações respondem todos os bens do devedor."

[342]Artigo 789 da Lei nº 13.105/15: "Art. 789. O devedor responde com todos os seus bens presentes e futuros para o cumprimento de suas obrigações, salvo as restrições estabelecidas em lei.

[343]Artigo 119, inciso IX, da Lei nº 11.101/05: "Art. 119. Nas relações contratuais a seguir mencionadas prevalecerão as seguintes regras: [...] IX – os patrimônios de afetação, constituídos para cumprimento de destinação específica, obedecerão ao disposto na legislação respectiva, permanecendo seus bens, direitos e obrigações separados dos do falido até o advento do respectivo termo ou até o cumprimento de sua finalidade, ocasião em que o administrador judicial arrecadará o saldo a favor da massa falida ou inscreverá na classe própria o crédito que contra ela remanescer."

[344]CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa*: o novo regime da insolvência empresarial. Rio de Janeiro: Renovar, 2006. p. 347.

preservada a finalidade que justificou a formação do referido patrimônio de afetação até o seu exaurimento ou o definitivo cumprimento de sua função.[345]

O legislador também procurou proteger as operações de securitização e os interesses dos titulares de valores mobiliários emitidos por securitizadoras. Assim, o 1º§ do artigo 136 da Lei 11.101/05 impede que se declare a ineficácia ou a revogação de cessão de créditos do devedor para fins de securitização, em exceção à regra de restituição do estado anterior após a procedência de ação revocatória.[346]

A jurisprudência também já reconheceu o caráter extraconcursal dos patrimônios separados para fins de securitização, sendo os créditos-lastro inalcançáveis aos credores das companhias securitizadoras. Em recente decisão do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, diante de caso envolvendo recebíveis vinculados a patrimônios separados de companhias securitizadoras, constituídos por meio de contratos de cessão fiduciária em garantia relacionados a empreendimentos desenvolvidos pela URBPLAN Desenvolvimento Urbano S/A – Em Recuperação Judicial (anteriormente denominada SDU Desenvolvimento Urbano S/A e Scopel Desenvolvimento Urbano S/A) e demais empresas de seu grupo econômico, determinou-se que o juízo recuperacional não tem competência jurisdicional para determinar a destinação dos créditos em patrimônio separado, uma vez que já afetados por um regime fiduciário: Veja-se a ementa do julgado:

> EMENTA AGRAVO DE INSTRUMENTO – Decisão do Juízo Recuperacional entendendo que a "verificação da essencialidade de ativos das recuperandas atingidos em ações judiciais que tramitam perante outros juízos e mesmo que se tratem de créditos não sujeitos à recuperação

[345]"Apartando-se da notação tradicional de que cada pessoa só pode ter um patrimônio, que constituiria assim uma universalidade indivisível, servindo para garantia de todas as dívidas de seu titular, há muito se admite que sejam constituídos patrimônios especiais, aos quais sejam atribuídas destinações específicas. [...] No presente, os patrimônios de afetação abrangidos pela norma do inciso IX, aqui comentado são as seguintes: a) o composto por créditos imobiliários que lastreiam a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (arts. 9º e s. da Lei n. 9.514/97); b) aqueles obrigatoriamente constituídos pelas câmaras e prestadores de serviço de compensação e de liquidação "necessários a garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando" (art. 5º da Lei nº 10.214/2001); e (c) o "terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados" que, segregados do patrimônio do incorporador, ficam vinculados à "consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes" (Art. 31-A da Lei 4.591/64, com a redação que lhe deu o Art. 53 da Lei 10.931/2004). Configura também um patrimônio de afetação, para os fins deste dispositivo, capital separado para garantia de prestação alimentar." (TEPEDINO, Ricardo. *In*: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (Coords.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 436-437).

[346]Artigo 136 da Lei 11.105/05: "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."

> judicial" – Suspensão da "ordem de constrição dos recebíveis futuros das recuperandas e determinação de que a constrição de qualquer outro ativo deverá ser previamente informada ao Juízo Recuperacional para a análise de sua essencialidade em relação aos objetivos da recuperação judicial – Descabimento – Regularidade de emissão de cédula de crédito bancário, de cessão de créditos imobiliários e de emissão de certificados de recebíveis imobiliários – Termo de securitização de créditos imobiliários, instituindo-se "regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, com a consequente constituição de patrimônio separado" – Contrato bilateral em execução que não se sujeita ao Juízo Recuperacional – Discussão sobre excessos na operacionalização da conta arrecadadora ou à prestação de contas sobre os recebíveis destinados à securitização que devem ser objeto de conhecimento fora do Juízo Recuperacional – Estreitos limites de procedimentos de verificação de crédito – Nulidade ou a efetividade das cláusulas correspondentes à conta arrecadadora não podem ser objeto de interferência do Juízo Recuperacional, devendo ser decidida pelo Juízo indicado nos contratos de cessões e de securitização – Cláusulas em vigor até que sejam afastadas, nulificadas ou moduladas – Recurso provido, afastando-se as preliminares de não conhecimento. Dispositivo: deram provimento ao recurso.[347]

Há, contudo, exceções previstas em lei – notadamente em relação aos créditos fiscais e trabalhistas, conforme será discutido adiante. A Medida Provisória 2.158-35/01 determinou em seu artigo 76[348] que a separação patrimonial não é oponível a débitos de natureza fiscal, previdenciária e trabalhista.

3.5.2 Importância da separação patrimonial para a tutela do crédito no mercado de capitais

A instituição da separação patrimonial para fins específicos, mediante a disposição legal, é, pois, uma estrutura dada pelo direito brasileiro para o desenvolvimento do mercado de capitais em torno dos setores imobiliário e do agronegócio. De fato, na oportunidade das proposições legislativas que resultaram na Lei 9.514/97, destacou-se a preocupação em estimular a circulação de capitais em setores estratégicos como o mercado imobiliário e o agronegócio ao assegurar uma proteção aos investidores finais.[349]

---

[347]BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. *Agravo de Instrumento nº 2144583-20.2018.8.26.0000, julgado em 13 de maio de 2019*. Rel. Des. Ricardo Negrão.

[348]Artigo 76 da Medida Provisória 2.158-35/01: "Art. 76. As normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos."

[349]"19. Para maior segurança dos investidores, o presente projeto de lei faculta a utilização do regime fiduciário para os créditos e títulos do mercado secundário. Por esse regime, ao emitir uma série de títulos, a

Portanto, a preocupação do legislador em tutelar o crédito dos investidores é devida e necessária para a existência do próprio mercado de capitais. Com efeito, o mercado consiste numa ordem jurídica formada pelo próprio direito, sendo impossível conceber um mercado sem a existência prévia de institutos jurídicos como o direito de propriedade e a disciplina de contratos de troca. Cabe, assim, às decisões políticas formadoras do direito assegurar as condições mínimas para que se operem livremente os negócios privados.[350]

É sob essa premissa da ordem jurídica do mercado que a tutela do crédito se torna um dos vértices principais do sistema de direito comercial. Do contrário, num cenário em que não há a devida tutela do crédito, fica precária a expectativa de investidores de terem restituídos os capitais concedidos a outrem e, assim, desestimulando o próprio fluxo de capitais. Compromete-se, nesse passo, a existência do próprio mercado. A tutela jurídica do crédito, portanto, não é mera expressão da ideologia liberal, mas condição essencial para a existência do mercado.[351]

Há que se salientar, neste ponto, a necessidade de dinamismo da disciplina jurídica da empresa e dos negócios comerciais. Com efeito, a realidade supera a descrição estática

---

securitizadora atribuirá caráter fiduciário à propriedade sobre os créditos correspondentes. Pela fidúcia, os créditos serão excluídos do patrimônio comum da companhia securitizadora e passarão a constituir um patrimônio separado com o propósito específico e exclusivo de responder à realização dos direitos dos investidores." (KANDIR, Antônio; MALAN, Pedro. Exposição de Motivos Interministerial n.º 032/MPO/MP, de 9 de junho de 1997, *cit.,* p. 18931).

[350]"À definição do mercado como *locus artificialis* (fórmula criada em 1998 no círculo da linguagem jurídica) costuma-se replicar que o mercado não precisa do direito estatal, pois ele mesmo é capaz de produzir o seu próprio direito. Não acreditamos merecer reprovação a troca entre legislativo e normativo, ou entre estatal e jurídico. O problema é outro e se estabelece no configurar e pensar a intrínseca normatividade do mercado. Não se conhece como verdadeiro algum mercado (mercado determinado no tempo e no espaço) que não pressuponha institutos jurídicos: também a elementar distinção do "meu" e do "teu", da qual procede o ato de troca, implica a remissão a um critério determinativo. O mercado não cria, mas postula a distinção entre "meu" e "teu", e então que os bens sejam reconhecidos como propriedade privada, e não como propriedade comum. A troca é, por sua essência, instituto jurídico e não poderia ser, pois ela determina que o "meu" se torne "teu" e que o "teu" se torne "meu". E este "meu" e este "teu" nada mais designam que o pertencimento dos bens, atribuídos e protegidos por qualquer direito. Destaque-se, ainda, que isso também diz respeito à pressuposição das moedas, ou de formas de garantias e responsabilidades patrimoniais, e assim por diante." (IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 46, n. 145, p. 44-49, jan./mar. 2007. p. 45-46).

[351]"Um sistema jurídico que não tutela o crédito acaba por desestimular o fluxo de relações econômicas e comprometer o seu próprio funcionamento. Aqui, insistimos no óbvio: o direito não protege o crédito por uma questão dos valores liberais, por legitimar a supremacia do mais forte sobre o mais fraco, mas sim por ser esse mesmo crédito um pilar de sustentação do mercado, indispensável à sua preservação. Partindo do pressuposto de que o sistema veda o enriquecimento sem causa, aquele que possui um crédito contra outrem ou (i) já experimentou uma diminuição em seu patrimônio e pretende recompô-lo, às vezes obtendo lucro, ou (ii) "congelou" trabalho, "gerou riqueza" e pretende ser remunerado por isso. Quem possui crédito crê em sua satisfação." (FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 130, p. 11-12, abr./jun. 2003).

do direito, transformando-se de acordo com os influxos da materialidade socioeconômica dos negócios comerciais.[352]

Assim, muito embora subsista a teoria subjetiva na disciplina geral do patrimônio no Código Civil de 2002, a dinâmica das práticas comerciais, particularmente diante da necessidade de tutela do crédito em uma sociedade de capitalismo financeiro, tornou imprescindível a concepção de formas de separação patrimonial para finalidades socialmente desejadas e, assim, estabelecidas em lei. O patrimônio de afetação no direito brasileiro, conforme visto em legislação especial, é, pois, fruto da dinâmica dos interesses do mercado, sobretudo no que concerne à necessidade de assegurar condições mínimas de tutela do crédito para a existência do próprio mercado.

A separação do patrimônio autorizada pela legislação no âmbito das emissões de CRI e de CRA representa, portanto, uma política pública afirmativa do Estado em favor de conferir melhores condições de tutela ao crédito dos investidores, o que estimula novas oportunidade de relações econômicas no mercado de capitais. Acrescenta-se, dessa forma, condições normativas do mercado que recompõem a racionalidade econômica dos agentes econômicos, de forma a conduzi-los a catalisar os fluxos de investimentos para finalidades socialmente desejáveis.[353] É sob essa égide que se justifica a criação de uma separação patrimonial aos créditos que lastreiam as emissões de CRI e de CRA por companhias securitizadoras, em exceção ao regime geral de unicidade da teoria subjetiva do patrimônio que foi adotado pelo Código Civil de 2002.

3.6 O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO NA INCORPORAÇÃO IMOBILIÁRIA

3.6.1 Caso Encol - marco para a criação do patrimônio de afetação às incorporações imobiliárias

O marco que incentivou os legisladores para a criação do patrimônio de afetação às incorporações imobiliárias foi a falência da Encol S/A – Engenharia, Comércio e Indústria (Encol), em março de 1999. A falência foi reflexo de um desaquecimento da economia

[352]GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do *statuo viae*. Coimbra: Almedina, 2009. p. 20.
[353]FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016. p. 164-165.

nacional, como também da má gestão da empresa, deixando centenas de empreendimentos inacabados e mais de quarenta mil famílias prejudicadas. No mesmo período, diversas incorporadoras de imóveis também tiveram sua falência declarada.

A partir do caso da Encol, ficou latente a necessidade de revisão das leis vigentes aplicáveis às incorporadoras, de forma a criar mecanismos de proteção aos adquirentes de unidades e ao mercado. O legislador brasileiro manifestou expressa preocupação com os desfechos que o caso provocou na opinião pública.[354] Constatou-se, com base em casos como a Encol, que os adquirentes de imóveis, do ponto de vista patrimonial, ainda eram muito vulneráveis juridicamente em relação ao risco falimentar das incorporadoras.[355]

Assim, em 2001 adveio a Medida Provisória nº 2.221, de 4 de setembro de 2001 (Medida Provisória 2.221/01), que veio a ser convertida na Lei 10.931/04[356], criando a possibilidade de adoção de patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias, por meio de novos dispositivos inseridos à Lei 4.591/64.

A contemplação do patrimônio de afetação na incorporação imobiliária no Brasil deve-se, originalmente, ao anteprojeto apresentado por MELHIM NAMEM CHALHUB ao Instituto dos Advogados Brasileiros (IAB) em 1999, o qual previa incorporação imobiliária como um patrimônio de afetação, independente da vontade do incorporador. Referido anteprojeto foi aprovado pelo IAB e encaminhado à Câmara dos Deputados, onde se transformou nos Projetos de Lei nº 2.109/99, 3.455/00 e 3.472/00.[357] Apesar de tramitarem

---

[354]"A atividade de incorporação imobiliária foi fortemente comprometida pela decretação da falência de incorporadores, em especial o da empresa Encol" (MALAN, Pedro Sampaio. MP 00175 em alt. à Lei 4591 de 1964. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LVI, nº 046, quarta-feira, 10 de outubro de 2001. p. 21411).

[355]CHALHUB, Melhim Namem. Prefácio. *In:* CÂMARA, Hamilton Quirino. *Falência do incorporador imobiliário*: o caso Encol. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004. p. 16.

[356]Após a publicação da Lei 10.931/04, HENRIQUE MEIRELLES comentou: "A definição do patrimônio de afetação, aprimorada pela lei 10.931, de 2 de agosto de 2004, representa um marco importante no desenvolvimento do crédito imobiliário no Brasil. A crise de algumas companhias incorporadoras no passado recente provocou a rediscussão do modelo de incorporação imobiliária instituído pela lei 4.591, de 16 de dezembro de 1964. A criação do instituto do patrimônio de afetação teve o objetivo de proteger o adquirente de imóveis em caso de insolvência do incorporador ou mesmo de negligência ou desinteresse em continuar o empreendimento, evitando-se a perda dos recursos já pagos durante o período de construção." (MEIRELLES, Henrique. Crédito imobiliário e desenvolvimento econômico. *Conjuntura da Construção*, Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas; Sindicato da Construção de São Paulo, São Paulo, v. 5, n. 4, p. 5, 2007. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/cc/article/view/24677>. Acesso em: 26 jun. 2019).

[357]"É verdade que a Lei nº 4.591/64 criou um sistema de proteção do adquirente, à luz dos princípios da boa-fé objetiva do equilíbrio da relação contratual, mas a despeito desses mecanismos a posição dos adquirentes, do ponto de vista patrimonial, ainda era vulnerável, e foi para suprir essa vulnerabilidade que apresentamos, no Instituto dos Advogados Brasileiros, anteprojeto de lei, que veio a ser convertido na Medida Provisória nº 2.221/01, caracterizando cada incorporação como um patrimônio de afetação." (CHALHUB, Melhim Namem. Prefácio, *cit.,* p. 16).

três projetos acerca do tema, em 2001 o Poder Executivo optou pela edição, com inúmeras modificações ao anteprojeto, dentre elas a faculdade do patrimônio de afetação, da Medida Provisória 2.221/01.[358]

Por um lado, a criação do patrimônio de afetação almejou a proteção da economia popular e da posição vulnerável dos adquirentes de unidades, com a função de garantir que receitas de um empreendimento sejam utilizadas em prol do desenvolvimento do próprio empreendimento, assegurando-se a sua completa conclusão. Por outro, a atividade de incorporação imobiliária possui vocação natural à afetação patrimonial, haja vista a relativa autonomia existente para cada empreendimento imobiliário, com o financiamento de ao menos parcela da obra com recursos captados junto aos adquirentes de unidades e, também, junto ao mercado financeiro, o que viabiliza sua separação jurídica e econômica das demais atividades e empreendimentos do incorporador.

A instituição do regime do patrimônio de afetação com as garantias que ele proporciona logo se mostrou um importante incentivo à indústria da construção e incorporação imobiliária. Em estudo sobre o tema, o economista MÁRIO JORGE CARDOSO DE

---

[358]Artigo 30-A da Medida Provisória nº 2.221/01: "Art. 30-A. A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes. § 1º O patrimônio de afetação 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. § 2º O incorporador responde pelos prejuízos que causar ao patrimônio de afetação. § 3º Os bens e direitos integrantes do patrimônio de afetação somente poderão ser objeto de garantia real em operação de crédito cujo produto seja integralmente destinado à consecução da edificação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes. § 4º No caso de cessão, plena ou fiduciária, de direitos creditórios oriundos da comercialização das unidades imobiliárias componentes da incorporação, o produto da cessão também passará a integrar o patrimônio de afetação, observado o disposto no § 6º. § 5º As quotas de construção correspondentes a acessões vinculadas a frações ideais serão pagas pelo incorporador até que a responsabilidade pela sua construção tenha sido assumida por terceiros, nos termos da parte final do § 6º do art. 35. § 6º Os recursos financeiros integrantes do patrimônio de afetação serão utilizados para pagamento ou reembolso das despesas inerentes à incorporação. § 7º O reembolso do preço de aquisição do terreno somente poderá ser feito quando da alienação das unidades autônomas, na proporção das respectivas frações ideais, considerando-se tão-somente os valores efetivamente recebidos pela alienação. § 8º Excluem-se do patrimônio de afetação: I - os recursos financeiros que excederem a importância necessária à conclusão da obra (art. 44), considerando-se os valores a receber até sua conclusão e, bem assim, os recursos necessários à quitação de financiamento para a construção, se houver; e II - o valor referente ao preço de alienação da fração ideal de terreno de cada unidade vendida, no caso de incorporação em que a construção seja contratada sob o regime de administração (art. 58). § 9º No caso de conjuntos de edificações de que trata o art. 8º, poderão ser constituídos patrimônios de afetação separados, tantos quantos forem os: I - subconjuntos de casas para as quais esteja prevista a mesma data de conclusão (art. 8º, alínea "a"); e II - edifícios de dois ou mais pavimentos (art. 8º, alínea "b"). § 10º Nas incorporações objeto de financiamento, a comercialização das unidades deverá contar com a anuência da instituição financiadora ou deverá ser a ela cientificada, conforme vier a ser estabelecido no contrato de financiamento."

MENDONÇA, pesquisador chefe do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - IPEA, aponta que se pode atribuir à figura do patrimônio de afetação – e à segurança que ele trouxe ao ambiente institucional da incorporação – o vertiginoso crescimento da indústria da construção no Brasil nos anos de 2005 e 2006.[359] Logo, não foram só os adquirentes que ganharam com a formalização da proteção do patrimônio de afetação. A segregação patrimonial de cada empreendimento serviu como poderoso incentivo à aquisição de novas unidades e ao fortalecimento do mercado de construção, o que explica ter sido sistematicamente adotada nos novos empreendimentos.

O artigo 53 da Lei 10.931/04 adicionou, assim, o "Capítulo I-A. Do Patrimônio de Afetação" com a inclusão dos artigos 31-A a 31-F à Lei 4.591/64, que estabeleceram os procedimentos à constituição do patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias. O artigo 32 da Lei 4.591/64[360], por sua vez, já previa relação exaustiva de documentos, cujo arquivamento perante o competente cartório de registro de imóveis é mandatório ao início da negociação de unidades do empreendimento. Referidos documentos definem por completo cada empreendimento objeto de incorporação, distinguindo-o dos demais empreendimentos do incorporador, e evidenciando a autonomia material e financeira do

---

[359]MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. *O crédito imobiliário no Brasil e sua relação com a política monetária*. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2013. p. 11; e MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. O crédito imobiliário no Brasil e sua relação com a política monetária. *Revista Brasileira de Economia*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, v. 67, n. 4, p. 433-434, 2013. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/11597>. Acesso em: 27 jun. 2019.

[360]Artigo 32 da Lei 4.591: "Art. 32. O incorporador sòmente poderá negociar sôbre unidades autônomas após ter arquivado, no cartório competente de Registro de Imóveis, os seguintes documentos: a) título de propriedade de terreno, ou de promessa, irrevogável e irretratável, de compra e venda ou de cessão de direitos ou de permuta do qual conste cláusula de imissão na posse do imóvel, não haja estipulações impeditivas de sua alienação em frações ideais e inclua consentimento para demolição e construção, devidamente registrado; b) certidões negativas de impostos federais, estaduais e municipais, de protesto de títulos de ações cíveis e criminais e de ônus reais relativante ao imóvel, aos alienantes do terreno e ao incorporador; c) histórico dos títulos de propriedade do imóvel, abrangendo os últimos 20 anos, acompanhado de certidão dos respectivos registros; d) projeto de construção devidamente aprovado pelas autoridades competentes; e) cálculo das áreas das edificações, discriminando, além da global, a das partes comuns, e indicando, para cada tipo de unidade a respectiva metragem de área construída; f) certidão negativa de débito para com a Previdência Social, quando o titular de direitos sôbre o terreno fôr responsável pela arrecadeção das respectivas contribuições; g) memorial descritivo das especificações da obra projetada, segundo modêlo a que se refere o inciso IV, do art. 53, desta Lei; h) avaliação do custo global da obra, atualizada à data do arquivamento, calculada de acôrdo com a norma do inciso III, do art. 53 com base nos custos unitários referidos no art. 54, discriminando-se, também, o custo de construção de cada unidade, devidamente autenticada pelo profissional responsável pela obra; i) discriminação das frações ideais de terreno com as unidades autônomas que a elas corresponderão; j) minuta da futura Convenção de condomínio que regerá a edificação ou o conjunto de edificações; l) declaração em que se defina a parcela do preço de que trata o inciso II, do art. 39; m) certidão do instrumento público de mandato, referido no § 1º do artigo 31; n) declaração expressa em que se fixe, se houver, o prazo de carência (art. 34); o) atestado de idoneidade financeira, fornecido por estabelecimento de crédito que opere no País há mais de cinco anos. p) declaração, acompanhada de plantas elucidativas, sôbre o número de veículos que a garagem comporta e os locais destinados à guarda dos mesmos."

empreendimento em questão, objeto de incorporação, tornando natural e precisa, uma vez requerida pelo incorporador, a afetação patrimonial.

Na incorporação imobiliária, para destacar o patrimônio sob afetação, basta averbar-se no registro imobiliário, a qualquer tempo, termo acerca da afetação do patrimônio, que abrangerá o terreno no qual se erguerá o edifício, todas as acessões, bem como os demais investimentos realizados, bens e direitos vinculados ao empreendimento. Referida averbação não será obstada ainda que existam ônus reais sobre o imóvel objeto da incorporação para garantir a aquisição do terreno ou a obrigação de construir o empreendimento.

Uma vez afetado o patrimônio da incorporação imobiliária em questão, referido patrimônio passa a constituir núcleo patrimonial destacado do patrimônio geral da incorporadora, com autonomia funcional em relação ao patrimônio da incorporadora e também em relação aos demais patrimônios afetados da incorporadora. Esse patrimônio afetado opera com autonomia à consecução da incorporação à qual se vincula, de forma que as receitas a ele relacionadas não podem ser destinadas à consecução de outra finalidade que não a conclusão da obra e às obrigações relacionadas ao patrimônio afetado, respeitado que eventual saldo, após a completa quitação das obrigações relacionadas a referido patrimônio afetado, deverá ser destinado à incorporadora.

Os bens e direitos afetados respondem apenas pelas dívidas e obrigações da incorporação e não se comunicam com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio do incorporador, sendo importante destacar que enquanto persistirem obrigações do incorporador perante a instituição financiadora do empreendimento, o patrimônio de afetação não poderá ser extinto.[361]

A afetação na incorporação imobiliária busca suprir a vulnerabilidade dos adquirentes de unidades de imóveis em fase de construção e afastar os riscos das demais atividades e empreendimentos da incorporadora e coloca, inclusive, à disposição dos adquirentes, Comissão de Representantes, que poderá acompanhar a obra e, também,

---

[361]Artigo 31-E da Lei nº 4.591/64: "Art. 31-E. O patrimônio de afetação extinguir-se-á pela: I - averbação da construção, registro dos títulos de domínio ou de direito de aquisição em nome dos respectivos adquirentes e, quando for o caso, extinção das obrigações do incorporador perante a instituição financiadora do empreendimento" (grifo nosso). Nesse sentido: "Além da finalidade específica da tutela dos adquirentes das unidades autônomas, na incorporação imobiliária, o patrimônio de afetação também se destina a proteger os direitos da instituição financeira que, mediante contrato de financiamento, fornecer dinheiro para aquisição do terreno e a construção do edifício, o que se faz dentro do conceito de que a existência de mecanismo hábil para garantir o retorno de capital emprestado pela referida instituição é necessário para a higidez financeira do sistema de crédito destinado ao setor imobiliário e, por sua vez, para o desenvolvimento desse setor da construção civil" (SILVA, José Marcelo Tossi. *Incorporação imobiliária*. São Paulo: Atlas, 2010. p. 173).

determinar a substituição da incorporadora, nos casos previstos em lei, para que seja dado o prosseguimento devido à construção.

A decretação da falência ou insolvência civil do incorporador não produzirá qualquer efeito quanto ao patrimônio afetado, que não integrará a massa concursal, competindo à assembleia geral dos adquirentes deliberar sobre a continuação da obra ou a liquidação do patrimônio de afetação. Em realidade, o patrimônio separado deve permanecer – e isto deve ser assegurado – dedicado à finalidade que justificou a sua criação, de forma que este propósito especial não se contamine com o quadro geral de insolvência de seu titular.[362]

3.6.2 Caso Viver – importante teste à sobrevivência dos regimes de afetação nas incorporações imobiliárias

No ano de 2016, em um novo cenário de desaquecimento da economia nacional e de severa crise no mercado imobiliário, chamou a atenção de todo o mercado financeiro e imobiliário o pedido de recuperação judicial da Viver Incorporadora e Construtora S.A. (Viver), em conjunto com outras sessenta e quatro sociedades de propósito específico de seu grupo econômico, sendo que, dentre estas, dezesseis possuíam patrimônio de afetação quando do pedido de recuperação judicial. Em referido pedido de recuperação judicial[363], além do pedido de consolidação processual[364], deferido pelo juízo, a Viver e demais requerentes solicitaram a consolidação substancial[365] da recuperação judicial.

---

[362]"Na falência, liquidação extrajudicial ou insolvência, o patrimônio separado deve receber o tratamento específico que justificou a sua criação, não se misturando com os ativos e passivos da massa, exatamente para que não se opere aquela indesejada contaminação dos empreendimentos afortunadamente frutíferos pelos azares dos fracassados." (COELHO, Fábio Ulhôa. O patrimônio separado na falência, *cit.,* p. 101).

[363]VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. *et. al*. Pedido de Recuperação Judicial, datado de 16 de setembro de 2016. *In:* BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1103236-83.2016.8.26.0100*. Requerentes: Viver Construtora e Incorporadora S/A e outros. Juiz de Direito Dr. Paulo Furtado de Oliveira Filho. Fls. 1-42.

[364]O litisconsórcio ativo em pedido de recuperação judicial é denominado consolidação processual. Nesse sentido, explica SHEILA C. NEDER CEREZETTI: "A consolidação processual caracteriza-se pela condução conjunta da recuperação judicial de devedoras que compõem um grupo societário. Ela não tem o condão de afetar os direitos e responsabilidades de credores e devedores, sendo apenas uma medida de conveniência administrativa e economia processual" (CEREZETTI, Sheila C. Neder. Grupos de sociedades e recuperação judicial: o indispensável encontro entre direitos societário, processual e concursal. *In:* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2, p. 764).

[365]A consolidação das dívidas concursais e dos ativos das sociedades, que passam a responder perante o conjunto de credores, desconsiderando-se que cada devedora teria gerado um passivo específico, é denominada consolidação substancial. A consolidação substancial é medida excepcional e não deve ser

A respeito da possibilidade de consolidação substancial da recuperação judicial diante da existência de patrimônios separados para os fins de securitizações, a Professora SHEILA NEDER CEREZETTI apresentou, em 17 de outubro de 2016, parecer decorrente de consulta formulada pelo Grupo Viver acerca da aplicação da consolidação substancial em processo de recuperação judicial. No parecer, CEREZETTI conclui que a existência de patrimônios de afetação não impede a consolidação substancial da Recuperação Judicial, conforme se vê adiante:

> **3. A existência de patrimônios de afetação impede a consolidação substancial da Recuperação Judicial do Grupo Viver?** Não. O patrimônio de afetação é instrumento criado com vistas a garantir que a conclusão de um empreendimento se faça mediante o uso dos recursos a ele destinados, ou seja, sem que estes sejam versados em benefício de outra obra. Tanto a disciplina do patrimônio de afetação quanto a lei concursal preocuparam-se em abordar os direitos das partes no cenário de falência ou insolvência civil da incorporadora, nada dispondo sobre os seus efeitos na recuperação judicial. Esta lacuna não deve ser preenchida mediante a aplicação analógica das regras falimentares, pois não se pode admitir que o intérprete empregue um regime estruturado sobre regras de liquidação patrimonial em ambiente com propósitos nitidamente distintos. Se, na falência, é a sua lógica liquidatória a justificar a previsão de uma execução independente do patrimônio de afetação quando da insolvência da incorporadora (art. 31-F da Lei 4.591/1964), o objetivo de manter a atividade produtiva, que marca a recuperação judicial, impede que a mesma norma seja a ela aplicada. Na recuperação, o sacrifício aceito pelas partes interessadas justifica-se em vista do objetivo de reestruturação e continuação da atividade. No caso, isso significa manter a atividade exercida pelo Grupo Viver como um todo, pois, como visto, não há como se destacar a autonomia de cada uma das sociedades que o compõem. Sendo assim, não se pode imaginar que os interesses de determinados credores possam se sobrepor, por uma lógica liquidatória, àqueles envolvidos por toda a empresa plurissocietária, em especial ao se constatar que a unidade patrimonial que marca a gestão das atividades do Grupo Viver acarreta valorização de patrimônios das SPEs à custa de endividamento das holdings. Além disso, percebe-se que, no caso, tanto a forma de organização da atividade empresarial quanto o comportamento dos próprios credores não observavam a segregação patrimonial propugnada. Ainda assim, a proteção aos adquirentes, objetivo máximo da regulação do patrimônio de afetação, não restou prejudicada, na medida em que os esforços caminham para a conclusão dos únicos cinco empreendimentos pendentes. Em vista do exposto, muito embora se reconheça ser impositivo o respeito aos direitos de adquirentes, não se pode

---

admitida em todo e qualquer caso de consolidação processual, mas empregada somente nas circunstâncias que assim a permitirem ou exigirem. Veja-se, nesse sentido, a explicação de SHEILA C. NEDER CEREZETTI, ao afirmar que a consolidação processual na recuperação judicial consiste em "consolidação – total ou parcial – das dívidas concursais e ativos das sociedades, que passam a responder perante todo o conjunto de credores, desconsiderando-se o fato de que cada devedora teria gerado um específico passivo" (CEREZETTI, Sheila C. Neder. Grupos de sociedades e recuperação judicial: o indispensável encontro entre direitos societário, processual e concursal, *cit.,* p. 764).

> afirmar que, no caso concreto, o regime do patrimônio de afetação deva ser estritamente observado na recuperação do Grupo Viver, sob pena de se favorecer indevidamente credores de sociedades operacionais em prejuízo de todos os demais que contribuíram para o desempenho da atividade grupal. (negrito do autor)[366]

As ações ordinárias da Viver, sociedade holding que controla todas as sociedades operacionais do grupo, eram listadas na B3, no Novo Mercado (VIVR3 – VIVER ON). O valor total da dívida do Grupo Viver alcançou em setembro de 2016 R$ 1,4 bilhão, sendo que a divisão dentre a classe de credores estabelecida no artigo 41 da Lei 11.101/05 era a seguinte[367]:

Classe I	credores trabalhistas	aproximadamente R$ 9,7 milhões
Classe II	credores com garantia real	aproximadamente R$ 350 milhões
Classe III	credores quirografários	aproximadamente R$ 661,7 milhões
Classe IV	credores microempresa	aproximadamente R$ 754,5 mil

Dos dezesseis empreendimentos ainda objeto de afetação patrimonial, apenas três encontravam-se em fase de construção ou sem habite-se total emitido, restando à respectiva sociedade de propósito específico a administração dos recebíveis e unidades em estoque (ativos) e dos financiamentos contratados à consecução do empreendimento com saldo devedor ainda em aberto, além das contingências trabalhistas, fiscais e cíveis (passivos).

A negociação do plano de recuperação judicial da Viver se transformou em grande teste ao patrimônio de afetação e se demonstrou bastante emblemático. Havia grande preocupação do mercado, uma vez que caso ocorresse a decretação da consolidação substancial dos patrimônios de afetação, isso acarretaria em prejuízo global à atividade econômica imobiliária, com impacto direto aos compradores de unidades de empreendimentos objeto de afetação patrimonial ainda não concluídos e também às instituições financeiras que dão crédito ao setor, que analisam exclusivamente o risco de

---

[366]CEREZETTI, Sheila C. Neder. Parecer, datado de 17 de outubro de 2016. *In:* BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1103236-83.2016.8.26.0100*. Requerentes: Viver Construtora e Incorporadora S/A e outros. Juiz de Direito Dr. Paulo Furtado de Oliveira Filho. Fls. 5159-5160.

[367]Artigo 41 da Lei 11.101/2005. "Art. 41. A assembléia-geral será composta pelas seguintes classes de credores: I – titulares de créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho; II – titulares de créditos com garantia real; III – titulares de créditos quirografários, com privilégio especial, com privilégio geral ou subordinados; IV – titulares de créditos enquadrados como microempresa ou empresa de pequeno porte."

crédito do patrimônio afetado e se veriam sujeitas ao recebimento de seu crédito somente nas condições aprovadas em assembleia de todos os credores das recuperandas.

O juízo, em decisão proferida em 9 de novembro de 2016[368], na opinião do autor da presente obra de forma correta, rejeitou o pedido de consolidação substancial para todas as sociedades do Grupo Viver que ainda objeto de afetação patrimonial e aceitou o pedido de consolidação substancial somente às sociedades de propósito específico do grupo econômico da Viver que não eram objeto de patrimônio de afetação.

Ao proferir tal decisão, o juízo optou pela manutenção da segurança jurídica do patrimônio de afetação às incorporações imobiliárias frente à melhoria da estrutura de preservação da Viver. Essa decisão não traz reflexos somente ao caso da Viver, mas para toda estrutura de crédito imobiliário às incorporadoras no Brasil e aos regimes de afetação patrimonial em geral. Uma decisão afastando o patrimônio de afetação e aceitando a consolidação substancial dos patrimônios afetados agravaria ainda mais a atual crise econômica no setor, gerando escassez de crédito de tal sorte que poderia ser irreversível a reconstrução do setor imobiliário no Brasil e importaria em riscos até então desconhecidos aos regimes de afetação patrimonial.

Se a legislação específica determina e estabelece mecanismos de segregação do patrimônio de afetação da incorporação imobiliária, inclusive quanto a sua prevalência em caso de decretação de falência ou insolvência civil do incorporador, em que o falido perde o direito de administrar seus bens ou deles dispor, não há dúvidas quanto à manutenção da segregação patrimonial em caso de recuperação judicial. Desse modo, o concurso de credores em sede recuperacional ou falimentar não tem efeitos sobre o patrimônio separado, de modo que seus bens, direitos e obrigações não podem ser arrecadados à massa.[369]

O patrimônio de afetação serve a um fim específico, persistindo e assegurando proteção legal contra os demais credores do patrimônio geral do devedor até a completa consumação de seu fim. No caso das incorporações imobiliárias, além de criar proteção aos consumidores, compradores de unidades, que terão o direito à casa própria protegido, mediante possibilidade da continuidade da obra ainda que a incorporadora venha ter sua

---

[368]BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1103236-83.2016.8.26.0100*. Requerentes: Viver Construtora e Incorporadora S/A e outros. Decisão de Fls. 10838-10846, julgado em 09 de novembro de 2016. Juiz de Direito Dr. Paulo Furtado de Oliveira Filho.

[369]CHALHUB, Melhim Namem. A afetação do acervo das incorporações imobiliárias. *In:* TUTIKIAN, Cláudia Fonseca; TIMM, Luciano Benetti; PAIVA, João Pedro Lamana (Coords.). *Novo direito imobiliário e registral*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 26.

insolvência declarada, a afetação patrimonial também cumpre a um fim igualmente importante, a proteção aos financiadores dos empreendimentos imobiliários, que não concederiam crédito com taxas atrativas caso o risco do empreendimento e de seu crédito pudesse vir a ser estendido ao patrimônio geral da incorporadora ou mesmo das demais sociedades integrantes de seu grupo econômico.

Ao proteger os consumidores, o patrimônio de afetação protege o direito à casa própria e ao proteger as instituições financeiras e demais credores que concedem crédito ao setor, protege todo o sistema de crédito do setor imobiliário, essencial à continuidade do desenvolvimento imobiliário de nosso país.

3.7 PATRIMÔNIO SEPARADO, O PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO NA SECURITIZAÇÃO IMOBILIÁRIA E DO AGRONEGÓCIO

Em 1997, por meio da Lei 9.514/97, foi criado o SFI e foi instituída a alienação fiduciária em garantia de bem imóvel, a securitização de créditos imobiliários por meio dos CRI e o regime fiduciário e o patrimônio separado da companhia securitizadora.[370] Em 2004, por meio da Lei 11.076/04, foram criados os CRA, com estrutura espelho dos CRI, que aproveitou da regulamentação já consolidada e testada da Lei 9.514/87 para sua implementação. Os CRI e os CRA são valores mobiliários emitidos exclusivamente por companhia securitizadora e vinculados a créditos imobiliários ou do agronegócio e suas respectivas garantias, adquiridos ou subscritos diretamente pela companhia securitizadora para lastrear os CRI ou os CRA.

O artigo 9 da Lei 9.514/97[371] combinado com o artigo 10, inciso II da mesma lei, faculta à securitizadora estabelecer regime fiduciário e constituir patrimônio separado sobre os créditos imobiliários ou do agronegócio objeto de securitização e vinculação aos CRI ou

[370]"Esta lei estabelece regras para o chamado Sistema de Financiamento Imobiliário (SFI). Entre elas destaca-se a que estabelece a possibilidade de criação de um regime fiduciário para os créditos securitizados (créditos contra os quais foram emitidos títulos de crédito e/ou valores mobiliários). Os créditos são considerados patrimônio separado em sentido pleno, não podendo ser atingidos judicial ou extrajudicialmente pelos credores da companhia securitizadora (da qual o patrimônio se destacou) – artigo 11, inciso IV - , não sendo tampouco possível atingir os bens da sociedade securitizadora em caso de insolvência do patrimônio separado." (SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário, cit.,* p. 230).

[371]Artigo 9º da Lei 9.514/97: "Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime."

aos CRA de sua emissão, o que deverá ocorrer por meio de declaração unilateral da securitizadora constante do Termo de Securitização de Créditos.

Ao contrário do patrimônio geral, o patrimônio separado da companhia securitizadora consubstancia universalidade de direito destinada à realização de escopo específico. A admissão do patrimônio separado pelas companhias securitizadoras, pela Lei 9.514/97, confere ao patrimônio separado ampla potencialidade funcional, destacando-o do patrimônio geral da companhia securitizadora e permitindo que este fique estrito à consecução do fim a que persegue, ou seja, ao pagamento dos titulares dos CRI ou dos CRA a que estejam vinculados. O aspecto finalístico prepondera no patrimônio separado. Trata-se de núcleo funcionalmente organizado de modo autônomo tendo em vista determinada atividade.[372]

O Termo de Securitização é o instrumento jurídico que formaliza a securitização dos recebíveis imobiliários ou do agronegócio adquiridos pela companhia securitizadora, com a emissão dos CRI ou dos CRA, o qual visa a captação de recursos junto ao mercado de capitais e o consequente pagamento do preço de aquisição de referidos créditos. Esse instrumento deve ser celebrado entre a securitizadora e o agente fiduciário, instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN, na qualidade de representante dos titulares de CRI[373] ou de CRA.

Caso a securitizadora decida pela afetação do patrimônio com a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiam os CRI ou os CRA, o Termo de Securitização deverá conter: (i) declaração de constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; (ii) declaração de constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão; (iii) declaração de afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos; (iv) nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua

---

[372]CHALHUB, Melhim Namem. *Trust*, *cit.,* p. 121-122.

[373]Artigo 8º da Lei 9.514/97: "Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos: I - a identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individuação do imóvel a que esteja vinculado e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido; II - a identificação dos títulos emitidos; III - a constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, se for o caso."

destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; (v) forma de liquidação do patrimônio separado.[374]

Uma vez afetado o patrimônio da companhia securitizadora à respectiva série de CRI ou de CRA de sua emissão, a proteção legal conferida a referidos bens e direitos objeto do regime fiduciário é bem retratada no artigo 11 da Lei 9.514/97, a seguir transcrito:

> Art. 11. Os créditos objeto do regime fiduciário:
>
> I - constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora;
>
> II - manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados;
>
> III - destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;
>
> IV - estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora;
>
> V - não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam;
>
> VI - só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados.

Vale destacar que apesar do inciso I do artigo 11 da Lei 9.515/1997 acima transcrito estabelecer que "constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da securitizadora", referidos créditos integram o patrimônio da securitizadora, mas são destacados dentro deste visando a satisfação dos créditos dos titulares de CRI ou de CRA atrelados a referido patrimônio separado. Trata-se de esfera patrimonial com autonomia funcional, que opera dentro do patrimônio geral da securitizadora. O patrimônio separado, por se encontrar destinado à realização do fim que o unifica mediante afetação patrimonial, recebe tratamento diferenciado, compatível com a finalidade para a qual foi constituído.

---

[374]Artigo 10 da Lei 9.514/97: "Art. 10. O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos, que, além de conter os elementos de que trata o art. 8º, submeter-se-á às seguintes condições: I - a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; II - a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão; III - a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos; IV - a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; V - a forma de liquidação do patrimônio separado. Parágrafo único. O Termo de Securitização de Créditos, em que seja instituído o regime fiduciário, será averbado nos Registros de Imóveis em que estejam matriculados os respectivos imóveis."

A afetação patrimonial, de modo geral, traz dois efeitos práticos: (i) segregação de parcela do patrimônio geral da pessoa, protegendo-o de riscos e passivos relacionados ao titular do patrimônio geral; e (ii) limitação de poderes do titular do patrimônio sobre referida parcela de seu patrimônio geral, que uma vez afetado deverá respeitar os fins estabelecidos para sua afetação.

O patrimônio separado possui ativo e passivo próprios, sendo formado tanto pelos bens, direitos e obrigações, como também pelos frutos e encargos advindos da administração desse patrimônio e também por eventuais encargos que venham a ser imputados a ele.

Conforme melhor abordado no item acima que trata da "Introdução do Patrimônio de Afetação no Ordenamento Jurídico Brasileiro", a formação de patrimônios de afetação, prescinde de autorização legal, devendo a lei específica, diante da adoção da teoria subjetiva do patrimônio pelo legislador no Código Civil de 2002, autorizar referido regime de afetação a estabelecer as condições de sua afetação, limites e forma em que dever-se-á operar tal segregação patrimonial. Tal autorização legal se faz necessária pois a segregação patrimonial é contrária ao princípio previsto no Código Civil de 2002 de que o patrimônio constitui garantia geral dos credores, bem como o princípio da livre utilização do patrimônio pela pessoa que o detem.

Para resguardar os interesses de terceiros, é necessário dar publicidade à afetação patrimonial, mediante registro, devendo a lei que autoriza referida afetação estabelecer os meios de registro e publicidade aplicáveis. Da mesma forma em que há proteção aos credores quanto à alienação de ativos da pessoa, a afetação patrimonial será ineficaz se constituída em fraude à execução e anulável se construída em fraude contra credores.

O artigo 119, inciso IX, da Lei 11.101/05, estabelece que: (i) os patrimônios de afetação, constituídos para cumprimento de destinação específica, obedecerão ao disposto na legislação respectiva; (ii) permanecerão seus bens, direitos e obrigações separados dos do falido até o advento do respectivo termo ou até o cumprimento de sua finalidade; (iii) na ocasião do termo final do patrimônio de afetação ou do cumprimento de sua finalidade, o administrador judicial arrecadará o saldo a favor da massa falida ou inscreverá na classe própria o crédito que houver contra a massa falida.

De forma coerente, a Lei 11.101/05, que regula a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária, afasta os patrimônios de afetação dos efeitos da falência, que persistem à consecução da finalidade que ensejou sua criação até que

esta seja totalmente consumida ou que advenha seu termo, se for o caso. Esgotada a finalidade do patrimônio de afetação, se sobejarem ativos, estes serão aproveitados em favor da massa falida.

Está abrangido pelo inciso IX do artigo 119 da Lei 11.101/05, dentre outros, o patrimônio separado da companhia securitizadora. O efeito prático é a impossibilidade de credores da companhia securitizadora alcançarem este patrimônio, ainda que sob o âmbito de recuperação judicial ou de falência. Portanto, a falência da companhia securitizadora, nos termos dessa disposição legal, não atinge o patrimônio separado, da mesma forma, a falência do cedente dos créditos ao patrimônio separado, também não atinge o patrimônio separado.[375]

Contudo, é importante destacar que a proteção dos patrimônios separados frente a credores em meio a recuperações judiciais e a falências não consiste em uma imunidade para prestar-se ao benefício e privilégio do devedor. Ao contrário, a separação patrimonial, necessariamente prevista em lei, visa a tutelar direitos de consumidores, investidores e outras partes relacionadas à atividade do devedor que, por circunstâncias negociais próprias, mantiveram os ativos segregados junto à propriedade formal do devedor. Há, aqui, uma clara preocupação do legislador em tutelar o crédito do consumo, a partir da experiência traumática do caso Encol, possibilitando a segregação patrimonial dos riscos de cada incorporação em relação ao risco de crédito próprio da incorporadora.[376]

Portanto, na forma como está prevista no artigo 119, IX, da Lei 11.101/05, a separação do patrimônio destinado à securitização revela-se em linha com as formulações doutrinárias da teoria objetiva do patrimônio. Quer-se chamar a atenção para (i) a previsão específica em lei, em exceção à adoção da teoria subjetiva do patrimônio pelo legislador do Código Civil de 2002; e (ii) a segregação patrimonial para uma finalidade predeterminada.

Daí decorre, por lógica, o dever de o agente fiduciário, constituído no âmbito de cada uma das emissões de títulos de securitização, em caso de insolvência da companhia securitizadora, assumir para si a consecução e gestão do lastro das securitizações, ainda que consistam em ativos de titularidade da companhia securitizadora. Ou seja, quando a

---

[375]CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa*: o novo regime da insolvência empresarial, *cit.,* p. 369.

[376]MIRANDA, Cláudio Luiz de; DI BIASE, Nicholas Furlan. A recuperação judicial de incorporadoras imobiliárias à luz do regime do patrimônio de afetação. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 4, p. 21, 2017.

companhia securitizadora ficar impossibilitada por razões da recuperação judicial ou de falência, a finalidade do patrimônio separado ainda assim deverá ser perseguida.

A constituição de patrimônio separado pela companhia securitizadora supera as dúvidas e incertezas existentes aos negócios fiduciários, pois impõe a separação patrimonial que falta aos negócios fiduciários, impondo blindagem quanto aos riscos pessoais do fiduciário (no nosso caso, das companhias securitizadoras), tornando especialmente atrativas as operações de securitização imobiliária e do agronegócio, via emissão de CRI ou de CRA, nas quais há constituição de patrimônio separado pela companhia securitizadora.

Apesar do legislador retratar a afetação patrimonial nas operações de securitização imobiliária e do agronegócio como "patrimônio separado", não podemos deixar de destacar que o patrimônio separado não representa apenas a separação patrimonial do patrimônio comum da companhia securitizadora, representa efetiva afetação patrimonial, mediante destaque de parcela do patrimônio da companhia securitizadora o qual é afetado a um fim específico, o adimplemento das obrigações assumidas no âmbito da emissão dos CRI ou dos CRA a que está vinculado tal patrimônio separado.

O patrimônio afetado não se destina ao atendimento dos interesses de seu titular, ele se destina exclusivamente à finalidade que o afeta. No patrimônio afetado os interesses de seu titular são tutelados apenas se estiverem relacionados à finalidade perseguida pelo patrimônio afetado. A finalidade pretendida pela afetação patrimonial será protegida independentemente se contrária aos interesses de seu titular. Nas companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio, a separação patrimonial coincide com os interesses destas, que figuram como meros *Conduits*[377] das estruturas de securitização, promovendo a administração do patrimônio separado exclusivamente para a consecução do fim a que foram constituídos, ao pagamento dos investidores dos CRI ou dos CRA a que está vinculado tal patrimônio.

Ainda que coincidentes, os interesses do patrimônio separado e da companhia securitizadora que lhe é titular, o patrimônio separado serve exclusivamente ao fim a que foi constituído, de forma que a proteção do patrimônio separado poderá ocorrer ainda que contrariamente aos interesses da companhia securitizadora, como são os casos de assunção da administração do patrimônio separado pelo agente fiduciário, ou os casos de substituição

[377]Vide item "2.1.1 Surgimento e desenvolvimento da securitização nos Estados Unidos" na presente obra.

da companhia securitizadora, como mencionado no emblemático caso da PDG Securitizadora.[378]

Daí decorre que a função de administração do patrimônio separado abrange necessariamente o devido cumprimento da sua finalidade constitutiva. Recorde-se que o patrimônio separado constitui-se a título de negócio fiduciário, tendo por causa fiducial a destinação a finalidade específica prevista em lei, para qual a companhia securitizadora, na condição de fiduciante, fica obrigada a cumprir.[379] Dessa forma, impõe-se à companhia securitizadora o dever fiduciário de administrar os créditos recebidos, bem como perseguir a finalidade para qual lhe foram cedidos os créditos.

Portanto, o dever de administração dos créditos-lastro de securitizações de CRI e de CRA é, em realidade, um desdobramento do dever fiduciário de perseguir a finalidade constitutiva daquele patrimônio separado. Em razão disso, toda a relação da companhia securitizadora com o patrimônio separado adquirido para fins de emissões de CRI e de CRA deverá ser orientada em função da causa fiducial que o constituiu, sendo essa a única razão de direito para a companhia securitizadora deter sua titularidade.[380]

Na hipótese de desvio de finalidade, isto é, o uso do patrimônio separado para destinações diversas das securitizações às quais servem de lastro, verifica-se o descumprimento do dever fiduciário pela companhia securitizadora e, assim, a pretensão reparatória por ato ilícito por parte dos investidores.[381]

3.7.1 Caso PDG – primeiro pedido de recuperação judicial por companhia securitizadora imobiliária

No ano de 2017, ainda como reflexo da severa crise no mercado imobiliário, a qual provocou reflexos diretos no funcionamento das principais incorporadoras do mercado brasileiro, novo evento de recuperação judicial atraiu a atenção do mercado imobiliário e do mercado financeiro e de capitais, quando a PDG Realty S.A. Empreendimentos e

---

[378]Vide item "3.7.1 Caso PDG – primeiro pedido de recuperação judicial por companhia securitizadora imobiliária." e item "3.8 Do agente fiduciário e das hipóteses em que poderá assumir a administração do patrimônio separado das companhias securitizadoras"

[379]AMARAL, Francisco. *Direito civil*: introdução, *cit.,* p. 407.

[380]TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. v. 3, p. 726.

[381]CORDEIRO, A. Barreto Menezes. *Do* trust *no direito civil*. Coimbra: Almedina, 2014. p. 563-564.

Participações (PDG Realty), em conjunto com outras 512 (quinhentas e doze) empresas de seu grupo econômico, inclusive a PDG Companhia Securitizadora (PDG Securitizadora), responsável pela emissão de CRI lastreados em recebíveis devidos ou cedidos por empresas pertencentes ao Grupo PDG, teve seu pedido de recuperação judicial deferido.

Trata-se de um dos maiores pedidos de recuperação judicial da história de nosso país, em volume de créditos sujeitos à recuperação judicial e em quantidade de credores submetidos ao regime recuperacional. O pedido de recuperação judicial pela PDG Securitizadora merece destaque em nossos estudos, tendo em vista que foi a primeira vez no Brasil que uma companhia securitizadora de créditos imobiliários solicitou recuperação judicial.

Referida recuperação judicial deve passar a nortear o entendimento do Judiciário sobre o regime de patrimônio separado das companhias securitizadoras. Segundo FÁBIO DE SOUZA ARANHA CASCIONE e DIEGO GONÇALVES COELHO, em artigo publicado pela revista Capital Aberto:

> A recuperação judicial da PDG serve de aprendizado, para o mercado avaliar com critérios mais rigorosos os riscos das emissões de securitização e de quem está por trás das operações.[382]

A PDG Securitizadora é subsidiária integral da PDG Realty e conta com registro de companhia aberta perante a CVM, tendo como atividade principal a securitização de recebíveis imobiliários.[383] A PDG Securitizadora, quando do pedido de recuperação judicial, possuía 24 (vinte e quatro) emissões de CRI, sendo que (i) em 9 (nove) emissões, o lastro é composto, parcial ou integralmente, por créditos devidos pela PDG Realty ou outras empresas de seu grupo econômico; (ii) em onze emissões, o lastro é composto integralmente por créditos imobiliários cujo devedor principal são adquirentes de unidades imobiliárias comercializadas pelas empresas do grupo econômico da PDG, figurando a PDG Realty e/ou empresas de seu grupo econômico como garantidoras; e (iii) em 4 (quatro) emissões, o lastro é composto integralmente por créditos devidos por terceiros, sem qualquer coobrigação ou garantia prestada pela PDG Realty ou empresas do seu grupo econômico.

---

[382]COELHO, Diego Gonçalves; CASCIONE, Fábio de Souza Aranha. Alerta que vem da PDG. *Revista Capital Aberto – Mercado de Capitais sob Novos Ângulos*, São Paulo, ano 14, n. 155, p. 47, 2017.

[383]PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Plano de Recuperação Judicial de PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações – em Recuperação judicial e outras sociedades integrantes do seu grupo econômico*. São Paulo, 06 de junho de 2017. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=63260&id=0&submenu=0&img=0&ano=2017>. Acesso em: 28 jun. 2019.

As emissões de CRI que tinham a PDG Realty e/ou outras empresas de seu grupo econômico como devedoras principais dos seus respectivos lastros representavam 93,44% do valor total de todas as emissões de CRI da PDG Securitizadora.

O pedido de recuperação judicial foi distribuído em 23 de fevereiro de 2017 e em menos de 10 (dez) meses o plano de recuperação judicial foi aprovado em Assembleia Geral de Credores pela grande maioria de credores sujeitos à recuperação judicial.

O plano de recuperação judicial inicialmente apresentado pelo Grupo PDG em 6 de junho de 2017, apesar de esclarecer que a PDG Securitizadora apresentava relação intrínseca com as demais empresas do grupo econômico da PDG Realty, por ser instrumento de captação de recursos ao grupo, respeitou as regras de separação patrimonial aplicáveis às companhias securitizadoras, de modo a permitir que os patrimônios separados sejam integralmente destinados à satisfação dos créditos a eles vinculados. Adicionalmente, o plano também não afeta os patrimônios de afetação de incorporações imobiliárias existentes, sendo que foram apresentados planos de recuperação judicial de forma segregada para cada sociedade de propósito específico objeto de afetação patrimonial.

Referido plano de recuperação judicial estabelecia o seguinte mecanismo de pagamento aos CRI, segregando os CRI em dois grandes grupos: (i) primeiro grupo composto pelos CRI cujo devedor principal seja PDG Realty ou outras empresas de seu grupo econômico: proposta de reestruturação desses CRI, nos mesmos termos e condições aplicáveis aos créditos concursais que os lastreiam, sendo que os recursos destinados a tais créditos concursais serão integralmente revertidos para os CRI em questão, sem comunicação com o patrimônio separado de outras emissões de CRI ou com o patrimônio geral da PDG Securitizadora, assegurando a observância da Lei 9.514/97. Mediante pagamento desses CRI, os mesmos serão retirados de circulação e extintos; (ii) segundo grupo composto pelos CRI cujo lastro tem como devedores principais adquirentes de unidades imobiliárias, figurando a PDG Realty ou outras empresas de seu grupo econômico apenas como garantidoras: não são afetados pelo plano de recuperação judicial, tendo em vista que o lastro de tais operações não se sujeita à recuperação judicial. Por outro lado, em referido plano, as garantias prestadas pela PDG Realty ou outras empresas de seu grupo econômico no âmbito desses CRI, se e quando exercidas pelos titulares dos CRI representados pelo agente fiduciário, serão interpretadas como créditos quirografários para fins do plano de recuperação judicial.

O plano de recuperação judicial definitivo foi aprovado em 30 de novembro de 2017, em Assembleia Geral de Credores, sendo aprovado na Classe I (trabalhista) por 99,77% dos credores presentes e 99,17% dos créditos presentes; na classe II (créditos com garantia real), houve aprovação de 77,78% dos credores presentes e 58,47% dos créditos presentes; na classe III (quirografários), houve aprovação de 93,37% dos credores presentes e 83,26% dos créditos presentes; na classe IV (EPP e Microempresas) houve aprovação do plano por 95,63% dos credores presentes e 24,21% dos créditos presentes.

Em 6 de dezembro de 2017, em decisão proferida pelo Juiz de Direito Dr. João de Oliveira Rodrigues Filho[384], o Juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais e Conflitos Relacionados à Arbitragem da Comarca de São Paulo homologou o Plano de Recuperação Judicial das empresas integrantes do grupo econômico da PDG Realty, inclusive da PDG Securitizadora.[385]

Tendo em vista que a PDG Securitizadora constituiu expressamente, nos termos da Lei 9.514/97, patrimônios separados, compostos pelos créditos imobiliários e eventuais garantias que lastreiam cada emissão de CRI, do lado ativo, e das dívidas representadas pelos CRI adquiridos por investidores, do lado passivo, os patrimônios separados foram expressamente excluídos da recuperação judicial, não estando, assim, sujeitos ao plano de recuperação judicial aprovado em Assembleia Geral de Credores e homologado em juízo, de forma que os patrimônios separados não são e não poderão ser diretamente afetados pela recuperação judicial ou pelas disposições do plano de recuperação judicial.[386]

O caso da PDG Securitizadora demonstrou a relevância da separação patrimonial para a segurança jurídica das operações de securitização. Não fosse a separação patrimonial dada em favor dos investidores, a recuperação judicial da companhia securitizadora poderia representar um sério risco à confiabilidade da estrutura dos CRI e dos CRA e à tutela do investimento via mercado de capitais em produtos imobiliários e do agronegócio.

---

[384]BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1016422-34.2017.8.26.0100, cit.*

[385]PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Plano de Recuperação Judicial de PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações – em Recuperação judicial e outras sociedades integrantes do seu grupo econômico, cit.*

[386]O plano de recuperação judicial do Grupo PDG, em linha com o pedido de recuperação judicial originário da ação, excluiu expressamente do âmbito da reestruturação da recuperanda os direitos creditórios integrantes de patrimônios separados constituídos para fins de securitizações imobiliárias, conforme homologado pelo juízo da 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais de São Paulo. (BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1016422-34.2017.8.26.0100, cit.*).

Num cenário de envolvimento dos créditos-lastro de CRI na massa concursal, o resultado seria, por certo, a inviabilidade de novas estruturas de securitização, por conta da insegurança que investidores teriam de não reaver suas aplicações por conta de riscos de crédito da companhia securitizadora que não lhes são possíveis de identificar. Em razão disso, entendemos ser desejável tornar a separação patrimonial nas operações de securitização como um requisito obrigatório – e não meramente facultativo, como dispõe a legislação atualmente.

A recuperação judicial do Grupo PDG, ainda que não tenha suscitado discussões relevantes sobre a segregação dos patrimônios separados das securitizações da PDG Securitizadora, expôs uma lacuna regulatória importante sobre as securitizações: a possibilidade de partes relacionadas da companhia securitizadora atuarem na originação e na cessão de créditos das securitizações. Notou-se no caso do Grupo PDG que determinados CRI emitidos pela securitizadora tinham como devedoras outras entidades do Grupo PDG que atuavam no setor imobiliário. Com o deferimento do pedido de recuperação judicial de todo o Grupo PDG, inclusive da PDG Securitizadora, os investidores desses CRI tiveram seus créditos suspensos e passaram a compor o quadro de credores, expondo uma fragilidade regulatória sobre o processo de securitização.

Particularmente no caso da recuperação judicial do Grupo PDG, a solução encontrada foi negociada entre os credores para consignar no plano de recuperação judicial a possibilidade de investidores de CRI lastreados em créditos do Grupo PDG receberem seus créditos por meio da entrega de ações da PDG Realty.[387] Assim, parte relevante dos investidores de CRI de securitizações de dívidas originadas ou cedidas por entidades do Grupo PDG deliberou, em assembleia de titulares de CRI, o pagamento dos créditos devidos mediante entrega de ações.[388]

---

[387]Para analisar a íntegra da primeira versão do plano de recuperação judicial do Grupo PDG, que possibilitou aos titulares de determinados CRI lastreados em dívidas do Grupo PDG receberem ações da PDG Realty S.A. em pagamento, ver: PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Plano de Recuperação Judicial de PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações – em Recuperação judicial e outras sociedades integrantes do seu grupo econômico, cit.*

[388]Nesse sentido, pode-se tomar como exemplo a deliberação tomada pelos titulares da 3ª Série da 1ª Emissão de CRI da PDG Companhia Securitizadora, ocorrida em 6 de maio de 2019. (PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral de Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 3ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 06 de Maio de 2019. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=687924&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 06 jul. 2019).

A exposição dos investidores foi suficientemente relevante para despertar a iniciativa do regulador. A CVM, baseada na experiência do caso do Grupo PDG, alterou a regulamentação aplicável aos CRI – isto é, a Instrução CVM 414 –, com fins de vedar a aquisição de créditos de partes relacionadas destinada à securitização ofertada a investidores.

Ainda que a regulação tenha recentemente encontrado lacunas de proteção dos investidores, é razoavelmente pacífico que a afetação do patrimônio pelas securitizadoras, mediante constituição de patrimônio separado para cada emissão de CRI, é garantida pela Lei 9.514/97, que dispõe, dentre outros temas, sobre securitização de créditos imobiliários e instituição de regime fiduciário sobre tais créditos.

O regime fiduciário instituído pela companhia securitizadora para cada emissão de CRI será extinto mediante o implemento das condições a que esteja submetido, conforme termo de securitização de créditos que tenha instituído referido regime fiduciário, sendo certo que uma vez satisfeitos os créditos dos titulares de CRI atrelados a referido patrimônio separado e extinto o regime fiduciário, o agente fiduciário deverá fornecer, no prazo de três dias úteis, à companhia securitizadora, termo de quitação, que servirá para baixa e importará na reintegração ao patrimônio comum da companhia securitizadora dos recebíveis imobiliários que sobejarem de referido patrimônio separado, a não ser que disposto de outra forma no instrumento de cessão dos créditos à companhia securitizadora.

Por outro lado, na superveniência de insolvência da companhia securitizadora, fica incumbido ao agente fiduciário assumir a administração do patrimônio separado para fins de emissão de CRI, conforme dispõe o artigo 13, inciso III, da Lei 9.514/97. [389] Trata-se de uma obrigação imposta pela lei, de forma a assegurar que a finalidade do patrimônio separado – isto é, o lastro para o investimento nos CRI emitidos – seja devidamente cumprida independentemente da solvência da companhia securitizadora.

Apesar do inciso III do artigo 13 da Lei 9.514/97 estabelecer que na hipótese de insolvência da companhia securitizadora o agente fiduciário deverá exercer a administração do patrimônio separado, o que temos evidenciado na prática é que tanto os agentes fiduciários quanto os investidores de CRI têm buscado substituir a securitizadora dos CRI em hipóteses de agravamento financeiro significativo da companhia securitizadora ou má

[389] Artigo 13, inciso III, da Lei 9.514/97: "Art. 13. Ao agente fiduciário são conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários, inclusive os de receber e dar quitação, incumbindo-lhe: [...] III - exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado."

gestão do patrimônio separado.[390] No caso da PDG Securitizadora, após o deferimento do pedido de recuperação judicial da PDG Securitizadora, os agentes fiduciários das respectivas operações de CRI convocaram assembleias de titulares de CRI para deliberar acerca da substituição da companhia securitizadora, vencimento antecipado dos CRI, dentre outras questões. Note-se aqui que em parcela significativa das emissões de CRI de emissão da PDG Securitizadora, foi deliberado pelos titulares de CRI a substituição da companhia securitizadora. Em outra parcela das operações de CRI foi deliberada a manutenção junto a PDG Securitizadora e em outra parte das operações foi deliberado o vencimento antecipado dos CRI ou a suspensão de seu vencimento antecipado até a realização de nova assembleia de titulares de CRI.

As deliberações em assembleias de titulares de CRI pela substituição da PDG Securitizadora de forma a evitar a assunção da administração do patrimônio separado pelo agente fiduciário reforçam a estrutura das securitizadoras como meros *Conduits*[391] nas securitizações imobiliárias, em que o seu principal papel é de adquirir e vincular créditos imobiliários em valores mobiliários de sua emissão e posteriormente manter a administração do patrimônio separado afetado a tal emissão de CRI para fins de pagamento dos investidores de CRI, conforme previsto no termo de securitização, sem prejuízo das hipóteses em que a companhia securitizadora conferir aos titulares de CRI o direito de haver seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora[392], hipótese em que a companhia securitizadora ficará encarregada de promover a recomposição de créditos imobiliários em caso de sua insuficiência[393], conforme previsto nos §§ 1º e 2º do artigo 11 da Lei 9.514/97.

---

[390]TLON. Com desenvolvimento do mercado, substituição de securitizadora torna-se mais comum. *CRI Jornal*, 31 out. 2019. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/cri/jornal/artigos/13856-com-desenvolvimento-do-mercado-substituicao-de-securitizadora-torna-se-mais-comum>. Acesso em: 18 nov. 2019.

[391]Vide item "2.1.1 Surgimento e desenvolvimento da securitização nos Estados Unidos" na presente obra.

[392]§ 1º do artigo 11 da Lei 9.514/97: "§ 1º No Termo de Securitização de Créditos, poderá ser conferido aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora."

[393]§ 2º do artigo 11 da Lei 9.514/97: "§ 2º Uma vez assegurado o direito de que trata o parágrafo anterior, a companhia securitizadora, sempre que se verificar insuficiência do patrimônio separado, promoverá a respectiva recomposição, mediante aditivo ao Termo de Securitização de Créditos, nele incluindo outros créditos imobiliários, com observância dos requisitos previstos nesta seção."

3.8 DO AGENTE FIDUCIÁRIO E DAS HIPÓTESES EM QUE PODERÁ ASSUMIR A ADMINISTRAÇÃO DO PATRIMÔNIO SEPARADO DAS COMPANHIAS SECURITIZADORAS

Aplicam-se aos agentes fiduciários nas emissões de CRI e de CRA os mesmos requisitos e incompatibilidades impostos pelo Art. 66 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei 6.404/76), quais sejam: (i) somente podem ser nomeados agentes fiduciários as pessoas naturais que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo BACEN, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros; (ii) a CVM poderá estabelecer que nas emissões de CRI ou de CRA negociadas no mercado o agente fiduciário, ou um dos agentes fiduciários, seja instituição financeira; e (iii) não pode ser agente fiduciário: a) pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia, a menos que autorizado, nos termos das normas expedidas pela CVM; b) instituição financeira coligada à companhia emissora ou à entidade que subscreva a emissão para distribuí-la no mercado, e qualquer sociedade por elas controlada; c) credor, por qualquer título, da sociedade emissora, ou sociedade por ele controlada; d) instituição financeira cujos administradores tenham interesse na companhia emissora; e) pessoa que, de qualquer outro modo, se coloque em situação de conflito de interesses pelo exercício da função.

Além disso, incidem sobre a atuação do agente fiduciário a regulamentação específica da CVM, particularmente a Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016 (Instrução CVM 583/16).[394] Assim, o regulador estabelece, por exemplo, requisitos e procedimentos de prestação de informações aos investidores, as condições de lealdade e as hipóteses de conflitos de interesses.

Por consequência, o agente fiduciário que, por circunstâncias posteriores à emissão dos CRI ou dos CRA, ficar impedido de continuar a exercer a função deverá comunicar imediatamente o fato aos investidores e pedir sua substituição. A substituição do agente

[394]Anteriormente à edição da Instrução CVM 583, não havia uma regulamentação da CVM específica para a atuação de agentes fiduciários em securitizações, sendo até então aplicada por analogia a Instrução CVM nº 28, de 23 de novembro de 1983, referente a agentes fiduciários de emissões públicas de debêntures.

fiduciário ocorrerá, assim, mediante deliberação dos titulares-investidores em assembleia especialmente convocada para esse fim.[395]

Ao agente fiduciário são conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos titulares dos CRI ou dos CRA, inclusive os de receber e dar quitação, cabendo ao agente fiduciário nomeado por meio do termo de securitização de créditos ou em assembleia de titulares de CRI ou de CRA, conforme o caso, que promover a sua substituição, além das obrigações que lhe forem atribuídas no respectivo termo de securitização de créditos. Incluem-se entre as obrigações legais do agente fiduciário: (i) zelar pela proteção dos direitos e interesses dos titulares de CRI ou de CRA, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado; (ii) adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos titulares de CRI ou de CRA, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça; (iii) exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado; e (iv) promover, na forma em que dispuser o termo de securitização de créditos, a liquidação do patrimônio separado.[396]

Dessa forma, cabe ao agente fiduciário resguardar, como representante dos investidores, os seus interesses em relação à administração do lastro das emissões de CRI e de CRA, como também monitorar se os pagamentos de remuneração e principal desses títulos estão sendo devidamente realizados e a respectiva formalização e manutenção das garantias atreladas à operação. Incumbe, pois, ao agente fiduciário a função de supervisionar a companhia securitizadora, tanto na verificação da adequada destinação do patrimônio separado, quanto na administração e na prestação de contas sobre os créditos-lastro das securitizações vinculados ao patrimônio separado.

---

[395]Artigo 7ª da Instrução CVM 583: "Art. 7º Na hipótese de impedimento, renúncia, intervenção ou liquidação extrajudicial do agente fiduciário, este deve ser substituído no prazo de até 30 (trinta) dias, mediante deliberação da assembleia dos titulares dos valores mobiliários.".

[396]Artigo 13 da Lei 9.514/97: "Art. 13. Ao agente fiduciário são conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários, inclusive os de receber e dar quitação, incumbindo-lhe: I - zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado; II - adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça; III - exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado; IV - promover, na forma em que dispuser o Termo de Securitização de Créditos, a liquidação do patrimônio separado; V- executar os demais encargos que lhe forem atribuídos no Termo de Securitização de Créditos. § 1º O agente fiduciário responderá pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária. § 2º Aplicam-se ao agente fiduciário os mesmos requisitos e incompatibilidades impostos pelo art. 66 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976."

De igual modo, caberá ao agente fiduciário o dever de adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos titulares dos CRI ou dos CRA, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça, respondendo pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária.[397]

Adicionalmente, caso declarada a insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário deverá assumir imediatamente a custódia e administração dos créditos imobiliários ou do agronegócio integrantes do patrimônio separado e deverá convocar a assembleia de titulares de CRI ou de CRA para deliberar sobre a forma de administração.

Ressalte-se, ainda, como argumentado anteriormente, que a administração do patrimônio separado é uma obrigação decorrente da causa constitutiva, isto é, lastrear e garantir o pagamento das operações de CRI ou de CRA a ele vinculadas, conforme o caso. Assim, mesmo quando o agente fiduciário assume a administração do patrimônio separado por conta de insolvência da companhia securitizadora, trata-se de uma obrigação imposta pela lei, de forma a assegurar que a finalidade do patrimônio separado seja devidamente atendida independentemente da solvência da companhia securitizadora.

Como visto, a insolvência da companhia securitizadora não afeta, de modo geral, os patrimônios separados que tenha constituído, de forma que o agente fiduciário, ao assumir sua administração, deverá recebê-lo em estado livre e desimpedido de quaisquer ônus e gravames, exceto pelos decorrentes da emissão dos CRI ou dos CRA a que estão afetados.

A insuficiência dos bens de determinado patrimônio separado não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo, nessa hipótese, ao agente fiduciário convocar assembleia de titulares de CRI ou de CRA para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado, restando a assembleia geral legitimada a adotar qualquer medida pertinente à administração ou liquidação do patrimônio separado, inclusive a transferência dos bens e direitos dele integrantes para outra entidade que opere no Sistema de Financiamento Imobiliário - SFI, a forma de liquidação do patrimônio e a nomeação do liquidante.

A assembleia de titulares de CRI ou de CRA para tratar acerca da insuficiência patrimonial do patrimônio separado deverá ser convocada mediante edital publicado por 3

---

[397]A Emenda nº 20, de autoria dos Deputados Chico Vigilante e Matheus Schmidt, acrescentou ao Projeto de Lei nº 3242/97 (convertido na Lei n.º 9.514/97) entre as causas de responsabilidade civil do agente fiduciário, a hipótese de descumprimento de disposição legal ou regulamentar. (VIGILANTE, Dep. Chico *et al*. Proposta de Emenda n.º 20 ao Projeto de Lei Complementar nº 3.242, de 1997, *cit.,* p. 30312).

(três) vezes, com antecedência de 20 (vinte) dias à realização da assembleia, em jornal de grande circulação na praça em que tiver sido feita a emissão dos CRI ou dos CRA e será instalada, em primeira convocação, com a presença de titulares de CRI ou de CRA, conforme o caso, que representem, pelo menos, dois terços do valor global dos CRI ou dos CRA em circulação e, em segunda convocação, com qualquer número de titulares de CRI ou de CRA, conforme o caso, sendo válidas as deliberações tomadas pela maioria absoluta dos titulares de CRI ou de CRA.

Embora os agentes fiduciários tenham poderes legais para substituir as companhias securitizadoras em situações adversas, a prática de mercado tende a favorecer a substituição das companhias securitizadoras inadimplentes por outras companhias securitizadoras, evitando custos maiores aos titulares de CRI e de CRA, que ocorreriam caso o agente fiduciário assumisse tal função. Nessas hipóteses e visando o atendimento aos interesses dos titulares de CRI e de CRA, tem ocorrido a substituição da companhia securitizadora, mediante deliberação prévia em assembleia de titulares de CRI e de CRA, passando a nova securitizadora a figurar como titular dos bens e direitos integrantes do patrimônio separado vinculado a tal operação.

Nesse sentido, confira-se as assembleias de titulares dos CRI da 5ª e 6ª[398], 7ª e 8ª, 9ª[399]e 10ª[400], 16ªe 17ª[401], 19ª e 20ª[402] séries da 1ª emissão da PDG Securitizadora, nas quais

[398]Com a destituição da PDG Securitizadora e sua substituição pela Ápice Securitizadora S.A., ocorreu a assunção, pela Ápice, de todos os direitos e deveres da PDG Securitizadora previstos nos documentos que formalizam a emissão dos CRI, a partir de 30 de maio de 2018, inclusive, e os CRI da 5ª e 6ª séries da 1ª emissão da PDG Securitizadora passaram a ser representados como Certificados de Recebíveis Imobiliários da 114ª Série e 115ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A. (PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 5ª Série e da 6ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE050620180104325608-69. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627077&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019). A formalização da substituição da PDG Securitizadora pela Ápice Securitizadora S.A. se deu por meio de Aditamento ao Termo de Securitização da operação. (TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios*. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336010-38. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642061&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019).

[399]Com a destituição da PDG Securitizadora e sua substituição pela Ápice Securitizadora S.A., ocorreu a assunção, pela Ápice, de todos os direitos e deveres da PDG Securitizadora previstos nos documentos que formalizam a emissão dos CRI, a partir de 30 de maio de 2018, inclusive, e os CRI da 7ª e 8ª Séries da 1ª emissão da PDG Securitizadora passaram a ser representados como Certificados de Recebíveis Imobiliários da 123ª Série e 124ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A. (PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 7ª Série e da 8ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-38. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627058&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019). A formalização da substituição da PDG Securitizadora pela Ápice Securitizadora S.A. se deu por meio de Aditamento ao Termo de Securitização da operação. (TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios*. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336010-44. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642064&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019).

[400]Com a destituição da PDG Securitizadora e sua substituição pela Ápice Securitizadora S.A., ocorreu a assunção, pela Ápice, de todos os direitos e deveres da PDG Securitizadora previstos nos documentos que formalizam a emissão dos CRI, a partir de 30 de maio de 2018, inclusive, e os CRI da 9ª e 10ª séries da 1ª emissão da PDG Securitizadora passaram a ser representados como Certificados de Recebíveis Imobiliários da 125ª Série e 126ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A. (PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 9ª Série e da 10ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-19. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627055&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019). A formalização da substituição da PDG Securitizadora pela Ápice Securitizadora S.A. se deu por meio de Aditamento ao Termo de Securitização da operação. (TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios.* Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336011-05. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642067&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019).

[401]Com a destituição da PDG Securitizadora e sua substituição pela Ápice Securitizadora S.A., ocorreu a assunção, pela Ápice, de todos os direitos e deveres da PDG Securitizadora previstos nos documentos que formalizam a emissão dos CRI, a partir de 30 de maio de 2018, inclusive, e os CRI da 16ª e 17ª séries da 1ª

foi deliberado, dentre outras matérias, a destituição da PDG Securitizadora e sua substituição pela Ápice Securitizadora S.A. (atualmente denominada True Securitizadora S.A.), mediante assunção, pela nova securitizadora, de todos os direitos e deveres da securitizadora substituída previstos nos documentos que formalizaram a emissão dos CRI. Após a assunção pela Ápice Securitizadora dos bens e direitos integrantes de tais patrimônios separados, os CRI da PDG Securitizadora a eles vinculados passaram a ser representados por números de série e emissão da Ápice Securitizadora, por meio de aditamentos aos respectivos Termos de Securitização que formalizaram a substituição da companhia securitizadora.

A transferência de bens e direitos integrantes de patrimônio separado é hipótese prevista na legislação nos casos de insuficiência dos bens do patrimônio separado da companhia securitizadora, hipótese em que os bens e direitos poderão ser transferidos, mediante deliberação em assembleia de titulares de CRI ou de CRA, conforme o caso, para outra entidade que opere no Sistema de Financiamento Imobiliário[403]. A substituição das

---

emissão da PDG Securitizadora passaram a ser representados como Certificados de Recebíveis Imobiliários da 127ª Série e 128ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A. (PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 16ª Série e da 17ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-28. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627057&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019). A formalização da substituição da PDG Securitizadora pela Ápice Securitizadora S.A. se deu por meio de Aditamento ao Termo de Securitização da operação. (TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336011-08. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642069&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019).

[402]Com a destituição da PDG Securitizadora e sua substituição pela Ápice Securitizadora S.A., ocorreu a assunção, pela Ápice, de todos os direitos e deveres da PDG Securitizadora previstos nos documentos que formalizam a emissão dos CRI, a partir de 30 de maio de 2018, inclusive, e os CRI da 19ª e 20ª séries da 1ª emissão da PDG Securitizadora passaram a ser representados como Certificados de Recebíveis Imobiliários da 129ª Série e 130ª Série da 1ª Emissão da Ápice Securitizadora S.A. (PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 19ª Série e da 20ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-07. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627053&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019). A formalização da substituição da PDG Securitizadora pela Ápice Securitizadora S.A. se deu por meio de Aditamento ao Termo de Securitização da operação. (TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios*. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336011-11. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642071&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019).

[403]Caput e § 1º do Artigo 14 da Lei 9.514/97: "Art. 14. A insuficiência dos bens do patrimônio separado não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo, nessa hipótese, ao agente fiduciário convocar assembléia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio

companhias securitizadoras sem que tenha ocorrido insuficiência dos bens do patrimônio separado é fenômeno interessante, mas que reforça a importância da afetação patrimonial, mediante criação de patrimônios separados, nas operações de securitização imobiliária e do agronegócio.[404]

A companhia securitizadora deve servir ao fim a que se destina o patrimônio separado sob sua administração fiduciária, de forma que a substituição da companhia securitizadora pelo agente fiduciário (ou por outra companhia securitizadora, como ocorrido em alguns casos apontados anteriormente) não impacta a função a ser desempenhada pelo patrimônio separado.

3.9. O ARTIGO 76 DA MEDIDA PROVISÓRIA 2.158-35/01

Apesar da evidente segurança jurídica imposta pela existência de patrimônios separados e respectivos regimes fiduciários estabelecidos pelas companhias securitizadoras para cada emissão de CRI e de CRA, cabe, contudo, anotarmos importante ressalva à afetação patrimonial e aos patrimônios separados das companhias securitizadoras, no que diz respeito à Medida Provisória nº 2.158-35/01.

Embora a Medida Provisória nº 2.158-35/01 tenha trazido benefícios concretos à securitização de créditos imobiliários, ao alterar a Lei nº 9.718, de 27 de novembro de 1998, que altera a Legislação Tributária Federal, seu artigo 76 acabou por limitar os efeitos dos regimes fiduciários e consequentes patrimônios separados que podem ser instituídos pelas companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio, ao determinar que "as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos com relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos". Ademais, em seu parágrafo único, ela prevê que “desta forma permanecem respondendo

---

separado. § 1º Na hipótese de que trata este artigo, a assembléia geral estará legitimada a adotar qualquer medida pertinente à administração ou liquidação do patrimônio separado, inclusive a transferência dos bens e direitos dele integrantes para outra entidade que opere no SFI, a forma de liquidação do patrimônio e a nomeação do liquidante.”

[404]Destaque-se aqui que o legislador, de forma diferente do que disposto na Lei 9.514/97, ao tratar da sucessão da propriedade fiduciária de bem imóvel integrante do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, estabeleceu que tal sucessão não importa em transferência de propriedade. Vide artigo 11, § 4º, da Lei 8.668/93 “4º A sucessão da propriedade fiduciária de bem imóvel integrante de patrimônio de Fundo de Investimento Imobiliário não constitui transferência de propriedade.”

pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação".

Assim, a partir do artigo 76 da Medida Provisória nº 2.158-35/01, os créditos e demais bens que sejam objeto de patrimônios separados de companhias securitizadoras poderão ser alcançados por credores fiscais, trabalhistas e previdenciários da companhia securitizadora. Em alguns casos, o patrimônio separado pode ser alcançado até mesmo por credores trabalhistas e previdenciários de pessoas físicas e jurídicas pertencentes ao mesmo grupo econômico da securitizadora, tendo em vista as normas de responsabilidade solidária e subsidiária de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico existentes em tais casos.

Por outro lado, o artigo 10 da Lei 10.931/04 afasta expressamente a aplicação do disposto no Art. 76 da Medida Provisória 2.158-35/01 aos patrimônios de afetação de incorporações imobiliárias definido pela Lei 4.591/64.[405] Contudo, para os demais regimes de afetação, inclusive aos patrimônios separados das companhias securitizadoras, não fica afastada a aplicação do Art. 76 da Medida Provisória 2.158-35/01.

Ainda assim, apesar de expressa previsão em lei da não aplicação do Art. 76 da Medida Provisória 2.158-35/01 aos regimes de afetação no âmbito de incorporações imobiliárias, há decisões da justiça do trabalho no sentido de aplicar a Lei Complementar nº 118 de 2005, de hierarquia superior e com data posterior à edição da Lei nº 10.931/04, estabelecendo o privilégio do crédito trabalhista sobre qualquer outro. Veja-se, assim, o seguinte julgado:

> EMBARGOS DE TERCEIRO. PATRIMÔNIO DE AFETAÇÃO. PREFERÊNCIA DO CRÉDITO TRABALHISTA. A afetação patrimonial realizada nos termos do art. 31-A da Lei nº 4.591/64, com redação incluída pela Lei nº 10.931/04, não consiste em empecilho à penhora para a satisfação de execução de crédito trabalhista, pois o art. 186, da Lei Complementar n 118 de 2005, que alterou o CTN, de hierarquia superior e com data posterior à edição da Lei nº 10.931/04, estabelece a preferência do crédito trabalhista sobre qualquer outro, sendo decorrente da natureza alimentar do crédito executado. Agravo de petição a que se nega provimento.[406]

[405]Artigo 10 da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004 "Art. 10. O disposto no art. 76 da Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001, não se aplica ao patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias definido pela Lei nº 4.591, de 1964."

[406]BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 18ª Região. Tribunal Pleno. *AP nº 0011701-68.2015.5.18.0013, julgado em 16 de maio de 2016*. Rel. Desembargador Elvecio Moura dos Santos.

Como resultado, da perspectiva do investidor, o investimento em títulos de securitizações envolve, para além dos riscos próprios dos recebíveis-lastro, o risco creditício da própria companhia securitizadora. Nesse sentido, é recorrente que as emissões de títulos de securitização tenham nos documentos das suas ofertas públicas a previsão de riscos de desconsideração da separação patrimonial em relação a débitos de natureza tributária, previdenciária e trabalhista da companhia securitizadora e de outras entidades de seu grupo econômico.[407]

Assim, da análise de formulários de referência de 28 (vinte e oito) companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio, identificamos em 16 (dezesseis) formulários de referência a existência de fator de risco específico acerca da possibilidade da desconsideração do regime fiduciário e do patrimônio separado das companhias securitizadoras, por conta do que dispõe o artigo 76 da Medida Provisória 2.158-35/01.[408]

Contudo, em pesquisa realizada nos principais tribunais brasileiros com competência territorial nos foros de sede das principais companhias securitizadoras brasileiras[409], até o momento da conclusão da presente obra, foi identificada única decisão, do Tribunal Regional do Trabalho da 1ª Região, acerca da aplicação do artigo 76 da Medida Provisória nº 2.158-35/01, comprometendo o regime fiduciário e respectivo patrimônio separado em operação

---

[407]Nesse sentido, veja-se o seguinte exemplo: "A Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001, conforme em vigor, com a redação trazida em seu artigo 76, acabou por limitar os efeitos do regime fiduciário que pode ser instituído por companhias securitizadoras, ao determinar que "as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos com relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos". Assim, os Direitos Creditórios do Agronegócio e os recursos deles decorrentes que sejam objeto de Patrimônios Separados, poderão ser alcançados por credores fiscais, trabalhistas e previdenciários da Emissora e, em alguns casos, por credores trabalhistas e previdenciários de pessoas físicas e jurídicas pertencentes ao mesmo grupo econômico da Emissora, tendo em vista as normas de responsabilidade solidária e subsidiária de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico existentes em tais casos." (ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A. *Prospecto Preliminar da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio das 1ª e 2ª Séries da 12ª Emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A*. p. 209. Disponível em: <https://institucional.xpi.com.br/downloads/BO/20190729_CRAJSL_PROSPECTODEFINITIVO.pdf>. Acesso em: 01 ago. 2019).

[408]O "Anexo B - Listagem de formulários de referência de companhias securitizadoras imobiliárias e do agronegócio analisadas" apresenta relação de formulários de referência acessados e indicação acerca da existência de fator de risco sobre a possibilidade da desconsideração do regime fiduciário e do patrimônio separado das companhias securitizadoras, por conta do que dispõe o artigo 76 da Medida Provisória nº 2.158-35/01.

[409]Foram realizadas pesquisas nos seguintes tribunais: Superior Tribunal Federal, Superior Tribunal de Justiça, Tribunal Superior do Trabalho, Tribunal Regional Federal da 2ª Região, Tribunal Regional Federal da 3ª Região, Tribunal Regional do Trabalho da 1ª Região, Tribunal Regional do Trabalho da 2ª Região, Tribunal de Justiça do Estado de Rio de Janeiro e Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

de emissão de CRI por companhia securitizadora. Referido precedente judicial argumentou que:

> [...] embora o art. 10 da Lei nº 9.514/1997 disponha que a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiam a emissão implica patrimônio separado, essa disposição não tem eficácia em relação ao credor trabalhista. [...] Desta forma, é possível concluir que os Créditos Imobiliários, apesar de serem objeto de Patrimônio Separado, poderão ser alcançados por credores fiscais, trabalhistas e previdenciários da Emissora.[410]

Na hipótese em que houver descaracterização do patrimônio separado, nos termos do artigo 76 da Medida Provisória 2.158-35/01, para fins de pagamento de débitos fiscais, previdenciários ou trabalhistas da securitizadora ou qualquer empresa do seu grupo econômico, a securitizadora deverá reembolsar todo o valor retirado no limite do patrimônio separado acessado. A obrigação de reparação decorre do princípio de vedação do enriquecimento ilícito, de modo que se evite o esvaziamento indevido do patrimônio separado por dívidas da companhia securitizadora, sobretudo nas hipóteses em que ela posteriormente revela possuir patrimônio disponível suficiente para atender a seus credores tributários, previdenciários e trabalhistas.[411]

É certo, ainda, que a obrigação de restituição do patrimônio separado, quando da desconsideração da sua afetação, decorre do descumprimento das relações contratuais próprias da relação entre a securitizadora com os investidores no âmbito da subscrição dos títulos de securitizações.

---

[410]BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 1ª Região. 10ª Turma. *Embargos de Declaração nº 0000005-86.2017.5.01.0482 - ET, julgado em 05 de junho de 2019*. Rel. Desembargador Marcelo Antero de Carvalho.
[411]COELHO, Fábio Ulhôa. O patrimônio separado na falência, *cit.,* p. 99.

CAPÍTULO 4 CONCLUSÃO

A afetação patrimonial é um fenômeno jurídico que implica a destinação de determinados bens, direitos e obrigações a uma finalidade jurídica ou econômica especialmente atribuída. Para tanto, confere-se a autonomia patrimonial aos bens, direitos e obrigações para permitir o atingimento da função de afetação especial.

É, por sua vez, a teoria jurídica do patrimônio que garante respaldo para a afetação e separação patrimonial destinada ao atingimento de funções econômicas e jurídicas especiais. Desenvolvida a partir de críticas que reconheciam a possibilidade de haver bens e direitos sem um titular, a teoria objetiva do patrimônio possibilitou atribuir exceções à unicidade patrimonial estabelecida no entorno da personalidade jurídica, como também a possibilidade de segregação de bens, direitos e obrigações para que determinado fim econômico ou jurídico seja cumprido independentemente da insolvência de seu titular.

Ocorre, porém, que a teoria objetiva do patrimônio, ao menos no direito brasileiro, é fenômeno excepcional em relação ao regime jurídico geral do patrimônio. A opção do legislador brasileiro, que se manteve desde a primeira codificação civil no Brasil, está alinhada com a teoria subjetiva do patrimônio, desenvolvida sobretudo pelos autores franceses AUBRY e RAU.

A formulação teórica de AUBRY e RAU atrela o patrimônio à própria noção de personalidade jurídica de seu titular. Conquanto o exercício de assumir e exigir obrigações de caráter patrimonial é uma atribuição própria da autonomia da vontade do sujeito, o patrimônio acaba sendo uma dimensão econômica do próprio exercício da personalidade jurídica de seu titular. O resultado é que o patrimônio recebe um tratamento jurídico unitário e indivisível, impossibilitando a segregação de bens, direitos e obrigações destinados a finalidades especiais.

A experiência prática, no entanto, gradativamente reconheceu situações jurídicas em que o regime jurídico patrimonial se dita por sua finalidade especialmente atribuída e não pela personalidade jurídica de seu titular. Assim, disposições legais passaram a reconhecer, em circunstâncias específicas, a possibilidade de separação patrimonial para destinação de bens, direitos e obrigações a uma finalidade especial legalmente reconhecida.

Diversos são os ordenamentos jurídicos que reconhecem a possibilidade de separação patrimonial sob uma única titularidade, desde que sob previsão legal. Assim, observa-se atualmente o instituto do patrimônio separado na França, na Itália, em Portugal, na Espanha, na Alemanha e na Argentina, como também em outros países latino-americanos.

É também o caso, no direito brasileiro, da incorporação imobiliária, prevista na Lei 4.591/64. Uma vez afetado o patrimônio, a incorporação ocorre totalmente desvinculada do patrimônio geral do incorporador e livre dos encargos não vinculados ao empreendimento em questão.

Desse modo, a separação patrimonial confere à incorporação imobiliária segurança jurídica e a possibilidade de geração de receita pelo empreendimento objeto de afetação independente de outras fontes; o incorporador torna-se capaz de tomar recursos junto ao mercado financeiro, seja via crédito direto (estruturas de financiamento imobiliário) ou via cessão de recebíveis e securitização de créditos (estruturas de captação de recursos via mercado de capitais). Por outro lado, a afetação patrimonial não exime a incorporadora de suas obrigações contratuais e legais à consecução do empreendimento, devendo, inclusive, aportar recursos sempre que necessário à continuidade e conclusão da obra.

Da perspectiva funcional, o patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias representa segurança jurídica tanto aos adquirentes de imóveis, quanto aos financiadores, e beneficia diretamente as incorporadoras, mas busca, em primeira ordem, proteger os adquirentes de boa-fé. Obstar a incidência do patrimônio de afetação nas situações em que possa ser aplicável significa, portanto, impedir a segurança jurídica no direito imobiliário, abarcando todas as consequências daí decorrentes, seja a escassez de crédito ao setor imobiliário, seja o enorme risco aos compradores de boa-fé que poderão ver seu direito à casa própria subtraído pela quebra da incorporadora. Por outro lado, a manutenção do patrimônio de afetação na incorporação imobiliária implica diretamente na minimização dos riscos da incorporação, fomentando a venda de unidades ainda em fase de construção e ocasionando também a redução das taxas de juros dos financiamentos contratados pelas incorporadoras, uma vez que as instituições financeiras também estarão melhor protegidas pela segregação patrimonial.

De modo semelhante, a formação e manutenção de patrimônios separados são essenciais para a continuidade das securitizações de recebíveis imobiliários e do agronegócio. A emissão de CRI e de CRA pelas companhias securitizadoras, ao adotar a separação patrimonial do lastro das securitizações e respectivas garantias em relação ao

patrimônio das securitizadoras, tende a afastar o risco de acesso de outros credores que não os investidores dos CRI ou dos CRA a referido patrimônio separado. Os credores da companhia securitizadora (ou do agente fiduciário, quando este assumir a administração do patrimônio separado) não podem ter qualquer pretensão a excutir bens que integrem o patrimônio separado. De mesmo modo, os credores do cedente e os credores dos titulares de CRI e de CRA não podem executar os direitos creditórios e demais bens integrantes do patrimônio separado. Os credores dos titulares de CRI e de CRA podem excutir, tão somente, os rendimentos que tais titulares de CRI e de CRA auferirem de referido patrimônio separado.

Do contrário, diante da relevância da securitização na capitalização de iniciativas empresariais, ocorreria uma escassez imediata de crédito junto ao mercado de capitais, dado que, sem a proteção dos patrimônios separados, os investidores encontrariam ativos financeiros com melhor retorno frente aos riscos do investimento. Daí que se revela que a proteção legal conferida aos investidores de CRI e de CRA, mediante a criação de patrimônios separados vinculados exclusivamente a cada série de emissão da companhia securitizadora, não visa exclusivamente proteger o credor por este estar em posição de supremacia sobre o tomador dos recursos ou cedente dos créditos, mas sim por este crédito ser pilar de sustentação ao mercado imobiliário e do agronegócio.

A segurança jurídica imposta pelo regime fiduciário sobre cada patrimônio separado beneficia, portanto, toda a cadeia produtiva imobiliária e do agronegócio. Trata-se de estrutura jurídica historicamente desenvolvida e testada, recebida com confiança pelos investidores e que permite aos tomadores de recursos e cedentes de crédito acessar forma de captação alternativa à captação bancária, via mercado de capitais, com estrutura de custos e taxa de captação mais competitivas.

REFERÊNCIAS

AGBOYIBOR, Pascal K. Un nouveau cadre législatif et réglementaire pour les opérations de titrisation en France. *Revue de Droit des Affaires Internationales*, Paris, n. 2, p. 245-254, mars 2005.

ALEMANHA. Deutsche Bundesbank. *Monthly Report, July 1997*. Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/igiddy/ABS/Germansecuritization.pdf>. Acesso em: 03 set. 2019.

ALVES, José Carlos Moreira. *Direito romano*. 15. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2012.

AMARAL, Francisco. *Direito civil*: introdução. 7. ed. rev., mod. e aum. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS – ANBIMA. Ranking de renda fixa e híbridos. Jun. 2019. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/ranking/mercado-de-capitais/mercado-domestico-renda-fixa-e-hibridos.htm>. Acesso em: 03 ago. 2019.

AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Cours de droit civil français*: d'après la méthode de Zachariæ. 4eme ed. Paris: Imprimerie et Librairie Général de Jurisprudence, 1873. t. 6.

AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Cours de droit civil français*: d'après la méthode de Zachariæ. 4eme ed. Paris: Cosse, Marchal & Cie, 1869. t. 10.

AUBRY, Charles; RAU, Charles. *Droit civil français*. 6ème éd. Paris: Librairies Techniques, 1953. t. 9.

B3 S.A – BRASIL. BOLSA. BALCÃO. 1º Encontro com Securitizadoras: Mesa Redonda com a CVM. Realizado em 22 de agosto de 2019. Disponível em: <http://tvb3.com.br/Watch.aspx?Palestra_ID=2209&iPos=>. Acesso em: 30 ago. 2019.

BALESTRO, Moisés Villamil; LOURENÇO, Luiz Carlos de Brito. Notas para uma análise da financeirização do agronegócio: além da volatilidade dos preços das commodities. *In:* O MUNDO rural no Brasil do século 21: a formação de um novo padrão agrário e agrícola. Editores técnicos: Antônio Márcio Buainain, Eliseu Alves, José Maria da Silveira, Zander Navarro. Brasília, DF: Embrapa, 2014.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimentos ("Investment Trusts")*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

BASTOS, Pedro Paulo Zahluth. A construção do nacional-desenvolvimentismo de Getúlio Vargas e a dinâmica de interação entre Estado e mercado nos setores de base. *Revista Economia*, Brasília, v. 7, n. 4, p. 239-275, 2006.

BECKER, Rainer. *Die* Fiducie *von Québec und der Trust*: Ein Vergleich mit verschiedenen Modellen fiduziarischer Rechtsfiguren im Civil Law. Tübingen: Mohr Siebeck, 2007.

BEVILACQUA, Clóvis. *Teoria geral do direito civil*. Campinas: Servanda, 2007.

BOBBIO, Norberto. *O positivismo jurídico*: lições de filosofia do direito. Compiladas por Nello Morra; tradução e notas de Márcio Pugliesi, Edson Bini, Carlos E. Rodrigues. São Paulo: Ícone, 2006.

BOLOGNINI, Luiz Guilherme Aires. *Determinantes da remuneração do spread de certificados de recebíveis imobiliários no mercado brasileiro*. 2016. Dissertação (Mestrado) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2016.

BORDA, Guillermo A. *Tratado de derecho civil argentino*: parte general. 5. ed. Buenos Aires: Perrot, 1970. t. 2.

BORDEAUX-GROULT, Robert. Securitization of financial assets under french law. *In:* NORTON, Joseph Jude; SPELLMAN, Paul R. (Eds.). *Asset securitization*: international financial and legal perspectives. Oxford: Basil Blackwell, 1991. p. 340-361.

BRASIL. *Anteprojeto de Código Civil de 1964*. Apresentado pelo Professor Alfredo Buzaid. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/handle/id/177246>. Acesso em: 21 ago. 2019.

BRASIL. *Anteprojeto de Código Civil de 31 de março de 1963*. Apresentado pelo prof. Orlando Gomes. Disponível em: <http://bd.camara.gov.br/bd/handle/bdcamara/12916>. Acesso em: 21 ago. 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo CVM RJ 2005/2345, julgado em 21 de fevereiro de 2006*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2006/20060221_R1.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo SEI 19957.001669/2016-13, julgado em 30 de agosto de 2016*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20160830_R1/20160830_D0291.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo SEI 19957.006751/2017-15, julgado em 21 de novembro de 2017*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1/20171121_D0845.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Colegiado. *Processo SEI nº 19957.002943/2016-71, julgado em 08 de novembro de 2016*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2016/20161108_R1/20160108_D0222.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. *Edital de Audiência Pública nº 07/08.* [s.d.]. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2008/sdm0708.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado. *Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17, de 12 de maio de 2017*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0117.html>. Acesso em: 31 maio 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Registro de Valores Mobiliários. *Ofício-Circular CVM/SER nº 01/18, de 27 de fevereiro de 2018*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/OC_SRE_0118.html>. Acesso em: 30 maio 2019.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais; Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria. *Ofício-Circular CVM/SIN/SNC nº 02/19, de 16 de maio de 2019*. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sin-snc/occ-sin-snc-0219.html>. Acesso em: 22 ago. 2019.

BRASIL. *Projeto de Lei 3264/1965*. Disponível em <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=211142>. Acesso em: 21 ago. 2019.

BRASIL. *Projeto de Lei 3362/1957*. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=212029>. Acesso em: 21 ago. 2019.

BRASIL. *Projeto de Lei 4809/1998*. Disponível em: <https://www.camara.leg.br/proposicoesWeb/fichadetramitacao?idProposicao=21148>. Acesso em: 21 ago. 2019.

BRASIL. *Projeto de Lei 487/2013*. Disponível em: <https://www25.senado.leg.br/web/atividade/materias/-/materia/115437>. Acesso em: 21 ago. 2019.

BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Terceira Turma. *Recurso Especial nº 1.438.142/SP*, julgado em 15 de maio de 2018. Rel. Min. Paulo de Tarso Sanseverino.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 1ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1016422-34.2017.8.26.0100*. Requerentes: PDG Construtora Ltda. e outros. Requerido: PDG Construtora Ltda. Sentença, julgado em 6 de dezembro de 2017. Juiz de Direito Dr. João de Oliveira Rodrigues Filho.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Câmara Reservada de Direito Empresarial. *Agravo de Instrumento nº 2144583-20.2018.8.26.0000*, julgado em 13 de maio de 2019. Rel. Des. Ricardo Negrão.

BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1103236-83.2016.8.26.0100*. Requerentes: Viver Construtora e Incorporadora S/A e outros. Decisão de Fls. 10838-10846, julgado em 09 de novembro de 2016. Juiz de Direito Dr. Paulo Furtado de Oliveira Filho.

BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 18ª Região. Tribunal Pleno. *AP nº 0011701-68.2015.5.18.0013*, julgado em 16 de maio de 2016. Rel. Desembargador Elvecio Moura dos Santos.

BRASIL. Tribunal Regional do Trabalho da 1ª Região. 10ª Turma. *Embargos de Declaração nº 0000005-86.2017.5.01.0482 - ET*, julgado em 05 de junho de 2019. Rel. Desembargador Marcelo Antero de Carvalho.

BURNAT, Florian; CHARTIER, Jessica. Titrisation a la française et securitisation a l'anglaise: etude de droit comparé après l'Ordance du 13 juin 2008. *Revue de Droit des Affaires Internationales*, London, n. 2, p. 143-159, apr. 2010.

BUSTAMANTE SALAZAR, Luis. *El patrimonio*: dogmatica jurídica. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, 1979.

CÂMARA, Paulo. Manual de direito dos valores mobiliários. 2. ed. Coimbra: Almedina, 2011.

CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa*: o novo regime da insolvência empresarial. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

CAMPOS, Diogo Leite de; MONTEIRO, Manuel. *Titularização de créditos*: anotações ao Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro. Coimbra: Almedina, 2001.

CAMPOS, Diogo Leite de; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos futuros, titularização e regime fiscal*. Coimbra: Almedina, 2007.

CARBONNIER, Jean. *Droit civil*. Paris: Presses Universitaires de France, 1957. v. 2.

CARDOSO, Fernando Henrique. Mensagem nº 670, de 1997 – Do Poder Executivo. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LII, n. 119, quarta-feira, 9 de julho de 1997.

CASTÁN TOBEÑAS, Jose. *Derecho civil español, común y foral*. Madrid: Reus, 1955. t. 1, v. 1.

CASTÁN TOBEÑAS, Jose. *Derecho civil español común y foral*. Madrid: Reus, 1963. t. 1, v. 2.

CASTILLA, Manuel. *Titulización de créditos*. Madrid: Civitas, 2002.

CASTRO SAMMARTINO, Mario E. Securitization in Argentina: trusts as a legal vehicle. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.*). International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 65-74.

CATARINEU, Eva; PÉREZ, Daniel. La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial. *Estabilidad Financiera*, Banco de España, Madrid, n. 14, p. 87-121, 2008.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. Grupos de sociedades e recuperação judicial: o indispensável encontro entre direitos societário, processual e concursal. *In:* YARSHELL, Flávio Luiz; PEREIRA, Guilherme Setoguti J. (Coords.). *Processo societário*. São Paulo: Quartier Latin, 2015. v. 2, p. 735-789.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. Parecer, datado de 17 de outubro de 2016. *In:* BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1103236-83.2016.8.26.0100*. Requerentes: Viver Construtora e Incorporadora S/A e outros. Juiz de Direito Dr. Paulo Furtado de Oliveira Filho. Fls. 5134-5160.

CEREZETTI, Sheila C. Neder. Regulação do mercado de capitais e desenvolvimento. *In:* SALOMÃO FILHO, Calixto (Org.). *Regulação e desenvolvimento*: novos temas. São Paulo: Malheiros, 2012. p. 190-228.

CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO e ISEC SECURITIZADORA S.A. *Fato Relevante conjunto de 24 de julho de 2019*– São Paulo. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivosExibe.asp?site=C&protocolo=701643>. Acesso em: 24 jul. 2019.

CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Décimo Segundo Aditamento ao Termo de Securitização de Créditos Imobiliários da 74ª Série da 2ª Emissão da Cibrasec – Companhia Brasileira de Securitização*. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/EmissoesWebSistema/12º%20ADITAMENTO%20AO%20TS_SERIE_74_(594).PDF>. Acesso em: 07 jun. 2019.

CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Formulário de referência – 2018*. Versão 11. São Paulo, 2018. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/RelacoesInvestidores/InformacoesFinanceiras/FormReferencia/CIBRASEC_FORMREF_2018_Versao10.pdf>. Acesso em: 07 abr. 2019.

CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Notas explicativas às demonstrações financeiras para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2018 e 2017*. Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/RelacoesInvestidores/InformacoesFinanceiras/DemFinanceira/CIBRASEC%20DF%202018%20-%20Relatório%20CVM%20Word.pdf>. Acesso em: 07 jun. 2019.

CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO. *Notas Explicativas às demonstrações financeiras para o exercício findos em 31 de dezembro de 2018, levantadas para patrimônio separado constituído segundo a Lei 9.514/97.* (Série 74 da Segunda Emissão – IF n 08C0014528). Disponível em: <http://www.cibrasec.com.br/assets/arq/EmissoesWebSistema/CRI/B074.pdf>. Acesso em: 07 jun. 2019.

COELHO, Diego Gonçalves. Alienação fiduciária de imóvel: pontos de atenção ao célere processo de excussão extrajudicial dessa garantia. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 20, n. 78, p. 107-126, out./dez. 2017.

COELHO, Diego Gonçalves; CASCIONE, Fábio de Souza Aranha. Alerta que vem da PDG. *Revista Capital Aberto – Mercado de Capitais sob Novos Ângulos*, São Paulo, ano 14, n. 155, 2017.

COELHO, Fábio Ulhôa. O patrimônio separado na falência. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 5, p. 79-101, 2009.

COLIN, Ambroise; CAPITANT, Henri. *Traité de droit civil* (Refondu par Léon Julliot De La Morandière). Paris: Dalloz, 1942. t. 2.

COMITÊ DE PRONUNCIMENTOS CONTÁBEIS (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 30 - Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade IAS 18*. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=61>. Acesso em: 02 jun. 2019.

COMITÊ DE PRONUNCIMENTOS CONTÁBEIS (CPC). *Pronunciamento Técnico CPC 39 - Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IAS 32*. Brasília, 2009. Disponível em: <http://www.cpc.org.br/CPC/Documentos-Emitidos/Pronunciamentos/Pronunciamento?Id=70>. Acesso em: 02 jun. 2019.

CORDEIRO, A. Barreto Menezes. *Do* trust *no direito civil*. Coimbra: Almedina, 2014.

COURET, Alain. France. *In:* BAUMS, Theodor; WYMEERSCH, Eddy (Eds.). *Asset-backed securitization in Europe*. London: Kluwer Law International, 1996. p. 71-85.

CUNHA, Paulo A. V. *Do património*: estudo de direito privado. Lisboa: Minerva, 1934. v. 1.

CHALHUB, Melhim Namem. A afetação do acervo das incorporações imobiliárias. *In:* TUTIKIAN, Cláudia Fonseca; TIMM, Luciano Benetti; PAIVA, João Pedro Lamana (Coords.). *Novo direito imobiliário e registral*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 17-35.

CHALHUB, Melhim Namem. *Alienação fiduciária, incorporação imobiliária e mercado de capitais*: estudos e pareceres. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

CHALHUB, Melhim Namem. *Da incorporação imobiliária*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2010.

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

CHALHUB, Melhim Namem. Prefácio. *In:* CÂMARA, Hamilton Quirino. Falência do incorporador imobiliário: o caso Encol. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2004.

CHALHUB, Melhim Namem. *Trust*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

CHAVES, Dep. José. Parecer Escrito Entregue à Mesa da Comissão Especial para Apreciar o Projeto de Lei nº 3.242, de1997. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LII, nº 145, quarta-feira, 20 de agosto de 1997. p. 24218-24232.

CHEVALLIER, Jacques. *Cours d'introduction à l'étude du droit et droit civil*. Paris: L. C. de Droit, 1966-1967.

CHINEN, Emerson Norio, *Securitização de recebíveis*. 2002. Dissertação (Mestrado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2002.

CHOMSISENGPHET, Souphala; PENNINGTON-CROSS, Anthony. The evolution of the subprime mortgage market. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, v. 88, n. 1, p. 31-56, 2006.

DARCY, Sérgio. Primeiro Prefácio. *In:* FIDC: Fundos de investimento em direitos creditórios: estudos especiais, produtos de captação. Rio de Janeiro: ANDIMA, CETIP, 2006.

DE CHIARA, José Tadeu. *Moeda e ordem jurídica*. 1986. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 1986.

DEZALAY, Ives; TRUBEK David M. A reestruturação global e o direito. *In*: FARIA, José Eduardo (Org.). *Direito e globalização econômica*: implicações e perspectivas. 1. ed. *São Paulo*: Malheiros, 2010. p. 29-80.

DI CIOMMO, Francesco. I soggetti che svolgono operazioni di cartolarizzazione e la separazione patrimoniale. *In:* PARDOLESI, Roberto (Coord.). *La cartozarizzazione dei crediti in Italia*: commentario alla Legge 30 Aprile 1999 n. 130. Milano: Giuffrè, 1999. p. 51-104.

ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A. *Prospecto Preliminar da Oferta Pública de Distribuição dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio das 1ª e 2ª Séries da 12ª Emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A*. p. 209. Disponível em: <https://institucional.xpi.com.br/downloads/BO/20190729_CRAJSL_PROSPECTODEFINITIVO.pdf>. Acesso em: 01 ago. 2019.

EICHENGREEN, Barry. *A globalização do capital*: uma história do Sistema Monetário Internacional. Trad. Sergio Blum. São Paulo: Editora 34, 2000.

EIZIRIK, Nelson. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 30, n. 83, p. 55-61, jul./set. 1992.

EIZIRIK, Nelson. Redução dos custos de captação no mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 32, n. 91, p. 37-41, jul./set. 1993.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais*: regime jurídico. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

ELMER, Peter J. The structure, economics, and risk of conduits. *In:* FABOZZI, Frank J. (Ed.). *Accessing capital markets through securitization*. Pennsylvania: FJF, 2001. p. 93-109.

ESPANHA. *Lei 19/1992, de 7 de julho, sobre o Regime de Empresas e Fundos de Investimento Imobiliário e sobre Fundos de Securitização de Hipotecas*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1992-16412>. Acesso em: 12 ago. 2019.

ESPANHA. *Lei 40/1994, de 30 de dezembro, sobre a gestão do Sistema Elétrico Nacional*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1994-28966>. Acesso em: 15 ago. 2019.

ESPANHA. *Lei 5/2015, de 27 de abril, sobre a promoção do financiamento das empresas*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2015-4607>. Acesso em: 15 ago. 2019.

ESPANHA. *Real Decreto 926/1998, de 14 de maio, que regulamenta os fundos de securitização de ativos e as sociedades gestoras de fundos de securitização*. Disponível em: <https://www.boe.es/eli/es/rd/1998/05/14/926>. Acesso em: 12 ago. 2019.

ESPANHA. *Real Decreto-Lei 3/1993, de 26 de fevereiro, sobre medidas urgentes de caráter orçamentário, tributário, financeiro e trabalhista*. Disponível em: <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-1993-5716>. Acesso em: 15 ago. 2019.

FABOZZI, Frank J. Overview of mortgage-backed and asset-backed securities. *In:* FABOZZI, Frank J. (Ed.). *Securities lending repurchase agreements*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1997. p. 141-173.

FACHIN, Luiz Edson. O estatuto civil da clausura real. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, ano 32, n. 128, p. 161-163, out./dez. 1995. Disponível em: <http://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/176373/000502640.pdf?sequence=1> . Acesso em: 25 jun. 2019.

FACHIN, Luiz Edson. *Estatuto jurídico do patrimônio mínimo*. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

FARIA, José Eduardo. *O direito na economia globalizada*. 1. ed. 4. tir. São Paulo: Malheiros, 2004.

FERNANDES, Maurício Palmada. *O mercado de securitização no Brasil e suas fontes de valor*. Dissertação (Mestrado) - Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010.

FIUZA, Ricardo Ferreira *et al.* (Orgs.). *Novo Código Civil comentado*. 2. ed. rev. e aum. São Paulo: Saraiva, 2004.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro*: da mercancia ao mercado. 3. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

FORGIONI, Paula A. A interpretação dos negócios empresariais no novo Código Civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 42, n. 130, p. 7-38, abr./jun. 2003.

FRADERA, Véra Maria Jacob de. La partie générale du Code Civil brésilien. *In:* WALD, Arnoldo; JAUFFRET-SPINOSI, Camille (Org.). *Le droit brésilien hier, aujourd'hui et demain*. Paris: Société de Législation Comparée. 2005. p. 203-222.

FRANÇA. *Portaria n° 2008-556 de 13 de junho de 2008*. Disponível em: <https://www.legifrance.gouv.fr/eli/ordinance/2008/6/13/ECET0807926R/jo/texte>. Acesso em: 16 ago. 2019.

FREITAS, Maria Cristina Penido de. Financiamento de longo prazo no Brasil: avanços e desafios. *In:* CINTRA, Marcos Antônio Macedo; SILVA FILHO, Edison Benedito da. *Financiamento das corporações*: perspectivas do desenvolvimento brasileiro, livro 3. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2013. p 153-192.

GOMES, Orlando. A evolução do direito privado e o atraso da técnica jurídica (1955). *Revista Direito GV*, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, v. 1, n. 1, p. 121-134, 2005.

GOMES, Orlando. *Introdução ao direito civil*. Rio de Janeiro: Forense, 2001.

GONÇALVES, Diogo Costa. *Fusão, cisão e transformação de sociedades comerciais*: a posição jurídica dos sócios e a delimitação do *statuo viae*. Coimbra: Almedina, 2009.

GONÇALVES, Diogo Costa. Revisitando a origem histórico-dogmática dos direitos de personalidade. *Revista de Direito Civil Contemporâneo*, São Paulo, v. 15, p. 387-404, abr./jun. 2018.

GONDINHO, André Pinto da Rocha Osorio. *Direitos reais e autonomia da vontade*: o princípio da tipicidade dos direitos reais. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

GRAMSTRUP, Erik Frederico. Comentários aos artigos de Teoria Geral do Direito da LINDB. *In:* RAMOS, André de Carvalho; GRAMSTRUP, Erik Frederico. *Comentários à Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro – LINDB*. São Paulo: Saraiva, 2016.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. Sobre o poder disciplinar da CVM. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 20, n. 43, p. 64-78, jul./set., 1981.

HANSMANN, Henry; KRAAKMAN, Reinier. The essential role of organizational law. *The Yale Law Journal*, New Haven, v. 110, n. 3, p. 387-437, 2000.

HENDERSON, J; SCOTT, J. *Securitization*. New York: New York Institute of Finance, 1988.

HOEPNER, Luiz; KOLLERT, Ana Maria Cortes; WEBER, Antje. *Langenscheidt Taschenwörterbuch Portugiesisch*. Berlin: Langenscheidt, 2001.

HUBRECHT, Georges. *Notions essentielles de droit civil*. 7eme ed. Paris: Sirey, 1967.

IHLE, Gerhard-Christoph. Germany. *In:* BAUMS, Theodor; WYMEERSCH, Eddy (Eds.). *Asset-backed securitization in Europe*. London: Kluwer Law International, 1996. p. 87-98.

IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 46, n. 145, p. 44-49, jan./mar. 2007.

ISEC SECURITIZADORA S.A. *Formulário de Referência – 2019*. Versão 3. São Paulo, 2018. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=83212>. Acesso em: 02 ago. 2019.

IWAKURA, Cristiane Rodrigues. Do imposto sobre a renda e o IOF incidentes sobre as operações no mercado financeiro e de capitais e os princípios fundamentais do direito tributário. *Revista da AGU*, Brasília, v. 17, n. 2, 129-154, 2018.

JUDGE, Kathryn. Fragmentation nodes: a study in financial innovation, complexity and systemic risk. *Stanford Law Review*, v. 64, p. 657-726, Jan. 2012.

JUGLART, Michel de. *Cours de droit civil*: avec plans de devoirs et études de question pratiques. 5eme ed. Paris: Montchrestien, 1967. v. 1.

KANDIR, Antônio; MALAN, Pedro. Exposição de Motivos Interministerial nº 032/MPO/MP, de 9 de junho de 1997. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LII, nº 119, quarta-feira, 9 de julho de 1997. p. 18930-18931.

KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Eds.). *A primer on securitization.* Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 2000.

LÓPEZ-BALCELLS; Ignacio; BUIGAS, Bufete B. Asset-backed securitization in Spain. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 213-220.

LORENZETTI, Ricardo Luis. *Fundamentos do direito privado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1998.

LOSANO, Mario G. *Os grandes sistemas jurídicos*: introdução aos sistemas jurídicos europeus e extra-europeus. São Paulo: Martins Fontes, 2009.

LUXO, José Carlos. Estudo comparativo dos custos operacionais e tributários da securitização e dos FIDCs. *Revista de Finanças Aplicadas*, Fundação Instituto de Administração, São Paulo, n. 1, p. 1-12, 2010. Disponível em: <http://www.financasaplicadas.net/index.php/financasaplicadas/article/view/11>. Acesso em: 05 jun. 2019.

MALAN, Pedro Sampaio. MP 00175 em alt Lei 4591 de 1964. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LVI, n. 046, quarta-feira, 10 de outubro de 2001. p. 21411-21412.

MARC, Gilles Saint; NOUEL, Gide Loyrette. French securitization law and practice. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 131-143.

MARQUARDT, Alexander. Securitization of french and german assets. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 145-153.

MARTINS, Ricardo Lacaz. *Tributação da renda imobiliária*. Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

MATTOS, Paulo Todescan Lessa. Instituições e investimentos no capitalismo brasileiro". In.: COUTINHO, Diogo R.; ROCHA, Jean-Paul Veiga da; SCHAPIRO, Mario G. (Coords.). *Direito econômico atual*. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2015. p. 321-353.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Administração de Empresas*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, v. 25, n. 2, p. 37-51, 1985.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *Direito dos valores mobiliários*. São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 2015. v. 1.

MEARS, T. Lambert. *The Institutes of Gaius and Justinian, the Twelve Tables, and the CXVIIIth and CXXVIIth Novels*. Clark: Lawbook Exchange, 2004.

MEIRELLES, Henrique. Crédito imobiliário e desenvolvimento econômico. *Conjuntura da Construção*, Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas; Sindicato da Construção de São Paulo, São Paulo, v. 5, n. 4, p. 5-7, 2007. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/cc/article/view/24677>. Acesso em: 26 jun. 2019.

MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. O crédito imobiliário no Brasil e sua relação com a política monetária. *Revista Brasileira de Economia*, Fundação Getúlio Vargas, Rio de Janeiro, v. 67, n. 4, p. 429-467, 2013. Disponível em: <http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbe/article/view/11597>. Acesso em: 27 jun. 2019.

MENDONÇA, Mário Jorge Cardoso de. *O crédito imobiliário no Brasil e sua relação com a política monetária*. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, 2013.

MIRANDA, Cláudio Luiz de; DI BIASE, Nicholas Furlan. A recuperação judicial de incorporadoras imobiliárias à luz do regime do patrimônio de afetação. *Revista de Direito Recuperacional e Empresa*, São Paulo, v. 4, p. 1-27, 2017.

NAGEL, Sibilla. Asset-backed securitization in Germany. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000.

NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis.* São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 155-165.

NOVA SECURITIZAÇÃO S.A. *Fato Relevante*, de 27 de fevereiro de 2019. São Paulo, 2019. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=598133&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019.

OERTMANN, Paul. *Introducción al derecho civil*. Traduccion de la 3.ed. alemaña por Luis Sancho Seral. Barcelona: Labor, 1933.

OLIVA, Milena Donato. *Do negócio fiduciário à fidúcia*. São Paulo: Atlas, 2014.

OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio separado: herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário,* trust. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.

OLIVA, Milena Donato. O *trust* e o direito brasileiro – patrimônio separado e titularidade fiduciária. *Revista Semestral de Direito Empresarial*, Rio de Janeiro, n. 6, p. 149-177, 2010.

PAJISTE, Bernard. *Investimentos*. Rio de Janeiro: Edições Financeiras, 1958.

PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral de Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 3ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 06 de maio de 2019. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=687924&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 06 jul. 2019.

PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 5ª Série e da 6ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE050620180104325608-69. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627077&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019.

PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 7ª Série e da 8ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-38. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627058&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019.

PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 9ª Série e da 10ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-19. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627055&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019.

PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 16ª Série e da 17ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-28. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627057&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019.

PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Ata de Assembleia Geral dos Titulares de Certificados de Recebíveis Imobiliários da 19ª Série e da 20ª Série da 1ª Emissão da PDG Companhia Securitizadora – em Recuperação Judicial*. Realizada em 30 de maio de 2018 e disponibilizada à CVM em 5 de junho de 2018, mediante protocolo de entrega 021644IPE300520180104325608-07. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=627053&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 02 ago. 2019.

PDG COMPANHIA SECURITIZADORA – EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL. *Plano de Recuperação Judicial de PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações – em Recuperação judicial e outras sociedades integrantes do seu grupo econômico*. São Paulo, 06 de junho de 2017. Disponível em: <http://ri.pdg.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=63260&id=0&submenu=0&img=0&ano=2017>. Acesso em: 28 jun. 2019.

PEREIRA, Caio Mário da Silva. Código Napoleão: influência nos sistemas jurídicos ocidentais. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal de Minas Gerais*, Belo Horizonte, v. 32, n. 32, p. 1-14, 1989.

PORTALIS, Jean-Étienne-Marie. *Discours préliminaire au premier projet de Code Civil. 1801*. Bordeaux: Éditions Confluences, 2004. Disponível em: <http://mafr.fr/IMG/pdf/discours_1er_code_civil.pdf>. Acesso em: 25 jun. 2019.

PORTUGAL. *Decreto-Lei n.º 303/2003, de 5 de dezembro*. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/303/2003/12/05/p/dre/pt/html>. Acesso em: 16 ago. 2019.

PORTUGAL. *Decreto-Lei n.º 453/99, de 5 de novembro*. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/453/1999/11/05/p/dre/pt/html>. Acesso em: 16 ago. 2019.

PORTUGAL. *Decreto-Lei n.º 82/2002, de 5 de abril*. Disponível em: <https://data.dre.pt/eli/dec-lei/82/2002/04/05/p/dre/pt/html>. Acesso em: 16 ago. 2019.

QUEIROZ, José Eduardo Carneiro. Valor mobiliário, oferta pública e oferta privada: conceitos para o desenvolvimento do mercado de capitais. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 11, n. 41, p. 121-126, jul./set. 2008.

RANIERI, Lewis S. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential. *In:* KENDALL, Leon T.; FISHMAN Michael J. (Eds.). *A primer on securitization*. London: The MIT Press, 2000. p. 31-44.

RAYNAUD, Pierre. *Cours d'introduction à l'étude du droit et droit civil*. Paris: Le Cours de Droit, 1967.

RIPERT, Georges. *Encyclopédie Juridique Dalloz*. Répertoire de Droit Civil publié sous la direction de M.M Emmanuel Vergé et MM. Georges Ripert. Paris: Jurisprudence Générale Dalloz, 1953. t. 3. Jardins Familiaux - Pouvoir.

ROCHA, Jean Paul C. Veiga da. As conseqüências institucionais do novo conceito de valor mobiliário: as competências do CMN, do Bacen e da CVM. *In*: MOSQUERA, Roberto Quiroga (Coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 2000. v. 2, p. 65-78.

ROJAS ELGUETA, Giacomo. Divergences and convergences of common law and civil law traditions on asset partitioning: a functional analysis. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Philadelphia, v. 12, n. 2, p. 517-554, 2010.

SACCO, Rodolfo. *Introdução ao direito comparado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2001.

SAITO, Richard; PEREIRA, João André C. M. Bookbuilding e alocação estratégica: evidência do mercado brasileiro de ações. *Revista Brasileira de Finanças*, Sociedade Brasileira de Finanças, Rio de Janeiro, v. 4, n. 1, p. 31-51, 2006.

SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 4. ed. São Paulo: Malheiros, 2011.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O* trust *e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996.

SALLER, Richard P. Pater familias, mater familias, and the gendered semantics of the roman household. *Classical Philology*, Chicago, v. 94, n. 2, p. 182-197, 1999.

SCHIRATO, Vitor Rhein. A regulação brasileira do mercado de capitais: restrição da autonomia privada para a satisfação do interesse público. *Revista de Direito Público da Economia*, Belo Horizonte, n. 16, p. 183-220, 2006.

SCHOUERI, Luís Eduardo. *Direito tributário*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2012.

SCHWARCZ, Steven L. Structuring and legal issues of asset securitization in the United States. *In:* NORTON, Joseph Jude; SPELLMAN, Paul R. (Eds.). *Asset securitization*: international financial and legal perspectives. Oxford: Basil Blackwell, 1991. p. 16-50.

SILVA, De Plácido e. *Vocabulário jurídico*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

SILVA, José Marcelo Tossi. *Incorporação imobiliária*. São Paulo: Atlas, 2010.

SILVA, R. M. *Securitização de recebíveis*: uma visão sobre o mercado dos fundos de investimento de direitos creditórios (FIDC). 2010. Dissertação (Mestrado) - Universidade Federal Fluminense, Niterói, 2010.

SILVA JR., Roberto E. Securitization: an Argentine perspective. *In:* CAMPBELL, Dennis; MEEK, Susan (Eds.). *International asset securitization and other financing tools*. Transnational Publishers: Ardsley, 2000. p. 37-63.

SILVEIRA, Marco Antonio Karam. A sucessão *causa mortis* na sociedade limitada: tutela da empresa, dos sócios e de terceiros. Porto Alegre: Livraria do Advogado, 2009.

TAPIA HERMIDA, Alberto J. Spain. *In:* BAUMS, Theodor; WYMEERSCH, Eddy (Eds.). *Asset-backed securitization in Europe*. London: Kluwer Law International, 1996. p. 207-226.

TEPEDINO, Ricardo. *In*: TOLEDO, Paulo F. C. Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (Coords.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

TEPEDINO, Gustavo; BARBOZA, Heloisa Helena; MORAES, Maria Celina Bodin de. *Código Civil interpretado conforme a Constituição da República*. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. v. 3.

TERRÉ, François; SIMLER, Philippe. *Droit civil*: les biens. 4eme. ed. Paris: Dalloz, 1992.

TLON. Com desenvolvimento do mercado, substituição de securitizadora torna-se mais comum. *CRI Jornal*, 31 out. 2019. Disponível em: <http://www.tlon.com.br/cri/jornal/artigos/13856-com-desenvolvimento-do-mercado-substituicao-de-securitizadora-torna-se-mais-comum>. Acesso em: 18 nov. 2019.

TRINDADE, Marcelo. Segundo Prefácio. *In:* FIDC: Fundos de investimento em direitos creditórios. Estudos especiais, produtos de captação. Rio de Janeiro: ANDIMA, CETIP, 2006.

TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios*. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336010-38. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642061&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019.

TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios*. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336010-44. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642064&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019.

TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios.* Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336011-05. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642067&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019.

TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336011-08. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642069&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019.

TRUE SECURITIZADORA S.A. DRI: Fernando Cesar Brasileiro - (FCA V2). *Termo de Securitização e Aditamentos de Direitos Creditórios*. Data da assinatura 30/05/2018. Data do Envio 17/9/2018 - Protocolo nº 022276IPE300520180104336011-11. Disponível em: <http://siteempresas.bovespa.com.br/consbov/ArquivoComCabecalho.asp?motivo=&protocolo=642071&funcao=visualizar&Site=C>. Acesso em: 09 ago. 2019.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. A CVM e os contratos de investimento coletivo ("Boi Gordo" e outros). *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 108, p. 91-100, out./dez. 1997.

VERGÉ, Emmanuel; RIPERT, Georges. *Encyclopédie Juridique Dalloz*. Paris: Jurisprudence Générale Dalloz, 1953. t. 3.

VIGILANTE, Dep. Chico *et al*. Proposta de Emenda nº 20 ao Projeto de Lei Complementar nº 3.242, de 1997. *Diário da Câmara dos Deputados*, Brasília, ano LII, nº 174, terça-feira, 30 de setembro de 1997. p. 30312.

VIVER INCORPORADORA E CONSTRUTORA S.A. *et al*. Pedido de Recuperação Judicial, datado de 16 de setembro de 2016. *In:* BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. 2ª Vara de Falências e Recuperações Judiciais do Foro Central Cível da Comarca de São Paulo. *Pedido de Recuperação Judicial nº 1103236-83.2016.8.26.0100*. Requerentes: Viver Construtora e Incorporadora S/A e outros. Juiz de Direito Dr. Paulo Furtado de Oliveira Filho. Fls. 1-42.

WALD, Arnoldo. *A cláusula de escala móvel*. 2. ed. rev. atual. e ampl. Rio de Janeiro: Nacional, 1959.

WALD, Arnoldo. *O novo direito monetário*: os planos econômicos, os contratos, o FGTS e a justiça. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2002.

WALD, Arnoldo. Trinta anos da lei do mercado de valores mobiliários no Brasil. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, São Paulo, v. 9, n. 34, p. 5-9, out./dez. 2006.

WAMBIER, Teresa Arruda Alvim *et al*. *Primeiros comentários ao novo Código de Processo Civil*. 2. ed. rev. atual. ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

WIEACKER, Franz. *História do direito privado moderno*. 5. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2015.

WITZ, Claude. *Droit privé allemand*. Paris: Litec, 1992. v. 1.

YAZBEK, Otavio. *Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras*: dos riscos negociáveis à "Sociedade do risco". Tese (Doutorado) – Programa de Pós-Graduação em Direito da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2005.

YAZBEK, Otavio. Regulação financeira após a crise. *In:* COUTINHO, Diogo R.; ROCHA, Jean-Paul Veiga da; SCHAPIRO, Mario G. *Direito econômico atual*. Rio de Janeiro: Forense; São Paulo: Método, 2015. p. 275-295.

ZACHARIAE, Karl Salomo. *Le droit civil français*. Paris: Auguste Durand Librairie-Éditeur, 1855. t. 10.

Outras Fontes

ABECIP. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA. Disponível em: <www.abecip.org.br>.

ANBIMA. ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIRO E DE CAPITAIS. Disponível em: <www.anbima.com.br>.

B3. BRASIL, BOLSA, BALCÃO. Disponível em: <www.b3.com.br>.

BACEN. BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <www.bcb.gov.br>.

CVM. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: <www.cvm.gov.br>.

FITCH Ratings. Disponível em: <www.fitchratings.com.br>.

GINNIE Mae. Disponível em: <www.ginniemae.gov>.

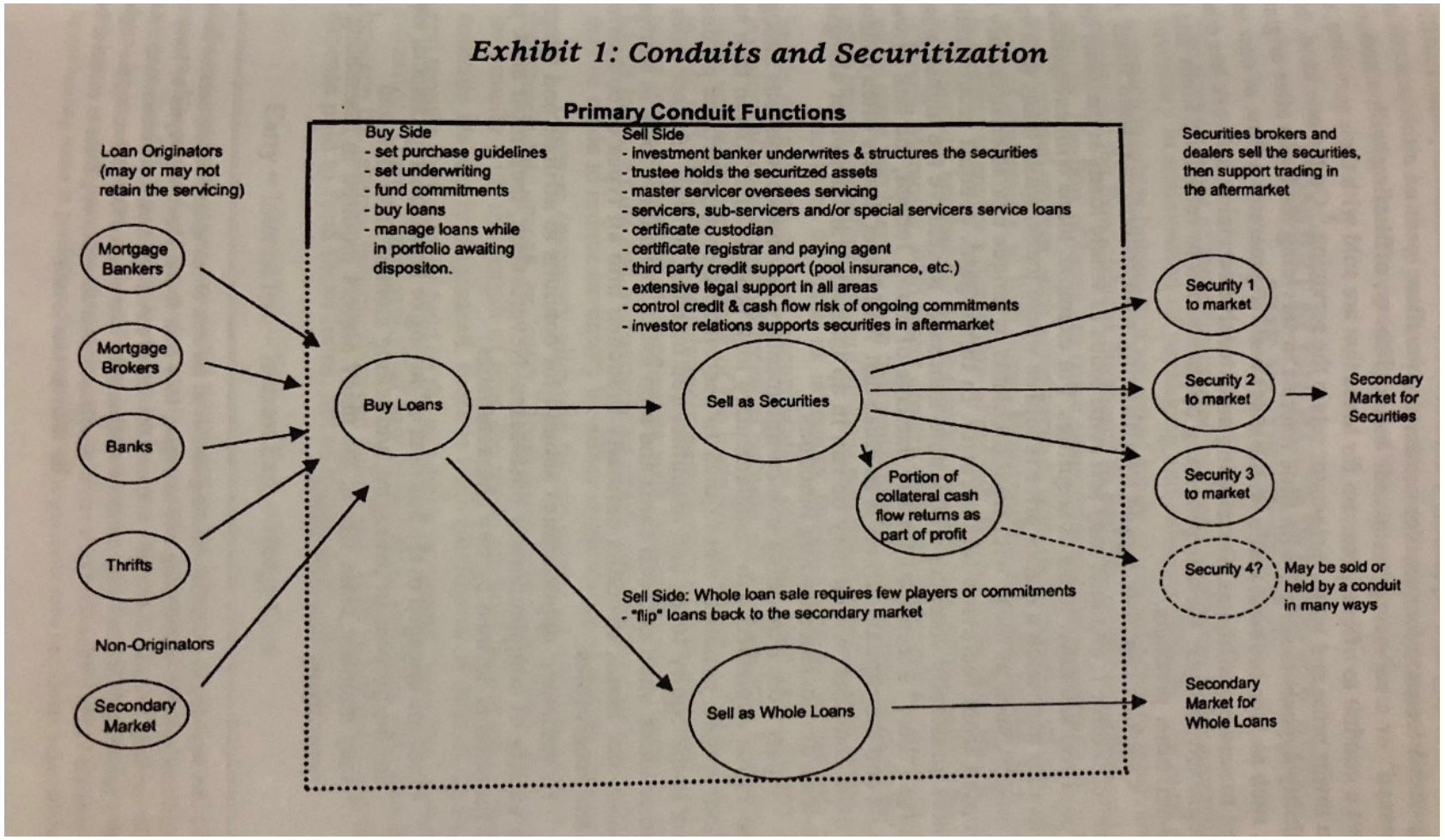
MOODY'S. Disponível em: <www.moodys.com>.

STANDARD&POORS. Disponível em: <www.standardandpoors.com/>.

TLON (UQBAR). Disponível em: <www.tlon.com.br>.

UQBAR. Disponível em: <www.uqbar.com.br>.

ANEXO A – ESTRUTURA DE SECURITIZAÇÃO NOS ESTADOS UNIDOS ENVOLVENDO A PARTICIPAÇÃO DE *CONDUITS*



ANEXO B – LISTAGEM DE FORMULÁRIOS DE REFERÊNCIA DE COMPANHIAS SECURITIZADORAS IMOBILIÁRIAS E DO AGRONEGÓCIO ANALISADAS

Securitizadora	Formulário de Referência (FR) Disponível em:	Versão do FR	Data de disponibilização	Data de consulta	Seção do FR analisada	Há fator de risco sobre o Art. 76 da MP 2.158-35/01?
Altere Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84441>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
Barigui Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84632>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Brazil Realty CIA Securitizadora de Créditos	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=85179>	V2 - 2019	28/06/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Brazilian Securities Companhia de Securitização	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84907>	V3 - 2019	06/06/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**

continua

continuação

BRC Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84214>	V1 - 2019	30/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
BSI Capital Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84633>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
Casa de Pedra Securitizadora de Créditos S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84061>	V1 - 2019	27/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
Companhia Província de Securitização de Créditos	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84163>	V1 - 2019	29/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=86005>	V4 - 2019	02/08/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
ECO Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=85507>	V6 - 2019	22/07/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Forte Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=85440>	V3 - 2019	17/07/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**

continuação

Gaia Securitizadora S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=82882>	V1 - 2019	08/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Gaia Agro Securitizadora S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=82883>	V1 - 2019	08/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Habitasec Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84513>	V1 - 2019	22/07/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
ISEC Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=83212>	V3 - 2019	10/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Logos Companhia Securitizadora S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84860>	V3 - 2019	05/06/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Nova Securitização S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84471>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Octante Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84355>	V1 - 2019	30/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**

continuação

Ourinvest Securitizadora S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84032>	V1 - 2019	24/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
Polo Capital Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84683>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
PDG Companhia Securitizadora - Em Recuperação Judicial	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=85182>	V6 - 2016	28/06/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
RB Capital Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84598>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
REAG Securities – Securitizadora de Créditos S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84054>	V1 - 2019	27/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
REIT Securitizadora de Recebíveis Imobiliários S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84528>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Travessia Securitizadora S/A	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=85246>	V2 - 2019	03/07/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**

continuação/conclusão

True Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=85606>	V4 - 2019	26/07/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**
TRX Securitizadora S.A.	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84414>	V1 - 2019	31/05/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Sim**
Vert Companhia Securitizadora	<https://www.rad.cvm.gov.br/enetconsulta/frmGerenciaPaginaFRE.aspx?CodigoTipoInstituicao=1&NumeroSequencialDocumento=84802>	V3 - 2019	03/06/2019	04/08/2019	4. Fatores de Risco 4.1 Descrição dos Fatores de Risco	**Não**