

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO
DEPARTAMENTO DE DIREITO COMERCIAL

BEATRIZ VILLAS BOAS PIMENTEL TROVO

Captação de recursos por empresas em recuperação judicial e
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)

São Paulo

2013

BEATRIZ VILLAS BOAS PIMENTEL TROVO

Captação de recursos por empresas em recuperação judicial e
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como exigência parcial para a obtenção do Título de Mestre em Direito Comercial, sob orientação do Professor Doutor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo.

São Paulo

2013

BANCA EXAMINADORA

Em cada canto do Largo

Eu largo meu coração

Aos meus pais

AGRADECIMENTOS

Agradeço, em primeiro lugar, a Deus, por tornar tudo possível. Infinita gratidão tenho por meu orientador, Professor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, por ter acreditado no meu trabalho e por ter me dado a chance e o privilégio de ser sua orientanda. Sou também muito grata aos meus pais, não apenas por todo o apoio nestes três anos, mas, principalmente, pelo incentivo para que eu não desistisse deste meu sonho. Agradeço ao Carlos Eduardo, por toda compreensão e apoio no último e mais difícil ano do mestrado. Menções mais que especiais são devidas ao meu irmão Bruno, à minha afilhada Maria Eduarda e meus melhores amigos Rodrigo, Larissa, Andrea, Helena, Mariana, Paula, Daniel e Tatiana. Por fim, agradeço aos meus amigos da GV e aos Uspaladinos, com quem aprendi onde mora a amizade, onde mora a alegria.

SINOPSE

O presente estudo examina, sob o enfoque do Direito Brasileiro, a captação de recursos por empresas viáveis em crise, durante o processo de recuperação judicial, por meio do mercado de capitais, especificamente com a cessão de direitos creditórios a Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Em alguns casos, os FIDCs podem consistir em uma alternativa constante de captação de recursos, a custos consideravelmente menores que os praticados por instituições financeiras. Todavia, muitos cuidados e precauções devem ser tomados nas cessões de créditos a FIDCs, a fim de garantir segurança e transparência aos investidores e aos credores das empresas em recuperação.

Captação de recursos – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – securitização – empresas em crise – recuperação judicial – cessão de crédito – mercado de capitais – fundo de investimento – financiamento de atividades empresariais

ABSTRACT

This research examines, from the Brazilian Law focus, the fund-raising for viable Companies in crisis, during the judiciary reorganization procedure, through the capital markets, specifically with the assignment of receivables to Receivables Funds. In some cases, these investment funds may consist of an usual-recurrent alternative, with considerably lower costs than those charged by financial institutions. However, many precautions should be taken in the FIDCs credit assignments in order to ensure safety and transparency to investors and companies' creditors.

Fund-raising – Receivable Fund – securitization – companies in crisis – judiciary reorganization – credit assignment – capital markets – investment fund – financing business activities

GLOSSÁRIO

Bacen	Banco Central do Brasil.
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES.
Brasil	República Federativa do Brasil.
CMN	Conselho Monetário Nacional.
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio.
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários.
CVM	Comissão de Valores Mobiliários.
EUA	Estados Unidos da América.
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.
FIP	Fundo de Investimento em Participações.
LRE	Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005, com suas alterações posteriores.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	4
1. DIFICULDADES NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL	7
1.1. Recuperação judicial e preservação da empresa.....	7
1.1.1. Lei de Recuperação de Empresas (LRE)	7
1.1.2. Princípio da preservação da empresa.....	8
1.1.3. Recuperação judicial.....	12
1.2. Dificuldades de captação de recursos	16
1.3. Formas de financiamento das atividades empresariais	19
1.3.1. Financiamento por capital próprio.....	20
1.3.2. Financiamentos concedidos por instituições financeiras	22
1.3.2.1. Cessão fiduciária em garantia	22
1.3.3. Bancos de desenvolvimento.....	28
1.3.4. Emissão de títulos de dívida	34
1.3.5. Factoring	37
1.3.6. Securitização de recebíveis.....	39
1.4. Captação de recursos por meio do mercado de capitais	39
1.4.1. Custos de captação no mercado de capitais	40
2. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS.....	42
2.1. Origem	42
2.2. Conceito	43
2.3. Crise norte-americana	47
2.4. Direito brasileiro	50
2.5. Instrumentos para realização de operações de securitização no Brasil	51
2.5.1. Emissão de debêntures por sociedades de propósito específico – SPE	51
2.5.2. Securitização financeira.....	52
2.5.3. Emissão de certificados de recebíveis imobiliários – CRIs.....	52
2.5.4. Emissão de certificados de recebíveis do agronegócio – CRAs.....	54

2.5.5.	Emissão de cotas por FIDCs.....	55
2.6.	Segregação do risco da empresa em recuperação.....	55
2.7.	Artigo 136 da LRE.....	56
3.	CESSÃO DE CRÉDITOS.....	58
3.1.	Cessão de créditos vencidos ou representativos de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura.....	61
3.2.	Validade, existência e eficácia da cessão de créditos.....	62
3.2.1.	Eficácia em relação a terceiros e formalidades de registro.....	64
3.2.2.	Notificação do devedor.....	66
3.2.3.	Obrigações do cedente.....	68
4.	FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC.....	71
4.1.	Fundos de investimento no Brasil.....	71
4.1.1.	Conceito.....	73
4.1.2.	Natureza jurídica.....	73
4.1.3.	Características gerais.....	76
4.1.4.	Principais fundos de investimento no Brasil.....	79
4.2.	FIDCs.....	81
4.2.1.	Constituição e funcionamento.....	82
4.2.2.	Política de Investimento.....	83
4.2.2.1.	Ativos integrantes da carteira do FIDC.....	83
4.2.2.2.	Responsabilidade pela seleção, precificação e adimplência dos créditos.....	85
4.2.2.3.	Mecanismos de proteção dos investimentos em caso de inadimplência dos direitos creditórios.....	87
4.2.3.	Patrimônio líquido.....	89
4.2.4.	Cotas.....	89
4.2.4.1.	Assembleia geral de cotistas.....	91
4.2.5.	Encargos do fundo.....	92
4.2.6.	Administração.....	93
4.2.6.1.	Responsabilidade dos administradores.....	96
4.2.7.	Demais prestadores de serviços.....	102

4.2.7.1. Auditor independente	103
4.2.7.2. Agência de classificação de risco	104
4.2.8. Divulgação de informações	109
4.2.9. Prazo de vigência, amortização antecipada das cotas e liquidação do fundo	110
5. FIDC E RECUPERAÇÃO JUDICIAL	112
5.1. Captação de recursos a um custo mais barato.....	112
5.2. Segregação do risco do cedente	113
5.3. Formalidades.....	114
5.4. Aprovação do plano de recuperação judicial	115
6. EXEMPLO CONCRETO: CASO PARMALAT	117
7. CONCLUSÕES	121
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	124

INTRODUÇÃO

Empresas em crise são, muitas vezes, viáveis e o seu saneamento e preservação mostram-se relevantes não só para seus acionistas e demais credores, mas também para toda a sociedade na qual está inserida.

Justamente com a finalidade de viabilizar a superação da crise econômico-financeira de empresas viáveis e proporcionar a sua preservação e o cumprimento de sua função social, a Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, trouxe ao direito concursal brasileiro o instituto da recuperação judicial.

Todavia, apesar de o advento da recuperação judicial ter possibilitado aos devedores, em conjunto com seus credores, a reestruturação de suas dívidas, por meio de um plano de recuperação para superar uma crise, a maior parte das empresas ainda carece de recursos para financiar suas atividades, principalmente no início do processo de reestruturação. Obter financiamento, durante este período, tem sido uma das maiores dificuldades enfrentada pelos devedores.

Se a obtenção de crédito, principalmente de longo prazo, a custos baixos, muitas vezes, não é facilmente alcançada nem por empresas “saudáveis” no mercado financeiro brasileiro, este cenário é ainda mais grave para as que enfrentam uma crise.

O histórico brasileiro de elevadas taxas de juros, inflação alta e instabilidade econômica contribui significativamente para a escassez do crédito.

É neste contexto que enxergamos o mercado de capitais como saída para superar o desafio do financiamento de empresas em recuperação judicial.

A captação de recursos por empresas no mercado de capitais, por ocorrer sem a intermediação financeira, muitas vezes, é mais barata e proporciona, em alguns casos, excelente remuneração ao capital dos investidores.

A securitização de recebíveis é um dos modos de financiamento de atividades empresariais, a longo prazo, por meio da poupança popular. Este instrumento é capaz de atrair investidores com maior grau de aversão a riscos, que provavelmente não investiriam em uma empresa em crise sem exigir uma taxa de retorno (*risk premium*) infinitamente maior à exigida para a aquisição de valores mobiliários emitidos por veículos securitizadores.

O FIDC consiste em um dos veículos aptos a realizar securitização de recebíveis. Foi introduzido, no Brasil, com a Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, do Conselho Monetário Nacional, e com a Instrução nº 356, de 17 de dezembro de 2001, da Comissão de Valores Mobiliários, conforme alterada. Os recursos obtidos com a subscrição e integralização de cotas por investidores são utilizados pelo FIDC para adquirir direitos creditórios.

O FIDC não está sujeito à falência por se tratar de um fundo de investimento e, conseqüentemente, ser constituído sob a forma de condomínio sem personalidade jurídica, sem prejuízo da responsabilização de sua instituição administradora pela prática comprovada de atos ilegais, dolosos ou culposos.

Quando a aquisição de direitos creditórios, por um FIDC, é realizada de forma válida, eficaz, definitiva, sem coobrigação ou direito de regresso dos cedentes (no caso proposto, empresas em recuperação judicial), os cotistas não perdem os recursos investidos se houver insolvência das cedentes, mas somente em caso de inadimplência dos devedores dos direitos creditórios. Além disso, se sobre estes direitos creditórios não recair qualquer gravame, se sua cessão ao FIDC for realizada em condições de mercado e de acordo com o princípio da boa-fé e se forem obedecidas as formalidades de registro para eficácia contra terceiros, nenhum terceiro pode vir a desfazer o negócio jurídico.

Seguindo este raciocínio e buscando fomentar o mercado de capitais por meio do aumento da segurança dos investidores, a LRE reza, no §1º do artigo 136, que na hipótese de securitização de créditos do originador, não será declarada a ineficácia nem revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos titulares de cotas de um FIDC.

Ao demonstrar a validade e a eficácia de operações de securitização conforme a legislação vigente, e ao comprovar a segurança jurídica que o investimento em um FIDC proporciona, cada vez mais as empresas em recuperação judicial, credoras de recebíveis de excelente qualidade, poderão se valer deste instrumento para captar recursos no mercado de capitais, sem a intermediação financeira e com custos mais baixos.

1. DIFICULDADES NA CAPTAÇÃO DE RECURSOS POR EMPRESAS EM RECUPERAÇÃO JUDICIAL

1.1. Recuperação judicial e preservação da empresa

1.1.1. Lei de Recuperação de Empresas (LRE)

A Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, conforme alterada, regula, atualmente, a recuperação judicial, a extrajudicial e a falência do empresário e da sociedade empresária no Brasil.

Foi elaborada com base no Projeto de Lei nº 4.376, de 1993, que tramitou por mais de dez anos antes de sua aprovação pelo Plenário da Câmara dos Deputados, na forma da Subemenda Substitutiva apresentada pelo relator deputado Osvaldo Biolchi, e, posteriormente, ainda mais alterada por substitutivo proposto pelo senador Ramez Tebet.

Ao revogar o Decreto-lei 7.661, de 21 de junho de 1945¹, e trazer profundas alterações no Direito Concursal brasileiro, a LRE buscou não só sanar as fragilidades muito criticadas da legislação anterior, mas também adequar o procedimento concursal à realidade econômica, jurídica e social vivenciada no Brasil e no resto do mundo².

¹ O Decreto-lei de 1945 regulava os institutos da falência e das concordatas suspensiva e preventiva. Foi editado em uma época em que a economia brasileira era eminentemente agrária e o comércio era exercido, em grande parte, por comerciantes individuais.

² Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, ao tratar do Decreto-lei nº 7.661, afirmou que “a legislação brasileira em matéria concursal, e, particularmente a Lei de Falências, é uma senhora que, na maturidade, mostra sinais inescandíveis de velhice, causados por uma profunda inadequação à realidade, mal de que padece desde o nascimento” (A empresa em crise no direito francês e americano. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1987, p. 1). Neste mesmo sentido, destaca o Senador Ramez Tebet, relator do projeto da Lei nº 11.101 no Senado:

“A realidade sobre a qual se debruçou Trajano de Miranda Valverde para erigir esse verdadeiro monumento do direito pátrio, que é a Lei de Falências de 1945, não mais existe. Como toda obra humana, a Lei de Falências é histórica, tem lugar em um tempo específico e deve ter sua funcionalidade constantemente avaliada à luz da realidade presente. Tomar outra posição é enveredar pelo caminho do dogmatismo. A modernização das práticas empresariais e as alterações institucionais que moldaram essa nova concepção de economia fizeram necessário adequar o regime falimentar brasileiro à nova realidade”.

Até 2005, o Direito Concursal brasileiro tinha finalidade preponderantemente liquidatória solutória, com vistas à satisfação dos interesses imediatos dos credores³. O sistema falimentar até então vigente tratava a falência “*como uma simples questão patrimonial, pela má utilização do crédito, e sendo ainda a concordata um mero favor legal, onde o interesse dos credores e o social são irrelevantes*”⁴.

Dentre as grandes inovações do atual diploma legal, destacam-se a adoção da teoria da empresa, a separação dos conceitos de empresa e empresário, o aumento da participação dos credores no procedimento concursal e a maior agilidade do procedimento falimentar.

Além destas alterações, merece destaque o reconhecimento, pela LRE, do princípio da preservação de empresas, principalmente com a introdução dos institutos da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial.

1.1.2. Princípio da preservação da empresa

As empresas passaram a ter sua função social reconhecida com a evolução do Direito Comercial, ocorrida no século XX.

Desde então, iniciou-se a difusão da ideia de que em torno da exploração da atividade econômica empresarial gravitam diversos interesses e, portanto, a organização, a exploração e a disposição das atividades empresariais devem submeter-se aos princípios da justiça econômica e social⁵. Empresas bem sucedidas proporcionam empregos a seus trabalhadores, propiciam arrecadação de tributos pelo fisco, fomentam a concorrência, permitindo o acesso, aos consumidores, de bens e serviços a preços competitivos, e geram,

³ O Decreto-lei de 1945 não reconhecia a função social das empresas. Cada vez mais a lentidão e a ausência, no processo concursal, de funções preventiva e saneadora de empresas viáveis em crise passaram a ser prejudiciais não só aos devedores, mas também aos credores. A antiga Lei de Falências, ao invés de objetivar a preservação do devedor, privilegiava o atendimento apenas de requisitos formais para concessão da concordata preventiva ou suspensiva, bem como possibilitava que credores cada vez mais desvirtuassem a finalidade do procedimento concursal, valendo-se de pedidos de falência apenas para coagir o devedor a pagar suas dívidas.

⁴ Paulo Penalva Santos. *O novo projeto de recuperação da empresa*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 117, jan./mar. 2000, p. 127.

⁵ Cf. Vera Helena de Mello Franco; Rachel Sztajn. *Falência e recuperação da empresa em crise: comparação com as posições do direito europeu*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 282.

indiretamente, não só o desenvolvimento econômico e social nas regiões em que se inserem, como também fortalecem a economia do Estado no qual se localizam.

No Brasil, a função social das empresas está acolhida pela Constituição Federal de 1988. As sociedades brasileiras estão submetidas aos postulados constitucionais contidos no artigo 170, que consagra, na ordem jurídica brasileira, a função social da propriedade.

Ademais, tanto a função social das empresas quanto a importância de sua proteção estão também contempladas na legislação ordinária.

A Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), em seus artigos 116, parágrafo único⁶, e 154⁷, impõe que o acionista controlador e os administradores devem, respectivamente, usar o poder e cumprir suas funções, com vistas à satisfação da função social da empresa.

O Código Civil, por sua vez, confirma o princípio da função social da empresa, ao estabelecer, no artigo 421, a função social do contrato. Com isto, mesmo sem referência expressa à função social da empresa no artigo 966 do Código Civil, este princípio deve ser levado em conta para a interpretação das normas relativas à empresa⁸.

O instituto da resolução das sociedades limitadas em relação ao um sócio, constante do Código Civil⁹, e a aplicação, pela jurisprudência, da dissolução parcial de sociedades anônimas, também se deram após o reconhecimento da função social das

6

“Art. 116. (...)”

Parágrafo único. O acionista controlador deve usar o poder com o fim de fazer a companhia realizar o seu objeto e cumprir sua função social, e tem deveres e responsabilidades para com os demais acionistas da empresa, os que nela trabalham e para com a comunidade em que atua, cujos direitos e interesses deve lealmente respeitar e atender” (grifamos).

⁷ “Art. 154. O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa”.

⁸ Cf. Enunciado 53 aprovado na I Jornada de Direito Civil. Disponível em <<http://daleth.cjf.jus.br/revista/enunciados/IJornada.pdf>>. Acesso em 09 de abril de 2011.

⁹ Artigos 1.028 e seguintes.

empresas, as quais, dependendo da vontade dos demais sócios, não deveriam necessariamente ser dissolvidas em sua totalidade.

Ao reconhecer o princípio da função social da empresa, iniciou-se a defesa de sua preservação. A jurisprudência e a doutrina passaram a entender a necessidade de manutenção da empresa para o cumprimento, inclusive, de sua função social.

Com a consagração da função social e do princípio da preservação da empresa, doutrinadores passaram a defender a reforma do Direito Concursal e a incorporação destes princípios. As primeiras reformas ocorreram nos Estados Unidos da América¹⁰, França¹¹, Alemanha, Itália, Portugal, Espanha e Argentina.

No Brasil, o reconhecimento, em matéria falimentar, da função social da empresa e a adoção do princípio da preservação de empresas viáveis ocorreu apenas em 2005, com a Lei nº 11.101.

Ao tutelar a função social da empresa, a LRE não só tratou da liquidação de empresas não recuperáveis, mas também possibilitou o saneamento e a preservação das empresas viáveis por meio dos institutos da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial¹².

¹⁰ Procedimento de reorganização das empresas, previsto no *Chapter 11* do *Bankruptcy Code*.

¹¹ Procedimentos de *sauvegarde* e, após caracterização do estado de cessação de pagamentos do devedor, *redressment judiciaire*.

¹² Neste sentido, o Senador Ramez Tebet, em seu parecer relativo ao projeto da Lei nº 11.101 no Senado, destaca os seguintes princípios adotados na análise do projeto de lei e nas modificações propostas:

*“1) **Preservação da empresa:** em razão de sua função social, a empresa deve ser preservada sempre que possível, pois gera riqueza econômica e cria emprego e renda, contribuindo para o crescimento e o desenvolvimento social do País. Além disso, a extinção da empresa provoca a perda do agregado econômico representado pelos chamados “intangíveis”, como nome, ponto comercial, reputação, marcas, clientela, rede de fornecedores, know-how, treinamento, perspectiva de lucro futuro, entre outros.*

2) (...).

*3) **Recuperação das sociedades e empresários recuperáveis:** sempre que for possível a manutenção da estrutura organizacional ou societária, ainda que com modificações, o Estado deve dar instrumentos e condições para que a empresa se recupere, estimulando, assim, a atividade empresarial.*

*4) **Retirada do mercado de sociedades ou empresários não recuperáveis:** caso haja problemas crônicos na atividade ou na administração da empresa, de modo*

Com a recuperação judicial e extrajudicial e a extinção do regime das concordatas suspensiva e preventiva, a LRE deixou de conceder apenas um “favor legal” para os devedores postergarem o pagamento de suas dívidas e passou a fornecer meios que possibilitassem à empresa sanear sua crise econômico-financeira.

Além de a LRE adotar o princípio da preservação da empresa, na recuperação judicial e na recuperação extrajudicial, este princípio também foi incorporado à legislação pátria no que tange à falência, a fim de maximizar os ativos a serem liquidados.

Ao introduzir o princípio da preservação da empresa na falência, em seu artigo 75, a LRE tutela a preservação e otimização do uso produtivo dos bens, ativos e recursos da empresa, inclusive intangíveis. Em seus artigos 139 e 140, prevê que a realização do ativo será efetuada, logo após a arrecadação dos bens, para evitar sua deterioração¹³. A alienação da empresa deverá ocorrer, preferencialmente, com a venda de seus estabelecimentos em bloco.

Somada à possibilidade de obtenção, pelos credores, de maior valor agregado na alienação dos estabelecimentos em conjunto, a LRE também objetiva, mesmo na falência, preservar as atividades empresariais após a alienação da empresa, em benefício do interesse público¹⁴.

a inviabilizar sua recuperação, o Estado deve promover de forma rápida e eficiente sua retirada do mercado, a fim de evitar a potencialização dos problemas e o agravamento da situação dos que negociam com pessoas ou sociedades com dificuldades insanáveis na condução do negócio”.

¹³ No que diz respeito à tutela da LRE para rápida realização do ativo, com o objetivo de evitar sua deterioração, destaca Paulo Fernando Campos Sales de Toledo que

“a atual lei, sem naturalmente descurar-se da proteção aos credores, optou por um caminho diferente. Estabelece que os bens do falido não devam ficar acumulando poeira enquanto se aguarda o longínquo momento futuro em que serão vendidos. Ao contrário, quer que eles sejam conservados, e mantenham condições de utilização econômica. Em outros termos, que ainda possam ser usados em uma atividade produtiva” (A preservação da empresa, mesmo na falência. In Newton de Lucca; Alessandra de Azevedo Domingues (coord.). Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 519).

¹⁴ Neste mesmo sentido,

Assim, tendo em vista os interesses dos credores e a relevância das empresas para a sociedade, no Brasil, a Lei nº 11.101 buscou suprir a ausência de uma legislação que propiciasse a reestruturação de empresas em crise com potencial de recuperação, bem como a imediata liquidação na hipótese de manifesta impossibilidade de saneamento¹⁵.

1.1.3. Recuperação judicial

A recuperação judicial, trazida pela LRE, consiste no instituto jurídico cuja finalidade é sanear a crise econômico-financeira do devedor, possibilitando a preservação da atividade empresarial, a manutenção do emprego e a satisfação, ainda que parcial, dos interesses dos credores. O artigo 47 da LRE dispõe:

“Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”.

“a alienação preferencial dos estabelecimentos em conjunto, ao propiciar o prosseguimento da atividade empresarial pelo empresário adquirente, afasta os efeitos negativos da desativação da empresa em virtude da falência. O negócio é do interesse da coletividade de credores, em razão do maior preço que poderá ser obtido por essa forma de alienação de bens, e será igualmente de interesse do comprador, que irá beneficiar-se da significativa redução dos custos de entrada no mercado.

*Por outros meios também busca o legislador, mesmo na falência, preservar a empresa. Assim é que a alienação ‘poderá compreender a transferência de contratos específicos’ sem a necessidade de anuência do outro contraente, o que certamente contribuirá para o normal seguimento dos negócios. Além disso, o adquirente receberá os bens livres de ônus, não será sucessor da falida nas obrigações desta, e poderá manter os empregados da falida sem se preocupar com os direitos trabalhistas que tiverem eles adquirido antes da alienação do negócio, uma vez que, desfeitos os vínculos relativos às contratações anteriores, os trabalhadores ‘serão admitidos mediante novos contratos de trabalho’” (Paulo Fernando Campos Sales de Toledo. *A preservação da empresa, mesmo na falência*. In Newton de Lucca; Alessandra de Azevedo Domingues (coord.). *Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 532 e 533).*

¹⁵ Nas palavras de Mauro Rodrigues Penteado, “é também de interesse público a eliminação formal de sociedades infecundas ou inertes do cenário empresarial, visto que o direito positivo há sempre de perseguir a certeza e a segurança das relações negociais e mesmo institucionais” (*Dissolução e liquidação de sociedades*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2000, p. 6).

Trata-se de procedimento cuja instauração é solicitada judicialmente pelo devedor e, em caso de deferimento de seu processamento, há a apresentação, pelo devedor, de plano de recuperação, submetido, por sua vez, à aprovação dos credores por ele atingidos, reunidos em assembleia geral.

Ao mesmo tempo que, na recuperação judicial, a lei concursal conferiu maior poder decisório aos credores, por meio da aprovação do plano proposto, o devedor foi protegido contra uma liquidação antecipada. A lei buscou, ainda, evitar o tratamento privilegiado de certos credores em detrimento dos demais de mesma classe, bem como minimizar os prejuízos eventualmente sofridos pelos credores com a crise econômico-financeira do devedor.

A configuração do estado de crise econômico-financeira deve ser analisada em relação a cada devedor, individualmente. Além da inadimplência de suas obrigações pecuniárias vencidas, o devedor deve apresentar outros sinais de incapacidade financeira, tais como a indisponibilidade de ativos líquidos, em montante suficiente para honrar pontualmente suas dívidas¹⁶.

¹⁶ De acordo com Rachel Sztajn,

“Entende-se que há crise na empresa quando esta experimente constrangimento econômico-financeiro que, incidindo sobre a capacidade de operar, possa levar à paralisação das atividades. Crise financeira, em geral, relaciona-se a questões de caixa, isto é, tem que ver com solvência, com falta de disponibilidade de moeda (ou crédito) que impeça o pagamento de obrigações vencidas ou vincendas em prazo curto. A inclusão do crédito na noção de crise financeira tem que ver com o fato de que, mesmo em face de atraso no pagamento de dívidas (fornecedores e instituições financeiras, por exemplo), sua exigibilidade é postergada.

Econômica é a crise relacionada à estrutura de ativos e passivos, portanto crise que inviabiliza o pagamento de integral de todas as obrigações. Atende-se para o fato de que descompassos reiterados entre entradas e saídas de caixa, que configurariam crises financeiras, podem tornar-se causa de insolvabilidade, e, portanto, configurar crise econômica. O desequilíbrio patrimonial adverso, configurado pelo fato de que o valor total dos ativos, convertidos em moeda, ser inferior ao valor total dos passivos, igualmente convertidos em moeda, na mesma data e base, é inafastável e, diante dessa situação, sem aporte de novos recursos para reequilibrar os dois pólos do patrimônio, a continuação da empresa dificilmente será exitosa” (Capítulo III - Da Recuperação Judicial. In Francisco Satiro de Souza Junior; Antônio Sérgio A. de Pitombo (coord.). Comentários à lei de recuperação de empresas e falências. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 219).

Para se valer da recuperação judicial, o devedor deverá, no momento do pedido, estar no exercício regular de suas atividades há mais de dois anos e atender aos requisitos do artigo 48 da LRE¹⁷.

Além destas formalidades, ao ingressar com a ação de recuperação judicial e apresentar um plano, o devedor deve comprovar a viabilidade do plano proposto, com o equacionamento das dívidas vencidas, e a possibilidade de sua efetiva recuperação¹⁸.

Isto ocorre porque a preservação da empresa, com vistas à sua recuperação, somente é a solução econômica mais vantajosa se aplicada em empresas viáveis e em casos específicos.

Nem sempre a liquidação da empresa maximiza o resultado aos credores e, em alguns casos, a recuperação da empresa não traz necessariamente a solução menos custosa e a satisfação dos interesses dos credores. Há que se ter muita cautela para evitar tentativas de recuperação de uma empresa a qualquer custo ou, ainda, tentar recuperar uma

¹⁷ Os requisitos a seguir, do artigo 48 da LRE, devem ser atendidos cumulativamente:

I – não ser falido e, se o foi, estejam declaradas extintas, por sentença transitada em julgado, as responsabilidades daí decorrentes;

II – não ter, há menos de 5 (cinco) anos, obtido concessão de recuperação judicial;

III – não ter, há menos de 8 (oito) anos, obtido concessão de recuperação judicial com base no plano especial de que trata a Seção V deste Capítulo;

IV – não ter sido condenado ou não ter, como administrador ou sócio controlador, pessoa condenada por qualquer dos crimes previstos nesta Lei”.

¹⁸ Neste sentido, Adriana Valéria Pugliesi Gardino destaca que:

“o mero pagamento do passivo (como era objetivado pela extinta concordata, como medida de evitar a falência) não é garantia de viabilidade econômico-financeira do devedor. O pagamento do passivo é uma das finalidades da recuperação judicial (e, aliás, também da falência), mas não pode ser o único propósito a ser alcançado. Temos que a recuperação judicial tem como escopo maior promover a reorganização da empresa devedora, de modo tal que possa funcionar e gerar novos negócios, tornando-se suficientemente lucrativa para fazer face aos seus compromissos futuros, principalmente.

A capacidade de gerar novos negócios e obter crédito, seja com instituições financeiras, seja junto a seus fornecedores e empregados, é o grande desafio da recuperação judicial.” (grifamos) (A evolução do tratamento jurídico da empresa em crise no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, p. 118).

empresa inviável ou, mesmo que recuperável, que traga menos benefícios econômicos aos credores quando comparado ao montante que receberiam se a empresa fosse liquidada¹⁹.

Em geral, durante o procedimento de recuperação judicial o devedor ou seus administradores são mantidos na condução da atividade empresarial, sob fiscalização do Comitê de Credores, se houver, e do administrador judicial.

Praticamente todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos, estão sujeitos à recuperação judicial²⁰.

Ademais, o deferimento do processamento da recuperação judicial suspende o curso da prescrição e de todas as ações e execuções em face do devedor pelo prazo de cento e oitenta dias²¹. Conforme Daniel K. Goldberg, a submissão, à recuperação judicial, de todos os créditos, bem como a suspensão do curso da prescrição e de todas as ações e execuções têm por objetivo trazer eficiência econômica à lei concursal, nos seguintes termos:

“Com uma coalização mínima de credores que propõem a reestruturação da dívida da empresa, assegura-se uma solução eficiente: a empresa é preservada e continua a servir a dívida com base no seu fluxo de caixa. A questão que se coloca é, portanto, como garantir essa coalizão?”

Para isso, a nova lei estabelece pelo menos dois dispositivos importantes. O primeiro, previsto nos arts. 6 e 52, III, que estabelecem a suspensão de todas as ações ou execuções contra o devedor assim que deferido o processamento da recuperação. Dessa forma, durante o

¹⁹ Conforme observa Adriana Valéria Pugliesi Gardino, “há situações em que a falência é a melhor solução, pois para a empresa inviável adiar a liquidação significa possibilitar o aumento do prejuízo dos credores em geral” (A evolução do tratamento jurídico da empresa em crise no direito brasileiro. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, p. 118).

²⁰ Não se sujeitam à recuperação judicial créditos: (i) devidos à União, Estados, municípios e Instituto Nacional do Seguro Social – INSS; (ii) devidos a credores por obrigações a título gratuito, por despesas realizadas para se habilitarem na recuperação judicial e por quantia ilíquida; (iii) devidos a credores que ocupem posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio; e (iv) entregues ao devedor, em moeda corrente nacional, a título de adiantamento a contrato de câmbio para exportação, desde que o prazo total da operação, inclusive eventuais prorrogações, não exceda o previsto nas normas específicas da autoridade competente. Neste sentido, Vera Helena de Mello Franco; Rachel Sztajn. *Falência e recuperação da empresa em crise: comparação com as posições do direito europeu*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 236.

²¹ Cf. artigo 6º e inciso III do artigo 52 da LRE.

prazo de elaboração e negociação do plano de recuperação – de 180 dias – ('stay period'), fica obstaculizada a corrida aos ativos da empresa. Assim, cada um dos credores sabe que os demais não podem dilapidar o patrimônio do devedor antes da solução coletiva ser alcançada.

Por fim, o plano de recuperação afeta a esfera patrimonial de todos os credores, mesmo aqueles que não participaram – ou não concordaram com os termos – da negociação de reestruturação, desde que preenchidas as condições previstas no art. 58, § 1º. Assim, a maioria dos credores representados em cada classe pode impor sua vontade à minoria, evitando comportamentos oportunistas e a dissolução da coalização formada em prol da recuperação da empresa”. (grifos do autor) (Notas sobre a nova lei de recuperação de empresas e sua racionalidade econômica. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 30, out./dez. 2005, pp. 99 e 100).

1.2. Dificuldades de captação de recursos

Com a globalização e constante modernização das tecnologias, cada vez mais as empresas precisam investir em suas atividades para suplantar as concorrências nacional e internacional.

E sua prosperidade, com cumprimento da função social, possibilita não só a obtenção de lucros a seus sócios, como também traz benefícios à sociedade em geral, conforme item 1.1 acima.

Todavia, somente com recursos as empresas conseguem exercer suas atividades e cumprir suas função e responsabilidade sociais. O desenvolvimento e o crescimento empresariais são inviáveis sem recursos suficientes para pagar fornecedores e empregados, proporcionar a seus clientes vantajosas condições de pagamento ou realizar certos empreendimentos, como a adequação do parque industrial aos avanços tecnológicos.

No Brasil, mesmo as empresas “saudáveis” têm dificuldades para financiar suas atividades. Além de o país ainda estar em fase de desenvolvimento, conta com histórico de inflação elevada e altas taxas de juros, mesmo após o “Plano Real”, com o qual as taxas de juros nominais foram reduzidas consideravelmente.

Se qualquer empresa sofre para obter crédito, principalmente de longo prazo, o problema é mais grave no caso de empresas em recuperação.

Empresas em crise necessitam, durante sua recuperação, de caixa não só para implementar seu plano e efetivar sua reestruturação, mas também para garantir a continuidade de suas atividades.

Todavia, ao avaliarem o crédito de empresas em recuperação, os credores²² temem pela impossibilidade de o devedor honrar suas dívidas²³.

Ademais, tanto as instituições financeiras, quanto os fornecedores, em geral, não contam com política de concessão de crédito para empresas em recuperação, tampouco estrutura especializada para acompanhar a evolução e o cumprimento do plano de recuperação judicial²⁴.

²² No caso de instituições financeiras, além do grau de aversão ao risco de devedores em processo de recuperação, há ainda o problema da necessidade de provisionamento dos créditos. Devido à ausência de normas específicas do Banco Central do Brasil com critérios objetivos para o provisionamento de créditos devidos por empresas em recuperação, as instituições financeiras são prejudicadas por acabarem classificando-os com o pior nível de risco, qual seja, o “H” e, conseqüentemente, deverem provisionar, nos termos da Resolução do CMN nº 2.689/99, cem por cento dos valores devidos, mesmo que ainda não estejam vencidos e inadimplentes.

²³ Os credores e investidores têm diferentes graus de aversão a risco de crédito. Quanto mais avessos a operações arriscadas, como, por exemplo, o investimento ou a concessão de crédito em empresa em recuperação, maior é a remuneração exigida para assumir o risco de perda do capital emprestado ou investido. Zvi Bodie, Alex Kane e Alan J. Marcus explicam o grau de aversão a risco nos termos a seguir:

“O grau em que os investidores estão dispostos a comprometer recursos em ações depende da aversão ao risco. Os analistas financeiros geralmente assumem que os investidores têm aversão ao risco no sentido em que, se o prêmio de risco fosse zero, as pessoas não estariam dispostas a investir dinheiro algum em ações. Na teoria, então, deve haver sempre um prêmio de risco positivo sobre ações, a fim de induzir os investidores com aversão a riscos a investir em ações ao invés de alocar todo seu dinheiro em ativos livres de risco.

(...)

Investidores que são avessos ao risco rejeitam carteiras de investimento que são jogos justos ou pior. Investidores avessos ao risco estão dispostos a considerar apenas perspectivas sem risco ou especulativas com prêmios de risco positivo” (Tradução livre) (Investments. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2001, pp. 137 e 157).

²⁴ Cf. Ivo Waisberg; Jose Claudio Sardinha; Outros. *Financiamento de empresas em recuperação judicial: importância, dificuldades e estímulos*. Turnaround Management Association do Brasil – TMA Brasil, mar. 2010. Disponível em: http://www.tmabrasil.org/images/stories/docs/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf>. Acesso em 08 de junho de 2012.

Além do elevado grau de aversão ao risco e dos demais fatores acima mencionados, o histórico relativamente pequeno de sucesso de planos de recuperação, somado à incerteza das decisões proferidas, em matéria recuperacional, pelo Poder Judiciário brasileiro, contribuem para a insegurança dos credores e para o desestímulo da concessão de financiamentos, mesmo com taxas de juros maiores.

Este comportamento dos credores é observado independentemente do disposto no artigo 67 da LRE:

“Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

Parágrafo único. Os créditos quirografários sujeitos à recuperação judicial pertencentes a fornecedores de bens ou serviços que continuarem a provê-los normalmente após o pedido de recuperação judicial terão privilégio geral de recebimento em caso de decretação de falência, no limite do valor dos bens ou serviços fornecidos durante o período da recuperação.”

O dispositivo acima determina serem extraconcursais os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial. O intuito do legislador foi incentivar a concessão de crédito para as empresas em recuperação e conferir maior segurança aos credores.

Buscou-se não só estimular o financiamento pelas instituições financeiras em geral, mas também pelos fornecedores do devedor. A continuidade do fornecimento dos bens e serviços é indispensável para o desenvolvimento das atividades do devedor.

Não obstante as observações sobre o artigo 67 da LRE, entendemos que a inclusão apenas deste dispositivo foi insuficiente.

Apesar de a lei garantir (i) que os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial serão considerados extraconcursais; e (ii) privilégios aos créditos quirografários devidos a fornecedores de bens ou serviços prestados durante o período da recuperação, não existem, atualmente, no Brasil, linhas de crédito voltadas aos devedores em recuperação. Nem de financiadores privados, tampouco públicos.

Os financiadores necessitam de estímulos adicionais. Poderiam ser concedidos pelo governo, por exemplo, benefícios fiscais para financiar empresas em processo recuperação.

Adicionalmente, os credores que continuarem fornecendo bens e serviços, após o pedido de recuperação judicial, deveriam ter maior prioridade em eventual procedimento falimentar. A concessão de privilégio geral aos fornecedores pode não ser um estímulo suficiente, já que, em muitas falências, credores com privilégio geral não conseguem ter seu crédito satisfeito²⁵.

Devido à relevância da concessão de financiamentos e da manutenção do fornecimento de bens e serviços durante a tentativa de saneamento da situação econômico-financeira do devedor, a totalidade de seus créditos (e não apenas os decorrentes de financiamentos, bens ou serviços concedidos durante a recuperação) deveriam gozar de tratamento diferenciado no concurso de credores.

1.3. Formas de financiamento das atividades empresariais

Em muitos casos, o lucro gerado pelas empresas não é suficiente para fazer frente às suas necessidades de caixa, seja para investimentos adicionais, seja para utilização como capital de giro²⁶ ou pagamento de dívidas vencidas.

²⁵ Cf. Eduardo Secchi Munhoz, in Francisco Satiro de Souza Jr.; Antônio Sérgio A. de Pitombo (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, pp. 311 e 312.

²⁶ Disponibilidades necessárias para condução regular das atividades da empresa.

A estrutura de capital ótima das empresas depende de vários fatores específicos, inclusive da economia em que está inserida, da carga tributária, de seu porte e da concorrência, de sua situação econômica e de seu segmento de atuação. A seguir, apresentaremos as principais formas de financiamento das atividades empresariais no Brasil.

1.3.1. Financiamento por capital próprio

As empresas podem utilizar os recursos gerados por sua própria atividade, inclusive com a adoção de políticas de retenção de lucros, para utilização como capital de giro, pagamento de passivos exigíveis ou investimentos em melhorias.

Quando o lucro apurado no resultado de um exercício ou o valor das disponibilidades não é suficiente em relação às suas necessidades, é facultado às sociedades promoverem o aumento de seu capital social.

As vantagens da captação de recursos por meio da emissão de novas quotas e ações são, basicamente, a ausência de aumento do endividamento da empresa e a economia de custos com intermediação financeira.

A integralização das quotas ou ações representativas do capital social pode ser feita em dinheiro ou qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação monetária. No caso de aumento do capital social, as novas quotas ou ações podem ser subscritas pelos sócios ou, mediante renúncia a seu direito de preferência, por terceiros.

Para captar recursos por meio do aumento do capital social, é essencial que os atuais sócios ou terceiros tenham condições financeiras e estejam dispostos a investir na empresa. O aporte de capital em uma sociedade deve ser cuidadosamente avaliado, por se tratar de um investimento de alto risco²⁷.

²⁷ Além do risco de uma sociedade conseguir gerar receitas e de o investidor obter retorno do capital investido, em um processo falimentar os sócios são os últimos a receber os recursos eventualmente disponíveis, conforme ordem de classificação dos créditos na falência, prevista no artigo 83 da LRE e reproduzida a seguir:

Ademais, para o ingresso de novos sócios, os antigos devem estar cientes sobre a possibilidade de ingerência dos novos acionistas ou quotistas nas atividades sociais²⁸.

I – os créditos derivados da legislação do trabalho, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e os decorrentes de acidentes de trabalho;

II - créditos com garantia real até o limite do valor do bem gravado;

III – créditos tributários, independentemente da sua natureza e tempo de constituição, excetuadas as multas tributárias;

IV – créditos com privilégio especial, a saber:

a) os previstos no art. 964 da Lei no 10.406, de 10 de janeiro de 2002;

b) os assim definidos em outras leis civis e comerciais, salvo disposição contrária desta Lei;

c) aqueles a cujos titulares a lei confira o direito de retenção sobre a coisa dada em garantia;

V – créditos com privilégio geral, a saber:

a) os previstos no art. 965 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002;

b) os previstos no parágrafo único do art. 67 desta Lei;

c) os assim definidos em outras leis civis e comerciais, salvo disposição contrária desta Lei;

VI – créditos quirografários, a saber:

a) aqueles não previstos nos demais incisos deste artigo;

b) os saldos dos créditos não cobertos pelo produto da alienação dos bens vinculados ao seu pagamento;

c) os saldos dos créditos derivados da legislação do trabalho que excederem o limite estabelecido no inciso I do ‘caput’ deste artigo;

VII – as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, inclusive as multas tributárias;

VIII – créditos subordinados, a saber:

a) os assim previstos em lei ou em contrato;

b) os créditos dos sócios e dos administradores sem vínculo empregatício” (grifos nossos).

²⁸ No Brasil, diferentemente dos Estados Unidos da América, é muito difundida a cultura de concentração do controle das empresas. Apesar de já se poder observar evolução no que tange à profissionalização da administração das sociedades brasileiras, ainda é muito presente o controle e administração familiar das

No caso das companhias abertas, o aumento do capital social pode ocorrer mediante oferta pública primária de ações. Este procedimento propicia a captação de recursos de terceiros sem a intermediação financeira, mas impõe às sociedades os custos inerentes ao acesso ao mercado de capitais, tais como os necessários para manter, junto à CVM, o registro de companhia aberta e atender as normas de proteção aos investidores.

1.3.2. Financiamentos concedidos por instituições financeiras

Instituições financeiras são “*pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda corrente nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros*”²⁹.

O objeto das instituições financeiras consiste na captação de recursos de terceiros (depósitos) e obtenção de lucros por meio da concessão de financiamentos a devedores (intermediação) com recursos próprios ou captados por meio da poupança popular. Eduardo Salomão Neto destaca os seguintes elementos essenciais para caracterizar a atividade privativa de instituição financeira:

“(i) captação de recursos de terceiros em nome próprio, (ii) seguida de repasse financeiro através de operações de mútuo, (iii) com o intuito de auferir lucro derivado da maior remuneração dos recursos repassados em relação à dos recursos coletados, (iv) desde que a captação seguida de repasse se realize em caráter habitual” (Direito bancário. São Paulo: Atlas, 2005, p. 27).

As instituições financeiras que exercem atividades no Brasil são necessariamente submetidas à regulação e fiscalização do Conselho Monetário Nacional³⁰ e do Banco Central do Brasil.

empresas. Os sócios costumam resistir à diluição de seus poderes políticos, decorrentes do ingresso de terceiros na sociedade.

²⁹ Artigo 17 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

³⁰ O CMN é o órgão brasileiro responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional – SFN. Integram este órgão o Ministro da Fazenda (Presidente), o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. Dentre suas funções, pode-se destacar as seguintes: (i) adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia; (ii) regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; (iii) orientar a aplicação

São consideradas instituições financeiras os bancos³¹, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário e companhias hipotecárias e cooperativas de crédito.

Ademais, são também, por força de lei, equiparadas às instituições financeiras, mas não exercem a atividade privativa de intermediação de recursos,

“as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam prêmios em imóveis, mercadoria ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e quaisquer outros títulos, realizando, nos mercados financeiros e de capitais, operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras”³².

No Brasil, a contratação de empréstimos junto a instituições financeiras apresenta, historicamente, custos muito elevados³³.

dos recursos das instituições financeiras; (iii) propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; (iv) zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; e (v) coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e das dívidas públicas brasileiras interna e externa (Cf. < <http://www.bcb.gov.br/Pre/composicao/CMN.asp>>. Acesso em 20 de agosto de 2012).

³¹ Os bancos, no sistema brasileiro, podem ser divididos em três tipos – bancos comerciais, bancos de investimento e bancos de desenvolvimento – sendo permitido aos bancos exercer sob personalidade jurídica única pelo menos duas das atividades específicas das seguintes instituições: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de crédito, financiamento e investimento e sociedades de arrendamento mercantil (Eduardo Salomão Neto, *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 65).

³² § 1º do artigo 18 da Lei nº 4.595/64.

³³ Neste sentido:

“Uma das principais características do financiamento bancário no Brasil é o custo elevado das operações de empréstimo. Segundo levantamento periódico do Banco Central, o custo médio das operações de empréstimo prefixadas para pessoas jurídicas no chamado segmento livre, que exclui os créditos direcionados, era de 50,5% ao ano em dezembro de 2002. Considerando uma expectativa de inflação anual da ordem de 15% para o IGP-DI em 2003, a taxa real de juros ‘ex ante’ naquele mês correspondia a 31%. Trata-se de uma taxa consideravelmente mais baixa que a que vigia no País no início de 1999, mas ainda assim bastante elevada para padrões internacionais. O resultado de dezembro não é um fato isolado, e sim representativo do comportamento das taxas de empréstimo no período pós-Plano Real. De 1997 a 2002, a taxa média real de empréstimos bancários para as empresas manteve-se usualmente acima de 20% ao ano, à exceção do segundo semestre de 2002, quando as taxas reais ‘a posteriori’ recuaram em resposta à forte aceleração da inflação” (Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento. Confederação Nacional da Indústria – CNI. Brasília, 2003. Disponível em:

Os custos cobrados dos financiados equivalem à soma das taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro, da margem de lucro almejada e dos encargos arcados diretamente pelas instituições financeiras e repassados aos seus clientes. Dentre os encargos acima referidos, destacam-se o risco de inadimplência de cada devedor³⁴, os custos administrativos das instituições financeiras, os tributos incidentes sobre as atividades bancárias e os depósitos compulsórios³⁵.

<<http://www.cni.org.br/portal/data/files/8A9015D01418E1EE01143BED721E217A/Financiamento%20no%20Brasil%20-%20Desafio%20ao%20Crescimento%202003.pdf>>. Acesso em 20 de janeiro de 2011, p. 10).

³⁴ O risco de crédito dos devedores influencia diretamente nas taxas de juros cobradas na concessão de crédito. As instituições financeiras costumam adotar rígida política de concessão de crédito e, para a contratação de financiamentos, analisam diversos fatores que podem prejudicar a sua solvência, tais como: setor de atuação e faturamento histórico da empresa, histórico de adimplência, situação da economia da região na qual o devedor está inserido, nível de endividamento do financiado, análise da situação econômico-financeira dos controladores, entre outros. Os juros podem ser ainda maiores se a instituição não possuir informações suficientes para avaliar corretamente o risco de crédito, já que será exigida maior taxa de retorno para suprir risco de inadimplemento eventualmente maior.

³⁵ Os gráficos a seguir ilustram as taxas praticadas pelas instituições financeiras em 2010 e 2011. Nota-se que as taxas praticadas em financiamentos destinados a pessoas físicas e pessoas jurídicas, em geral, são diversas. Além disso, os juros cobrados não estão atrelados apenas à variação taxa SELIC, divulgada Comitê de Política Monetária (Copom), estando sujeita a outros fatores, como por exemplo, aumento da inadimplência.

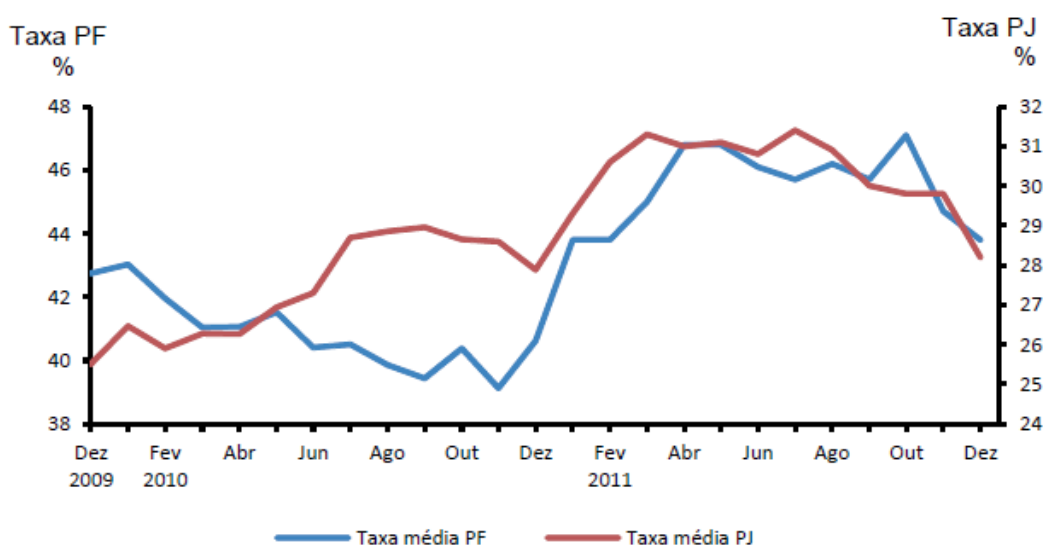


Gráfico 1: Taxa média praticada em financiamentos para pessoas físicas em relação à taxa média para pessoas jurídicas.

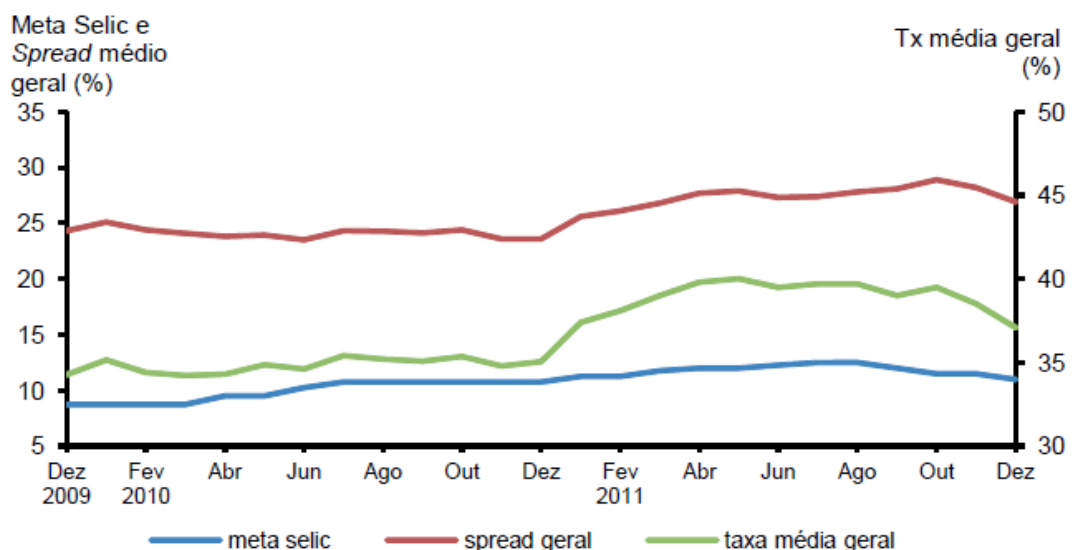
Fonte: Relatório de economia bancária e de crédito. Banco Central do Brasil, 2011. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REBC_2011.pdf>. Acesso em 30 de dezembro de 2012, p. 12.

Além dos elevados custos para obtenção, pelos devedores, de financiamentos, a relativa instabilidade econômica brasileira também contribui para a dificuldade de obtenção de financiamentos de longo prazo. Comumente as instituições financeiras concedem às empresas brasileiras somente linhas de crédito de curto prazo.

Em relação à dificuldade para contratar financiamentos de longo prazo no Brasil, Alexandre Assaf Neto completa:

“A maior parte do financiamento das empresas origina-se do crédito bancário. O ‘funding’ dos investimentos produtivos no Brasil não atende às efetivas necessidades de financiamento das empresas, tanto pelos seus altos custos, muitas vezes superiores ao retorno de seus ativos, como também pela sua reduzida maturidade, insuficiente para promover o equilíbrio financeiro e sustentar o crescimento das atividades.

As Instituições Financeiras costumam direcionar a maior parte de seus recursos livres para empréstimos de capital de giro, de curto prazo. Os bancos privados têm dificuldades em oferecer créditos de longo prazo, explicadas principalmente pela baixa oferta de poupança interna de maturidade similar. Dessa maneira, a estrutura temporal das aplicações dos bancos no Brasil é bastante



1/ Crédito referencial

Gráfico 2: Taxa básica de juros SELIC em relação à taxa de juros praticada em financiamentos em relação à taxa média geral.

Fonte: *Relatório de economia bancária e de crédito*. Banco Central do Brasil, 2011. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REBC_2011.pdf>. Acesso em 30 de dezembro de 2012, p. 12.

curta, não satisfazendo às efetivas necessidades de financiamento dos investimentos produtivo. Como resultado, o Brasil apresenta uma relação Créditos Bancários/PIB reduzida, bem como abaixo dos padrões internacionais” (Finanças corporativas e valor. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 447).

Não bastando a concessão de empréstimos, em sua maioria, de curto prazo, os contratos de financiamento ainda preveem mecanismos de ingerência indireta do credor nas atividades dos financiados. São comuns cláusulas que visam impedir atos que possam prejudicar a solvência do devedor, como a restrição de alienação de ativos relevantes ou aumento substancial do endividamento do devedor. Dependendo do crédito concedido, pode haver a emissão de uma *golden share*, em favor do credor, para garantir o direito de veto sobre decisões que poderiam, a critério do financiador, prejudicar o adimplemento do empréstimo concedido.

Por fim, além de todos os custos e dificuldades para obter financiamentos junto a instituições financeiras, as empresas ainda são obrigadas a oferecer garantias, como hipotecas de imóveis, penhor de ações, cessão fiduciária de recebíveis e alienação fiduciária de equipamentos. Afinal, é mais vantajoso para qualquer credor ser titular de dívidas com garantias reais ou, ainda, de dívidas que não se submetem aos efeitos da recuperação judicial.

1.3.2.1. Cessão fiduciária em garantia

O § 3º do artigo 49 da LRE excluiu expressamente dos efeitos da recuperação judicial os créditos devidos a “*credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio*”.

Este dispositivo, juntamente com outras inovações trazidas pela LRE, objetivou reduzir o risco de crédito de empresas que cedam ou alienem fiduciariamente, em garantia de suas dívidas, bens móveis ou imóveis, com redução das taxas praticadas por credores em financiamentos com garantias desta natureza.

As instituições financeiras, que já se valiam frequentemente da cessão e alienação fiduciária em garantia, aumentaram consideravelmente o desejo de obter a propriedade fiduciária de bens.

Todavia, com o advento da LRE, iniciou-se polêmica em torno do § 3º do artigo 49, no que diz respeito à cessão fiduciária de direitos de crédito, já que a LRE menciona tão somente “bens móveis e imóveis”.

A cessão fiduciária consiste na cessão de bens móveis a proprietários fiduciários; é realizada para garantir o pagamento de uma dívida. A propriedade fiduciária se resolve com o adimplemento da obrigação garantida ou, em caso de inadimplência, a propriedade consolida-se em favor do credor.

A cessão fiduciária foi introduzida no ordenamento jurídico brasileiro pela Lei nº 4.864, de 29 de novembro de 1965. Com a finalidade de criar medidas de estímulo à construção civil, esta lei permitiu, em garantia de operações de crédito imobiliário concedidas por Caixas Econômicas, a cessão fiduciária de direitos decorrentes dos contratos de alienação das unidades habitacionais que integravam o projeto financiado.

No âmbito dos mercados financeiro e de capitais, a cessão fiduciária foi tratada na Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, conforme alterada pela Lei nº 10.931 de 2004. No § 3º do artigo 66-B, foi admitida “*a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito*” (grifamos).

Defendemos que os direitos de crédito, comumente cedidos fiduciariamente em garantia de financiamentos contratados com instituições financeiras, constituem “bens móveis” por força do inciso III do artigo 83 do Código Civil³⁶. Portanto, as dívidas em garantia das quais tais direitos encontram-se cedidos fiduciariamente não estão sujeitas ao procedimento de recuperação judicial³⁷.

³⁶ Este dispositivo do Código Civil prevê expressamente serem móveis os “*direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações*”.

³⁷ Neste mesmo sentido, Jorge Lobo destaca que:

Diante desta interpretação do § 3º do artigo 49 da LRE, defendemos que deveriam ser consideravelmente menores as taxas de juros dos financiamentos com alienação ou cessão fiduciária de bens em garantia. Apesar do incentivo conferido pelo legislador, não há notícias de que seu objetivo tenha sido alcançado no que diz respeito à redução dos encargos praticados no mercado financeiro.

1.3.3. Bancos de desenvolvimento

A intervenção dos governos nos mercados de crédito ocorre por meio da regulação³⁸, da política monetária³⁹ e do direcionamento de crédito⁴⁰.

O direcionamento de crédito visa fomentar a concessão de crédito a setores da economia considerados prioritários pelo governo⁴¹. O governo pode tanto oferecer benefícios, como subsídios, garantias ou benefícios tributários, para que instituições financeiras concedam crédito a devedores atuantes em segmentos específicos, como conceder crédito diretamente por meio dos bancos públicos.

“a Lei nº 11.101, de 2005, ao referir-se, no artigo 49, parágrafo 3º, a ‘proprietário fiduciário de bens móveis’, e, no artigo 85, a ‘proprietário de bem arrecadado’, abrange tanto o proprietário fiduciário, que adquiriu essa qualidade por força de contrato de alienação fiduciária em garantia de bens móveis, quanto o proprietário fiduciário, que ostenta essa posição em decorrência de contrato de cessão fiduciária em garantia de recebíveis, ambos espécies de negócio fiduciário ou ‘venda para garantir’ e institutos de direito econômico, que têm a finalidade precípua de servir de instrumentos, a serviço do Estado e dos particulares, do desenvolvimento econômico e social do país, daí serem regulados por princípios jurídicos próprios, que não seguem a ideia de justiça, mas de eficácia técnica, o que explica, justifica e fundamenta a sua exclusão dos processos de recuperação judicial e de falência do devedor-fiduciante” (Cessão fiduciária de recebíveis na recuperação. In Jornal Valor Econômico, edição de 24 de fevereiro de 2010, p. E02).

³⁸ Com a regulação, o governo edita normas para organização e controle do mercado financeiro, bem como fiscaliza o funcionamento de instituições, a fim de preservar a boa ordem do sistema financeiro. Assim, a regulação ocorre de forma prudencial e repressiva.

³⁹ Os governos realizam a política monetária para controlar a economia do país, atuando sobre a taxa de juros, o crédito disponível e a quantidade de moeda em circulação.

⁴⁰ Cf. Ernani Teixeira Torres Filho. *Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES*. In Francisco Marcelo Rocha Ferreira; Beatriz Barbosa Meirelles (org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 13.

⁴¹ “O direcionamento do crédito é, assim, um dos principais meios de que os governos dispõem para atender a diferentes demandas da sociedade. Tem ainda a vantagem de, em muitos casos, poder prescindir ou substituir o uso de recursos fiscais, sem grande perda de eficácia” (Ernani Teixeira Torres Filho. *Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES*. In Francisco Marcelo Rocha Ferreira; Beatriz Barbosa Meirelles (org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, p. 17).

Dentre os bancos públicos, destacam-se os bancos de desenvolvimento.

Bancos de desenvolvimento são instituições financeiras controladas pelo governo, destinadas à concessão de crédito de longo prazo a setores estratégicos da economia⁴².

Além de concederem financiamentos de longo prazo, têm também importante papel ao garantir acesso ao crédito em momentos de crise financeira, com liquidez escassa.

O Brasil conta com o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES como importante banco de desenvolvimento para concessão de financiamentos de longo prazo, a empresas de setores específicos.

O BNDES foi constituído em 1952, pela Lei nº 1.628, de 20 de junho, com a denominação de Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico.

Atualmente, é uma empresa pública, com personalidade jurídica de direito privado e patrimônio próprio. Sua supervisão cabe ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. De acordo com o artigo 3º de seu Estatuto Social⁴³, “o

⁴² Adicionalmente a estas características dos bancos de desenvolvimento, Ernani Teixeira Torres Filho destaca as seguintes qualificações:

“Um banco de desenvolvimento, para poder ser um instrumento efetivo de direcionamento de crédito, não pode depender excessivamente de recursos captados no exterior, inclusive junto a agências multilaterais. Instituições que têm essa característica perdem sua autonomia decisória frente às limitações impostas pelo mercado – custos, ‘rating’ etc. – ou pelos organismos internacionais – políticas de alocação. Assim, instituições, como a Corporación de Fomento (CORFO) chilena, que são em grande medida repassadoras de recursos do BID e do Banco Mundial, não deveriam, por esse critério, ser consideradas bancos de desenvolvimento.

A segunda qualificação é que sejam bancos que possam originar operações de crédito. Essa capacidade é fundamental para que o BD, quando necessário, atue arbitrando ou formando preços em segmentos do mercado financeiro, associados ao investimento” (Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES. In Francisco Marcelo Rocha Ferreira; Beatriz Barbosa Meirelles (org.). Ensaio sobre economia financeira. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, pp 29-30).

⁴³ Aprovado pelo Decreto nº 4.418, de 11 de outubro de 2002.

BNDES é o principal instrumento de execução da política de investimento do Governo Federal e tem por objetivo primordial apoiar programas, projetos, obras e serviços que se relacionem com o desenvolvimento econômico e social do País”.

Assim, devido à especificidade dos financiamentos concedidos pelo BNDES e à sua função social, os créditos são oferecidos a devedores atuantes em setores específicos, notadamente indústria e infraestrutura, com prazos mais longos e taxas de juros menores que os praticados pelo mercado financeiro em geral⁴⁴.

⁴⁴ De acordo com Relatório da Administração do BNDES, relativo ao exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2011, taxa de juros final aos beneficiários dos empréstimos concedidos pelo BNDES varia conforme a forma de apoio, tipo de operação, natureza e região, sendo calculada do seguinte modo:

“Operações Diretas: *Custo Financeiro + Remuneração do BNDES + Taxa de Risco de Crédito*

Operações Indiretas: *Custo Financeiro + Remuneração do BNDES + Taxa de Intermediação Financeira + Remuneração da Instituição Financeira Credenciada*

O custo financeiro reflete o custo de captação de recursos pelo BNDES e varia de acordo com as fontes destes recursos (FAT, Tesouro Nacional, Organismos Multilaterais, dentre outros). Os principais custos de captação do BNDES estão associados à TJLP, ao dólar e à Cesta de Moedas. Em menor escala, ao IPCA e à Selic.

As linhas de apoio à exportação utilizam também a LIBOR acrescida da variação do dólar norte-americano ou a TJFPE – Taxa de juros fixa pré-embarque acrescida da variação do dólar norte-americano.

Para operações com empresas cujo controle seja exercido, direta ou indiretamente, por pessoa física ou jurídica domiciliada no exterior, destinadas a investimentos em setores de atividades econômicas não enumerados pelo Decreto No. 2.233/97, o custo financeiro será a Cesta de Moedas.

A remuneração do BNDES varia conforme cada Produto, Linha de Financiamento, Programa ou Fundo. Tem por objetivo cobrir as despesas operacionais e garantir retorno sobre o patrimônio líquido consolidado do BNDES.

A taxa de risco de crédito pode chegar a 3,57% a.a., de acordo com a classificação de risco de crédito do tomador do financiamento, e visa cobrir os riscos de perdas por inadimplência na carteira.

Nas operações indiretas a taxa de risco de crédito é substituída pela taxa de intermediação financeira, que reflete o risco sistêmico das Instituições Financeiras Credenciadas, limitada a 0,5% a.a. De acordo com o tamanho da Companhia financiada e/ou com o programa de investimento ao qual o projeto está vinculado, a taxa de intermediação financeira é isentada.

A remuneração da instituição financeira credenciada é a taxa que reflete o risco de crédito assumido pelas Instituições Financeiras Credenciadas, e será

De acordo com o artigo 8º de seu Estatuto Social, cabe ao BNDES:

“I - financiar, nos termos do art. 239, § 1º, da Constituição, programas de desenvolvimento econômico, com os recursos do Programa de Integração Social - PIS, criado pela Lei Complementar nº 7, de 7 de setembro de 1970, e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público - PASEP, criado pela Lei Complementar nº 8, de 3 de dezembro de 1970;

II - promover a aplicação de recursos vinculados ao Fundo de Participação PIS-PASEP, ao Fundo da Marinha Mercante - FMM e a outros fundos especiais instituídos pelo Poder Público, em conformidade com as normas aplicáveis a cada um; e

III - realizar, na qualidade de Secretaria Executiva do Fundo Nacional de Desenvolvimento - FND, as atividades operacionais e os serviços administrativos pertinentes àquela autarquia”.

A maior parte de seus recursos advém de fundos fiscais e parafiscais⁴⁵, bem como, em menor proporção, de captações em mercado⁴⁶ e de suas receitas⁴⁷.

O BNDES conta, para consecução de seus objetivos, com as seguintes

negociada diretamente entre o beneficiário e a instituição repassadora dos recursos”.

⁴⁵ Fundo de Amparo ao Trabalhador – FAT.

⁴⁶ Destacam-se os recursos oriundos da emissão de *bonds* no exterior, emissão de debêntures por meio do BNDES Participações S.A. – BNDESPAR, bem como de organismos multilaterais como o Banco Mundial e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

⁴⁷ De acordo com o artigo 7º do Estatuto Social, constituem recursos do BNDES:

“I - os de capital, resultantes da conversão, em espécie, de bens e direitos;

II - as receitas operacionais e patrimoniais;

III - os oriundos de operações de crédito, assim entendidos os provenientes de empréstimos e financiamentos obtidos pela entidade;

IV - as doações de qualquer espécie;

V - as dotações que lhe forem consignadas no orçamento da União;

VI - a remuneração que lhe for devida pela aplicação de recursos originários de fundos especiais instituídos pelo Poder Público e destinados a financiar programas e projetos de desenvolvimento econômico e social;

VII - os resultantes de prestação de serviços”.

subsidiárias integrais:

- a) BNDES Participações S.A. – BNDESPAR, que tem por finalidades: (i) realizar operações visando a capitalização de empreendimentos controlados por grupos privados, observados os planos e políticas do BNDES; (ii) apoiar empresas que reúnam condições de eficiência econômica, tecnológica e de gestão e apresentem perspectivas adequadas de retorno para o investimento; (iii) apoiar o desenvolvimento de novos empreendimentos, que incorporem novas tecnologias; (iv) contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais, por intermédio do acréscimo de oferta de valores mobiliários e da democratização da propriedade do capital de empresas; e (v) administrar carteira de valores mobiliários, próprios e de terceiros;

- b) Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME, cujos objetivos são: (i) atender às exigências financeiras do comércio de máquinas e equipamentos fabricados no Brasil; (ii) concorrer para expansão da produção nacional de máquinas e equipamentos, facilitando o crédito aos respectivos produtores e aos usuários; (iii) financiar a importação de máquinas e equipamentos industriais não produzidos no Brasil; e (iv) financiar e fomentar a exportação de máquinas e equipamentos industriais de fabricação brasileira; e

- c) BNDES Limited, sociedade em fase pré-operacional com sede em Londres, Inglaterra, cujo objetivo é auxiliar as empresas brasileiras em processo de internacionalização ou aquelas que buscam oportunidades no mercado internacional.

O gráfico a seguir mostra a evolução dos recursos desembolsados pelo BNDES entre janeiro de 1999 e setembro de 2012.

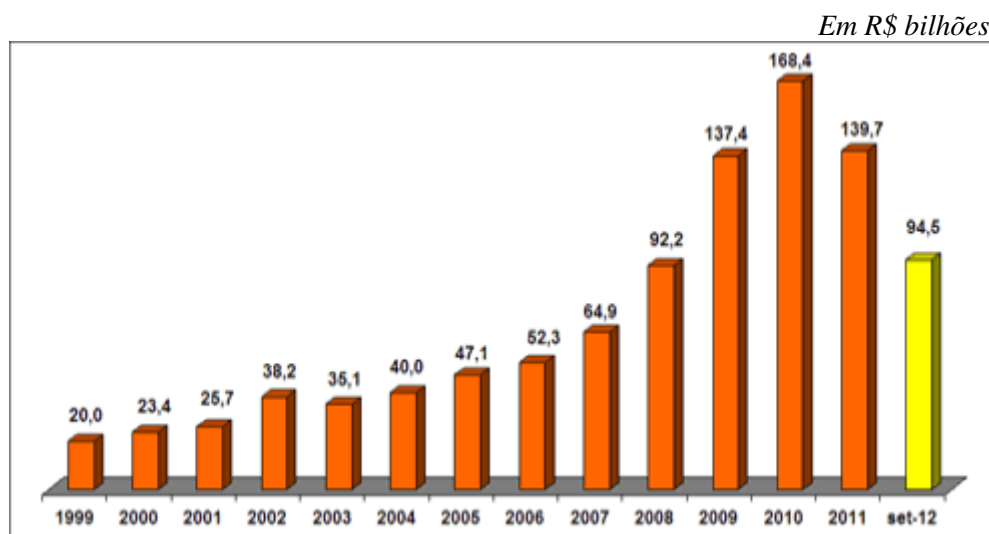


Gráfico 3: evolução do desembolso no BNDES.

Fonte:

<http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Relacao_Com_Investidores/Desempenho/>, acesso em 20 de novembro de 2012.

Apesar de o gráfico demonstrar o crescente aumento do volume de empréstimos concedidos pelo BNDES, nota-se que o montante ainda é pequeno, se comparado com a demanda de crédito.

No Brasil, principalmente as empresas em crise têm dificuldades para obter estes recursos com taxas menores. Isto porque o BNDES conta com rígida política de concessão de crédito, a qual privilegia os empréstimos a devedores com o menor risco de crédito possível.

Apesar de ser uma finalidade do governo impulsionar o crescimento de setores estratégicos, o BNDES sequer conta com uma linha de crédito destinada a empresas em recuperação judicial ou extrajudicial. Somada às dificuldades de obtenção de financiamentos junto a instituições financeiras privadas, esta falta de incentivo estatal complica ainda mais a captação de recursos por empresas em recuperação.

1.3.4. Emissão de títulos de dívida

Outra forma de as empresas captarem recursos é por meio da emissão, no Brasil ou no exterior, de títulos de dívidas, como debêntures, notas promissórias, cédulas de crédito bancário e *euronotes*.

As debêntures são títulos de crédito emitidos por sociedades anônimas, abertas ou fechadas, que conferem a seus titulares direito de crédito contra a companhia emissora. Podem ser conversíveis em ações da companhia e, ainda, podem contar com garantia.

A emissão de debêntures no Brasil está disciplinada nos artigos 52 e seguintes da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas).

Estes valores mobiliários podem ser objeto de distribuição privada ou pública. Neste último caso, a oferta pode ser realizada com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada⁴⁸, ou com esforços de colocação, nos termos da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada.

Desde que objeto de oferta pública, as debêntures podem ser registradas para negociação no mercado secundário.

As sociedades anônimas e limitadas⁴⁹ também podem captar recursos por meio da emissão de notas promissórias comerciais (também conhecidas como *commercial*

⁴⁸ A edição, em janeiro de 2009, da Instrução da CVM nº 476 trouxe grande avanço ao mercado de capitais brasileiro. Houve a introdução do conceito de “distribuição com esforços restritos de colocação”, por meio do qual é permitida a procura de, no máximo, cinquenta investidores qualificados, dentre os quais somente vinte poderão subscrever ou adquirir os valores mobiliários ofertados. Por meio de procedimentos simplificados e com custos consideravelmente menores, passou a ser possível a realização de ofertas públicas, com esforços restritos de colocação, de notas comerciais, cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira, debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações, cotas de fundos de investimento fechados, certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio, letras financeiras, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas, certificados de direitos creditórios do agronegócio, cédulas de produto rural financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira e *warrants* agropecuários.

⁴⁹ Cf. artigo 33 da Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

paper). São valores mobiliários e títulos de crédito, de curto prazo⁵⁰, que conferem aos seus titulares o direito de crédito contra o respectivo emitente.

É facultada também, inclusive às cooperativas agrícolas, a emissão pública de nota comercial do agronegócio – NCA, nos termos da Instrução da CVM nº 422, de 20 de setembro de 2005, conforme alterada⁵¹.

Além disso, as cédulas de crédito bancário – CCB, quando distribuídas com esforços de colocação, também são valores mobiliários⁵², que podem ser emitidos por sociedades anônimas ou limitadas⁵³ para financiar suas atividades.

As cédulas de crédito bancário são títulos de crédito emitidos em favor de instituição financeira ou entidade a esta equiparada e representam promessa de pagamento,

⁵⁰ Nos termos do artigo 7º da Instrução nº 134, de 1 de novembro de 1990, conforme alterada, da CVM, o prazo de vencimento das notas promissórias, objeto de distribuição pública, deve ser de: (i) trinta dias, no mínimo, e cento e oitenta dias, no máximo, quando emitidas por companhia fechada; e (ii) trinta dias, no mínimo, e trezentos e sessenta dias, no máximo, na hipótese de emissão por companhia aberta.

⁵¹ De acordo com o artigo 2º da Instrução da CVM nº 422, a sociedade emissora de Nota Comercial do Agronegócio – NCA deverá ter como objeto a “*atividade de produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários, ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária*”.

⁵² Em decisão do Processo CVM nº RJ 2007/11.593 (Registro Col. 5730/07), proferida em janeiro de 2008 pelo colegiado da CVM, as cédulas de crédito bancário foram consideradas valores mobiliários quando forem objeto de oferta pública e se houver exclusão expressa no título da responsabilidade da instituição financeira por seu adimplemento. De acordo com o então Diretor da CVM, Marcos Barbosa Pinto, as CCBs, quando ofertadas publicamente com exclusão da responsabilidade da instituição financeira, são títulos de crédito que se configuram em um investimento coletivo e proporcionam ao investidor remuneração originada em esforços do empreendedor. Com isso, o Marcos Barbosa Pinto, em seu voto, destaca o atendimento das cédulas de crédito bancário, no caso julgado, aos seguintes requisitos do inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.386/76:

“i. deve haver um investimento (‘IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...’);

ii. o investimento deve ser formalizado por um título ou por um contrato (‘IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...’);

iii. o investimento deve ser coletivo, isto é, vários investidores devem investir sua poupança no negócio (‘IX - ... quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo ...’);

iv. o investimento deve dar direito a alguma forma de ‘remuneração’, termo ainda mais amplo que o correlato ‘lucro’ utilizado no direito norte-americano (‘IX - ... títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração ...’);

v. a remuneração deve ter origem nos esforços do empreendedor ou de terceiros que não o investidor (‘IX - ... cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros’)” (grifos do autor).

Na nota de rodapé nº 64 encontram-se maiores detalhes sobre o conceito de valor mobiliário.

⁵³ Cf. artigo 33 da Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

em dinheiro, decorrente de operação de crédito. A emissão de cédulas de crédito bancário está disciplinada nos artigos 26 e seguintes da Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004.

Todas as emissões públicas de notas promissórias comerciais, cédulas de crédito bancário e notas comerciais do agronegócio são reguladas e fiscalizadas pela CVM.

O adimplemento destes instrumentos de dívida depende da solvência dos emitentes (devedores), observada a possibilidade de estes títulos contarem com garantias reais ou fidejussórias, constituídas e formalizadas nos termos da legislação específica aplicável a cada espécie de garantia.

Outra forma de captação de recursos, por meio da emissão de títulos de dívida, é a emissão de títulos no exterior (*euronotes*). A emissão e a distribuição são regidas pela legislação do país em que o título será distribuído e negociado.

A emissão de títulos de dívida no mercado de capitais, nos termos acima descritos, pode ser vantajosa para as empresas no que tange ao custo de captação (se comparado com os encargos dos empréstimos concedidos por instituições financeiras).

Todavia, é preciso observar que estes títulos comprometem a alavancagem das empresas, bem como, se conversíveis em ações, dão aos investidores a possibilidade de ingressarem na sociedade, na qualidade de acionistas.

Além disso, no Brasil, estes instrumentos não são frequentemente utilizados para financiamento de longo prazo das atividades empresariais. Isto acontece pela impossibilidade de emissão de título de prazo longo, como é o caso das notas promissórias objeto de distribuição pública, e pela aversão dos investidores ao risco de crédito de títulos com prazo maior.

Adicionalmente, as empresas que emitem publicamente títulos de dívida também devem arcar com todos os ônus, custos e obrigações inerentes à captação de recursos por meio do mercado de capitais, nacional ou internacional, e à adoção de práticas de governança corporativa.

Pelos motivos expostos, apesar de nos últimos anos as emissões de títulos de dívida no mercado de capitais brasileiro terem movimentado um volume considerável de recursos⁵⁴, não foram suficientes para atender às necessidades de financiamento das empresas brasileiras. André Albuquerque Sant’Anna destaca que:

“Apesar do acesso ampliado ao mercado de capitais, pode-se dizer que seu aumento de escala não foi, no entanto, acompanhado por uma mudança estrutural mais profunda. No caso das debêntures, o número de empresas emissoras continua restrito. O ‘duration’ e o prazo total das emissões, particularmente das empresas ex-‘leasing’, ainda são relativamente curtos. O mercado secundário, por sua vez, não mostrou o mesmo vigor das operações primárias. Essas características limitam atualmente a capacidade de as debêntures atenderem às necessidades de financiamentos para constituição de ativos fixos na indústria e na infraestrutura” (Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2007. In Francisco Marcelo Rocha Ferreira; Beatriz Barbosa Meirelles (org.). Ensaio sobre economia financeira. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, pp. 191 e 192).

1.3.5. Factoring

O contrato de faturização ou de *factoring* é um instrumento que permite o fomento das atividades empresariais, com a obtenção de capital de giro. Trata-se de um

⁵⁴ A tabela a seguir mostra o montante total das ofertas públicas de debêntures e notas promissórias realizadas a partir de 2007, no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

Valor Mobiliário	Forma de Distribuição	Valores (em R\$)					
		2007	2008	2009	2010	2011	2012
Debêntures							
	Distribuição pública registrada na CVM	46.533.786.496,75	37.458.538.000,00	11.080.348.105,00	15.634.956.000,00	3.180.000.000,00	50.047.485.000,00
	Distribuição com esforços restritos de colocação	não aplicável ⁽¹⁾	não aplicável ⁽¹⁾	dados não disponíveis	dados não disponíveis	6.093.828.388,42	11.133.700.000,00
	Total	46.533.786.496,75	37.458.538.000,00	11.080.348.105,00⁽²⁾	15.634.956.000,00⁽²⁾	9.273.828.388,42	61.181.185.000,00
Notas Promissórias							
	Distribuição pública registrada na CVM	9.725.500.000,00	25.907.750.000,00	9.510.629.300,80	0	0	670.000.000,00
	Distribuição com esforços restritos de colocação	não aplicável ⁽¹⁾	não aplicável ⁽¹⁾	dados não disponíveis	dados não disponíveis	870.000.000,00	3.363.300.000,00
	Total	9.725.500.000,00	25.907.750.000,00	9.510.629.300,80⁽²⁾	0⁽²⁾	870.000.000,00	4.033.300.000,00

⁽¹⁾ As ofertas públicas com esforços restritos de colocação somente foram introduzidas no mercado de capitais brasileiro em 2009, com a Instrução da CVM nº 476.

⁽²⁾ Provavelmente, o valor total das ofertas públicas em 2009 e 2010 foi consideravelmente maior. Todavia, não foi possível calcular este montante, já que não se encontravam disponíveis no *site* da CVM os valores das ofertas de debêntures e notas promissórias realizadas com esforços restritos nos referidos anos.

Fonte: elaboração do autor, com dados disponíveis no *site* da CVM em 22 de dezembro de 2012.

contrato instituído no Brasil como meio de atender, principalmente, as pequenas e médias empresas com dificuldades de acesso a financiamentos de instituições financeiras⁵⁵.

Este instituto consiste em um negócio jurídico atípico, por meio do qual o faturizador (*factor*) presta serviços diversos ao faturizado, dentre os quais se destacam os de assessoria na gestão dos créditos e assunção de riscos de inadimplência, por meio da cessão de créditos ao faturizador, com ou sem direito de regresso do faturizado⁵⁶.

Em contrapartida à cessão de créditos ao faturizador, o faturizado recebe recursos para suas atividades. Com o intuito de assessorar o faturizado na seleção de risco, cobrança e gestão dos créditos, todos os direitos creditórios são colocados à disposição para cessão ao faturizador, observada sua faculdade de selecionar aqueles cujo risco de crédito deseja assumir.

No Brasil, o *factoring* não está regulado em lei. As únicas leis ordinárias que tratam da atividade são as tributárias. A alínea “d”, do inciso III, do § 1º, do artigo 15 da Lei 9.249, de 26 de dezembro de 1995⁵⁷, define o instituto:

“d) prestação cumulativa e contínua de serviços de assessoria creditícia, mercadológica, gestão de crédito, seleção de riscos, administração de contas a pagar e a receber, compra de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços (*factoring*)”.

Defendemos que as atividades dos faturizadores não se confundem com as das instituições financeiras⁵⁸. Isto porque, para consecução de suas atividades, os faturizadores não se valem de intermediação financeira.

⁵⁵ Neste sentido, Fran Martins. *Contratos e obrigações comerciais*. Atualizado por Osmar Brina Corrêa-Lima. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 427.

⁵⁶ Há doutrinadores que entendem não ser possível a cessão de créditos com direito de regresso do faturizado. Entendemos que há a possibilidade de aquisição de direitos creditórios com direito de regresso, sem que isso descaracterize a assunção, pelo faturizador, do risco de inadimplência, por não haver qualquer lei em sentido contrário. Neste sentido, Eduardo Salomão Neto. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 263.

⁵⁷ Citada lei “altera a legislação do imposto de renda das pessoas jurídicas, bem como da contribuição social sobre o lucro líquido, e dá outras providências”.

⁵⁸ Neste mesmo sentido, Luiz Gastão Paes de Barros Leães. *A operação de “factoring” como operação mercantil*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 115, jul./set. 1999, p. 246 e 252; Fran Martins. *Contratos e obrigações comerciais*. Atualizado por Osmar Brina Corrêa-Lima. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010, p. 428.

Os contratos de *factoring* apresentam custos superiores se comparados às taxas de juros e demais encargos cobrados pelas instituições financeiras, justamente por os faturizadores não contarem com os recursos da poupança popular para proporcionar capital de giro aos faturizados, e assumirem, muitas vezes, o risco de inadimplência dos créditos adquiridos.

Mesmo sendo uma forma de financiamento de atividades empresariais mais cara, o contrato de *factoring*, muitas vezes, é uma das únicas alternativas disponíveis às pequenas e médias empresas ou às empresas com dificuldades econômico-financeiras.

1.3.6. Securitização de recebíveis

Resumidamente, a securitização de recebíveis, tratada no capítulo 2, é uma forma de captação de recursos por meio da cessão de direitos de crédito a veículo constituído com o objetivo de adquiri-los.

A captação de recursos por meio da securitização apresenta muitas vantagens, dentre as quais, a ausência de custo da intermediação financeira e de aumento do endividamento da cedente dos créditos.

1.4. Captação de recursos por meio do mercado de capitais

A utilização da poupança popular como modo de financiar atividades empresariais é um fator importante para o desenvolvimento de um país.

Além de uma importante alternativa para captar recursos sem o elevado custo de intermediação financeira, proporciona aos investidores opção de remuneração de capital adequada ao seu grau de aversão a riscos.

Para assegurar o desenvolvimento adequado do mercado de capitais de um país, é essencial a existência de um órgão regulador e fiscalizador competente, que garanta segurança, eficiência e transparência aos seus participantes.

No Brasil, a CVM é a autarquia responsável pela regulação do mercado de capitais local.

1.4.1. Custos de captação no mercado de capitais

O meio instrumento de captação de recursos pelas empresas depende de diversos fatores. Dependendo de sua estrutura de capital e objetivos sociais, cada empresa conta com uma estrutura ótima de financiamento.

Apesar de o mercado de capitais trazer a vantagem da desintermediação financeira, os custos para realizar emissões públicas devem ser prévia e cuidadosamente analisados.

Este pode não ser o meio mais indicado para certas empresas, principalmente para as de pequeno e médio porte e/ou para as que ainda não contam com certa estabilidade, maturidade e idoneidade em sua área de atuação.

Isto porque o acesso ao mercado de capitais implica a obrigatoriedade de atender requisitos legais, os quais resultam em despesas adicionais, e consideravelmente elevadas, aos emissores de valores mobiliários.

Em geral, há a necessidade de obtenção de prévio registro de companhia aberta. Com ele, as companhias são obrigadas a adotar práticas de governança corporativa, publicar e auditar suas demonstrações financeiras publicadas, manter estrutura eficiente para atendimento a investidores e divulgar informações que, antes do acesso ao mercado de capitais, eram confidenciais para garantir competitividade em seu setor de atuação.

Além disso, há custos inerentes ao valor mobiliário objeto da emissão, como aqueles devidos à CVM, a bolsas ou mercados de balcão organizados, ao agente fiduciário, aos distribuidores e à instituição responsável pela escrituração do título.

Por fim, quanto menores a quantidade e a qualidade das informações disponíveis a potenciais investidores, maior será a remuneração exigida pelo mercado para suprir a assimetria de informações e compensar a pequena liquidez do título no mercado secundário. Todos os investidores devem ter acesso às informações que podem influenciar sua decisão de investimento, já que a avaliação do real risco de retorno do capital investido e o incentivo para concretizar o investimento ocorrem após conhecerem as informações completas, consistentes e suficientes.

Se o emissor não possuir histórico, reputação e perspectivas de futuro robustos e consolidados, o custo para acessar o mercado de capitais será elevado; quanto maior o risco do investimento e menor a liquidez do valor mobiliário ofertado, maiores serão a remuneração exigida pelo investidor e o custo para a empresa emissora captar recursos no mercado de capitais.

2. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

2.1. Origem

A securitização de recebíveis surgiu nos EUA. Sua origem remonta à necessidade de atendimento, na década de 1970, da crescente demanda dos norte-americanos por imóveis e crédito imobiliário.

Inicialmente, os norte-americanos valeram-se da emissão de *mortgage-backed pass-through securities* para captação de recursos. Todavia, o amadurecimento do mercado e a necessidade de resolver determinadas ineficiências culminaram na primeira operação de securitização, realizada por Freddie Mac e Salomon Brothers. Ela tinha como lastro os créditos hipotecários originados pela Perpetual Savings⁵⁹. Desde então, passou-se a utilizar cada vez mais, naquele país, esta forma de captação de recursos, na qual o risco de crédito da emissão não era mais baseado no risco dos titulares dos direitos creditórios cedidos, mas sim na possível de inadimplência dos devedores dos recebíveis.

Além da emissão de *mortgage-backed securities*, também é comum, nos EUA, a securitização por meio da emissão, no mercado de capitais, de *asset-backed securities*⁶⁰, decorrentes de operações de diversas naturezas, como as relativas a financiamento de imóveis e veículos, cartões de crédito, operações de compra e venda mercantil, entre outras.

A origem da securitização no Brasil remonta ao final da década de 1980, com o uso deste instrumento nas operações de exportação.

Nos EUA, a securitização é conhecida como “*securitization*”. Trata-se de um neologismo criado a partir do termo *security*⁶¹. No Brasil, sem priorizar o sentido

⁵⁹ Cf. Lewis S. Ranieri. The origins of securitization, sources of growth, and future potential, in KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. A primer on securitization. Cambridge: MIT Press, 2000, pp. 31-34.

⁶⁰ Cf. José Roberto Securato; José Cláudio Securato. *Mercado Financeiro: Conceitos, Cálculo e Análise de Investimento*. 2.ed. São Paulo: Saint Paul, 2007, p. 384.

⁶¹ Na língua portuguesa, o termo *security* significa valor mobiliário.

técnico, o termo norte-americano foi adotado e o instituto passou a ser conhecido como “securitização”⁶².

2.2. Conceito

A securitização consiste na emissão, por um veículo securitizador⁶³, no mercado de capitais, de valores mobiliários⁶⁴ lastreados em créditos cedidos

⁶² Em Portugal, seguindo o exemplo da França, onde o termo securitização é chamado de “*titrisation*”, o instituto da securitização é conhecido como “*titularização*”.

⁶³ O veículo securitizador é um ente, sem atividade operacional, criado com a finalidade específica de emitir valores mobiliários lastreados em direitos creditórios a serem adquiridos dos originadores por este mesmo veículo. No Brasil, podem ser utilizados como veículos securitizadores as sociedades de propósito específico e os fundos de investimento. Em outros países, tais como os Estados Unidos da América e a Argentina, os veículos securitizadores também podem ser constituídos sob a forma de “*trusts*”.

⁶⁴ De acordo com o artigo 2º da Lei nº 6.385/76, conforme alterada, são valores mobiliários:

“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 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.”

A partir da análise do artigo acima transcrito, nota-se que, além dos títulos elencados taxativamente na Lei nº 6.385/76, também são considerados valores mobiliários os títulos incluídos no conceito de contrato de investimento coletivo, ou seja, os títulos ou contratos: (i) que sejam ofertados publicamente, negociados no mercado de capitais e com circulação em massa, perante uma pluralidade de investidores; (ii) que caracterizem modalidade de investimento coletivo; (iii) que tenham sido adquiridos pelos investidores em contrapartida ao fornecimento de recursos (dinheiro ou outros bens suscetíveis de avaliação econômica), visando a remuneração do capital investido; (iv) cujos recursos decorrentes de sua integralização ou aquisição sejam geridos por terceiros, não controlando o investidor o negócio no qual seus recursos foram empregados; (v) que tratem de um empreendimento comum, cujo sucesso é buscado tanto pelo investidor quanto pelo gestor, havendo entre ambos uma comunhão de interesses econômicos interligados juridicamente; (vi) cuja integralização ou aquisição, pelo investidor, tenha ocorrido com a expectativa de obtenção de algum tipo de ganho, benefício ou vantagem econômica, em função do contrato de investimento de risco realizado e não só da remuneração do capital emprestado; (vii) que proporcionem, direta ou

onerosamente⁶⁵, por um ou mais originadores. O pagamento pela cessão dos créditos do originador se dá com os recursos oriundos da integralização dos valores mobiliários

indiretamente, o controle do empreendimento por parte do investidor; e (viii) que resultem em compartilhamento, pelo investidor, dos riscos do empreendimento (Cf. Nelson Eizirik; Ariadna B. Gaal; Flavia Parente; Marcus de Freitas Henriques. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008, p. 130).

O conceito de valor mobiliário adotado no Brasil seguiu o exemplo do Direito norte-americano. Isto porque, nos EUA, há um rol exemplificativo dos instrumentos considerados “*securities*”, assim como definição genérica de instrumentos que também se enquadraram no conceito de valor mobiliário. No rol exemplificativo, constam “*note*”, “*stock*”, “*bond*” e “*debenture*”. Além destes títulos, também são considerados “*securities*” os instrumentos que se enquadrem em qualquer das seguintes definições: “*evidence of indebtedness*” (na tradução livre, “evidência de endividamento”), “*certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement*” (na tradução livre, “certificado de interesse ou participação em qualquer acordo de participação nos lucros”), “*investment contract*” (na tradução livre, “contrato de investimento”) e “*instrument commonly known as a ‘security’*” (na tradução livre, “instrumento comumente conhecido como um ‘valor mobiliário’”) (Cf. John C. Coffee Jr.; Hillary A. Sale. *Securities regulation: cases and materials*. 11. ed. New York: Foundation Press, 2009, p. 254).

Entretanto, no Direito Brasileiro há um requisito adicional para a caracterização de um valor mobiliário: a necessidade de configuração de oferta pública.

De acordo com o artigo 3º da Instrução da CVM nº 400, de 2003, constitui distribuição pública de valores mobiliários a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, na qual conste qualquer dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários”.

⁶⁵ Não concordamos com alguns autores que afirmam ser possível a cessão de contrato em operações de securitização. Entendemos que não faz sentido um veículo securitizador vir a assumir as demais obrigações do cedente, constantes de um contrato, adicionalmente à aquisição do crédito e dos acessórios, pretensões, ações e exceções a ele inerentes. Não é possível que haja assunção, pelo veículo securitizador, além da posição ativa no direito creditício, das demais posições contratuais ocupadas pelo cedente, por este veículo ser constituído com o propósito único e exclusivo de emitir valores mobiliários, lastreados em créditos a serem adquiridos com os recursos dos investidores. Deste modo, discordamos da seguinte afirmação de Uinie Caminha:

“Tanto a cessão de crédito quanto a cessão de contrato podem ser celebradas em operações de securitização. A não ser quando expressamente disposto em

emitidos pelo veículo securitizador, ou mediante a integralização de valores mobiliários com estes ativos.

Assim, a securitização é uma forma de captar recursos, pelo cedente, sem a intermediação financeira, no mercado de capitais, o que implica uma vantagem significativa principalmente no Brasil, onde a taxa de juros é uma das mais elevadas do mundo em termos reais⁶⁶.

Além de possibilitar a obtenção de recursos sem a intermediação financeira com custos, em princípio, menores em relação aos empréstimos bancários, a securitização é responsável por não comprometer o endividamento do cedente. Isto porque, com a cessão de créditos sem direito de regresso, coobrigação ou prestação de qualquer tipo de garantia, o originador obtém recursos sem aumentar seu passivo.

A securitização pode até reduzir o passivo do cedente, nos casos em que os recursos obtidos com a cessão dos créditos forem utilizados para pagar dívidas anteriormente constituídas.

No Brasil, não há vedação ou limitação dos direitos creditórios que podem servir como lastro para as emissões dos valores mobiliários. Uma vez constituído, é apenas necessário o cumprimento das exigências legais para que a cessão dos direitos creditórios tenha eficácia plena, tanto em relação a terceiros que possam questionar a titularidade dos créditos, quanto em relação à eventual necessidade de cobrança, pelo próprio veículo securitizador, dos créditos de sua titularidade. A plena eficácia também é importante para garantir a segurança dos investidores em casos de eventual falência do originador.

Na hipótese de inobservância de qualquer requisito legal, a cessão de crédito pode ser considerada inválida e/ou ineficaz e se os créditos forem declarados como de titularidade do originador ou de terceiro, o veículo securitizador poderá deixar de

legislação específica, a respeito de determinado tipo de securitização, fica a critério das partes definir aquele que mais se adequa ao negócio pretendido” (Securitização. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 83).

⁶⁶ Cf. *Inflação brasileira é uma das mais altas do mundo, mostra BC*. Reportagem de Alexandre Martello para o G1 – O Portal de Notícias da Globo, publicada em 29 de setembro de 2011 e disponível em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/09/inflacao-brasileira-e-uma-das-mais-altas-do-mundo-mostra-bc.html>>. Acesso em 30 de setembro de 2011.

receber os valores esperados e os direitos creditórios cedidos poderão responder pelas dívidas do originador.

Portanto, desde que observados os requisitos legais, em uma operação de securitização é admitida a cessão de créditos de qualquer natureza, inclusive originários ou derivados de receitas de entes públicos, devidos pela União ou pelos governos estaduais ou municipais, ou, ainda, de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial. Dependendo do veículo, podem até mesmo ser objeto de securitização créditos futuros ou vencidos e pendentes de pagamento.

Ao adquirir valores mobiliários oriundos de operações de securitização, os investidores, em princípio, não estão sujeitos ao risco de inadimplência do originador. Na cessão de créditos definitiva, sem direito de regresso ou coobrigação do cedente⁶⁷, o pagamento dos valores mobiliários emitidos no mercado de capitais independe da situação econômico-financeira do cedente, mas tão somente da solvência dos devedores e eventuais garantidores dos recebíveis adquiridos pelo veículo securitizador. Dependendo da quantidade e do risco de crédito dos devedores, há também a diluição dos riscos de inadimplência a que os investidores estão sujeitos⁶⁸, já que correrão o risco de atrasos ou inadimplência de diferentes devedores⁶⁹.

⁶⁷ Nos Estados Unidos da América, fala-se em *true sale* quando há uma cessão de créditos definitiva, resultando na retirada destes ativos do balanço do originador e no ingresso dos créditos no patrimônio do cessionário. Esta cessão definitiva, ou *true sale*, é essencial para conferir segurança aos investidores em operações de securitização. Conforme destaca Bruno Pierin Furiati,

“caracterizada a ‘true sale’, há por parte da SPE possibilidade de cobrar os créditos a ela cedidos sem que eles façam parte da massa falida, do contrário caberá ao cedente essa cobrança a fim de que eles integrem o ‘property of the estate’.

O investidor, portanto, somente receberá seus recursos se caracterizada a transferência efetiva e definitiva dos créditos à SPE, do contrário, os recursos serão parte da massa e serão por ela utilizados da melhor maneira que lhe convier. Porém, terceiros e a própria massa poderão argumentar que esse efeito afeta a chance de reabilitação e a expectativa de recebimento da empresa” (O conceito de ‘true sale’ no Direito Brasileiro. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2009, p. 42).

⁶⁸ Esta diluição de risco apenas ocorre nos casos em que os valores mobiliários são lastreados em créditos devidos por diversos devedores. Se os créditos adquiridos de maneira definitiva e sem direito de regresso ou coobrigação forem devidos por um único devedor, não estará presente tal dispersão. O investidor, ao mesmo tempo que deixará de assumir o risco de inadimplência do originador, deverá conviver com o risco de perda do capital investido na hipótese de inadimplência dos créditos devidos pelo único devedor.

⁶⁹ Além da quantidade de devedores de créditos, o risco a ser suportado pelos investidores também reduz, consideravelmente, se estes devedores pertencerem a setores de atuação diversos e atuarem em diferentes

Sem prejuízo da segregação de patrimônio e da dispersão de risco dos devedores dos créditos, a securitização proporciona, em princípio, liquidez aos investidores. Isto porque, com a aquisição de valores mobiliários lastreados em créditos ilíquidos, os investidores, nos termos da legislação aplicável, passam a contar com a possibilidade de negociar os valores mobiliários adquiridos.

No Brasil, para a realização de operações de securitização em geral, as normas da CVM e os princípios relativos à distribuição pública de valores mobiliários devem ser respeitados, inclusive no que diz respeito à divulgação de informações (*disclosure*). Afinal, não se pode esquecer que o acesso ao mercado de capitais deve não só propiciar a obtenção de recursos pelos originadores, mas também garantir a transparência e a segurança necessárias à proteção da poupança popular.

Para garantir mais transparência e uniformização às informações das operações de securitização no Brasil, a CVM passou a exigir, a partir de 2006, a inclusão de dados detalhados, no prospecto da oferta pública⁷⁰, como informações mínimas sobre a estrutura da operação, os direitos creditórios lastro dos valores mobiliários a serem emitidos, os originadores, os devedores ou coobrigados e fatores de risco específicos.

2.3. Crise norte-americana

Em 2007 e 2008, os EUA sofreram uma grave crise financeira, que atingiu a economia do resto do mundo.

A crise teve início no setor imobiliário norte-americano. A economia mundial passava por um momento de euforia, com baixas taxas de juros e aumento considerável da demanda. Esta euforia resultou em elevação, nunca antes vista, nos preços dos imóveis e demais ativos. Muitos passaram a adquirir imóveis apenas para especulação.

regiões do país. Isto porque, em caso de eventual crise de um setor econômico específico ou da economia de um local, apenas os devedores atuantes neste setor ou região serão afetados e, conseqüentemente, terão dificuldades para realizar o pagamento de suas dívidas.

⁷⁰ Estes dados mínimos obrigatórios encontram-se elencados no Anexo III-A da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, acrescentado pela Instrução da CVM nº 442, de 8 de dezembro de 2006.

Esse aumento da demanda, somado à inflação dos preços, resultaram no que os economistas chamam de “bolha de consumo”.

Todavia, a partir de 2006, os preços dos imóveis caíram drasticamente. Isto porque a demanda por imóveis com preços inflados foi reduzida, a inadimplência dos financiamentos vigentes aumentou consideravelmente e o mercado financeiro vivenciou aumento significativo das taxas de juros e queda brusca da liquidez.

Apesar de os EUA já terem sofrido outras crises financeiras, com a de 1929, a de 2008 teve enorme repercussão global e causou prejuízos infinitamente maiores. De acordo com Jairo Saddi,

“há duas características que são inusitadas na atual crise: (1) as perdas financeiras do sistema financeiro aconteceram de uma só vez, ao contrário, estão sendo reveladas aos poucos, fazendo com que a liquidez monetária ainda se contraia por mais tempo; e (2) os prejuízos contaminam outras economias, já que as perdas estão disseminadas globalmente, embora seja um problema particular e local da economia norte-americana” (Notas sobre a crise financeira de 2008. In Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 42, out./dez. 2008, p. 34).

A crise teve reflexos em todos os setores da economia, sendo que os principais prejudicados foram as instituições financeiras. Com o aumento da inadimplência, a excussão das garantias revelou os preços “inflados” dos imóveis hipotecados em favor dos credores e não foi suficiente para recuperar ao menos o valor histórico dos financiamentos inadimplentes.

Além dos prejuízos decorrentes da inadimplência dos financiamentos habitacionais, as instituições financeiras também eram titulares de grande quantidade de valores mobiliários lastreados em créditos oriundos dos financiamentos imobiliários inadimplentes. Juntamente com os fundos de pensão, *hedge funds* e companhias seguradoras, as instituições financeiras possuíam montante elevado de *mortgage-backed securities* (MBSs) e *collateralized debt obligations* (CDOs) em sua carteira.

As emissões de *mortgage-backed securities* (MBSs) e *collateralized debt obligations* (CDOs), assim como seus investidores institucionais, não estavam sujeitos a regulação e fiscalização rígidas o suficiente para garantir a transparência dos créditos securitizados e a constante revisão de sua avaliação. Com o inesperado aumento da inadimplência dos créditos nos quais estavam lastreados estes valores mobiliários, e impossibilidade de alienação do bem imóvel pelo valor avaliado quando da contratação do financiamento, os investidores, titulares de MBSs e CDOs, sofreram grandes perdas.

Assim como no caso dos financiamentos inadimplentes, os investidores não conseguiram recuperar nem o valor histórico investido, seja pela iliquidez dos valores mobiliários no mercado secundário, seja pelo resgate destes títulos por valor irrisório.

Como resultado, instituições, até então com consideradas sólidas pelo mercado financeiro, como o Lehman Brothers, tiveram sua falência decretada. Foi necessária a intervenção do Federal Reserve (FED) para injetar recursos e garantir liquidez à economia norte-americana, assim como intervenções do governo para evitar o risco sistêmico com as falências do banco de investimentos Bear Sterns e das empresas Fannie Mae e Freddie Mac.

Apesar de ter sido muito menos afetada, a economia brasileira também sofreu os impactos da crise norte-americana.

O Produto Interno Bruto (PIB) do Brasil e o mercado financeiro local apresentaram grande retração. Houve aumento do desemprego, redução do volume de exportações e do consumo interno, aumento considerável da inadimplência e iliquidez de recursos disponíveis para a concessão de empréstimos.

O mercado acionário também sofreu contração. Investidores estrangeiros, em busca de liquidez, saíram do país, e investidores locais, temendo o alto risco do investimento, igualmente deixaram de aplicar recursos no mercado acionário brasileiro.

Todavia, estes impactos não tiveram qualquer relação com o setor imobiliário brasileiro ou com a precificação dos ativos lastro em operações de securitização.

Para solucionar os efeitos da crise no Brasil, o governo executou diversas medidas, como a redução da taxa de juros real, a redução da alíquota de alguns tributos, a injeção de recursos na economia para garantir sua liquidez e a redução do montante mínimo do depósito compulsório para as instituições financeiras.

2.4. Direito brasileiro

No Brasil, não há legislação geral sobre securitização; existem apenas leis esparsas sobre a securitização de algumas modalidades de ativos ou sobre alguns veículos securitizadores.

A primeira operação de securitização no país⁷¹ foi a emissão de debêntures, em 1992, pela Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S.A.. Desde 1990, a Mesbla S.A. enfrentava dificuldades financeiras. Com o objetivo de saná-las, cedeu a uma sociedade de propósito específico, a Mesbla Trust, recebíveis de sua titularidade, originados por vendas efetuadas com cartão de crédito Mesbla nas lojas de departamentos do Grupo Mesbla. Estes direitos creditórios garantiram o pagamento das debêntures emitidas pela Mesbla Trust, as quais tinham prazo de doze meses, com carência de seis meses, e vinte e cinco por cento de reforço de garantia (*overcollateral*) para suportar a inadimplência dos devedores.

Os recebíveis cedidos à Mesbla Trust eram de boa qualidade e tinham baixo histórico de inadimplência. As debêntures emitidas pela Mesbla Trust contaram com nota de classificação de risco (*rating*), concedida pela SR Rating, “AAA”, a qual, posteriormente, foi rebaixada para “A”. A comprovação de que o pagamento das debêntures dependia única e exclusivamente da solvência dos devedores das faturas do cartão de crédito Mesbla e não da Mesbla S.A., como em toda operação de securitização realizada sem direito de regresso ou coobrigação, está no fato de que, em agosto de 1995,

⁷¹ Cf. Thais Romano Caçado; Fabio Gallo Garcia. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007, p. 19.

foi deferido pedido de concordata preventiva da Mesbla S.A. e as debêntures foram integralmente resgatadas pelo valor de principal, acrescido da remuneração a que faziam *jus*⁷².

O volume de operações de securitização no Brasil tem crescido consideravelmente nos últimos anos, em decorrência, principalmente, de dois fatores: (i) a abertura do mercado financeiro brasileiro desde a década de 1990, que possibilita o ingresso de maior fluxo de recursos estrangeiros; e (ii) edição de normas, em 2001, regulamentando os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Comparadas às companhias de propósito específico, a constituição e a manutenção de FIDCs têm custos menores e vantagens tributárias para os investidores.

2.5. Instrumentos para realização de operações de securitização no Brasil

Atualmente, as principais operações de securitização de recebíveis ocorrem por meio da cessão de créditos por instituições financeiras a veículos securitizadores ou, ainda, por meio da emissão de debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, certificados de recebíveis do agronegócio ou cotas de FIDCs. Os itens 2.5.1 a 2.5.5 tratam destes instrumentos.

2.5.1. Emissão de debêntures por sociedades de propósito específico – SPE

As Sociedades de Propósito Específico – SPE, constituídas sob a forma de sociedades anônimas, nos termos da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, podem emitir debêntures, lastreadas em direitos creditórios.

Neste caso, há a captação de recursos de investidores mediante a emissão de debêntures, com a posterior aquisição de direitos creditórios pelo veículo securitizador, com os recursos obtidos no mercado de capitais. O montante proveniente do pagamento dos créditos adquiridos são usados para pagar as amortizações das debêntures.

⁷² Cf. Alexandre Assaf Neto. *Mercado Financeiro*. 7.ed. São Paulo: Atlas, 2006, pp. 143 e 144; e Natalia Cristina Chaves. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, pp. 32 a 35.

2.5.2. Securitização financeira

A cessão de créditos por instituição financeira passou a permitida com a Resolução nº 2.493, de 7 de maio de 1998, do Conselho Monetário Nacional (revogada, em 2000, pela Resolução nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000, do Conselho Monetário Nacional).

O artigo 1º da Resolução nº 2.686, atualmente em vigor, autoriza

“a cessão de créditos oriundos de operações praticadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e pela Caixa Econômica Federal a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos”.

Nesta modalidade de operação, as instituições financeiras cedem direitos creditórios a sociedades de propósito específico. É uma operação usualmente feita com créditos inadimplentes, que proporciona às instituições financeiras a retirada, de seus balanços patrimoniais, de ativos pendentes de pagamento.

2.5.3. Emissão de certificados de recebíveis imobiliários – CRIs

O Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI é um título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários. Este título constitui promessa de pagamento em dinheiro e, por ser distribuído publicamente no mercado de capitais, é também considerado um valor mobiliário.

Nos termos da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, e da Instrução da CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, conforme alterada, as companhias securitizadoras de créditos imobiliários⁷³ podem emitir Certificados de Recebíveis Imobiliários, lastreados em direitos creditórios de natureza imobiliária.

⁷³ De acordo com o artigo 3º da Lei nº 9.514, as companhias securitizadoras de créditos imobiliários são instituições não financeiras, constituídas sob a forma de sociedade por ações, cuja finalidade consiste na aquisição e securitização de créditos imobiliários, bem como na emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e

Apesar de a legislação atual não estabelecer definição de “crédito imobiliário”, entende-se como aquele oriundo de um negócio imobiliário ou originado dos frutos e rendimentos da exploração de um imóvel⁷⁴.

Esta modalidade de securitização consiste em operação por meio da qual créditos imobiliários são expressamente vinculados a uma série de CRI, emitida mediante lavratura de Termo de Securitização de Créditos.

A distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários depende da concessão de registro, pela CVM, observada a possibilidade de distribuição com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada.

Sobre os créditos que lastreiam a emissão de CRIs, poderá ser constituído regime fiduciário, nos termos dos artigos 9º e seguintes da Lei nº 9.514/97.

Com o regime fiduciário, os créditos imobiliários constituem patrimônio separado do patrimônio da companhia securitizadora e se destinam exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados e ao pagamento dos custos de administração e de obrigações fiscais⁷⁵.

prestar serviços compatíveis com as suas atividades. Estas emissoras de títulos e valores mobiliários devem possuir registro de companhia aberta, concedido pela CVM.

⁷⁴ Cf. Decisão do Colegiado da CVM de 13 de maio de 2003, proferida no Processo CVM nº RJ 2002/3032 (Reg. Col. nº 3760/2002). Em complemento a esta definição, o ex-Diretor da CVM Luiz Antonio de Sampaio Campos ressalta, em seu voto como relator do processo administrativo acima mencionado, a necessidade de os recebíveis serem oriundos “*da exploração do imóvel ou do financiamento do imóvel, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta*”, já que “*o crédito é imobiliário pela origem e não pela destinação*”.

Em outra oportunidade, o colegiado da CVM considerou, inclusive, como créditos imobiliários aqueles decorrentes de locações comerciais de imóveis (Processo CVM nº RJ 2001/1981 – Reg. Col. nº 3267/01).

⁷⁵ Por determinação legal, os créditos objeto do regime fiduciário (i) “*estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora*”; (ii) “*não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam*”; e (iii) “*só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados*”. Estas previsões, constantes do artigo 11 da Lei nº 9.514, são importantes por proporcionarem segurança aos investidores, garantindo a segregação dos créditos imobiliários lastro de cada emissão de CRI.

2.5.4. Emissão de certificados de recebíveis do agronegócio – CRAs

A securitização de créditos do agronegócio é realizada por meio da emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRAs.

Assim como nas demais modalidades de operações de securitização, os CRAs são emitidos por sociedade de propósito específico e têm como lastro direitos creditórios decorrentes do agronegócio⁷⁶.

O parágrafo único do artigo 23 da Lei nº 11.076/2004 esclarece que os direitos creditórios vinculados aos CRAs são aqueles

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

Não há instrução da CVM específica sobre a emissão de CRA. Em 18 de novembro de 2008, a CVM divulgou comunicado sobre a aplicação, para a análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de CRA e companhias securitizadoras emissoras de CRA, da regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de CRIs.

⁷⁶ De acordo com o artigo 40 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, “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”.

2.5.5. Emissão de cotas por FIDCs

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDCs, também conhecidos no mercado financeiro como Fundos de Recebíveis, são fundos de investimento regidos pela Instrução nº 356, de 17 de dezembro de 2001, conforme alterada, da CVM, e pela Resolução nº 2907, de 29 de novembro de 2001, do CMN⁷⁷.

Trata-se de um veículo securitizador, por meio do qual são emitidas cotas lastreadas em direitos creditórios de diferentes origens.

Os FIDCs são abordados detalhadamente no capítulo 4 desta dissertação.

2.6. Segregação do risco da empresa em recuperação

Conforme discorremos, nas operações de securitização sem direito de regresso ou coobrigação do cedente, há a segregação dos créditos do patrimônio do originador e os investidores devem suportar apenas o risco de adimplência dos devedores.

Desde que obedecidos os requisitos legais, entendemos que as operações de securitização podem, inclusive, ser realizadas por empresas em recuperação judicial ou extrajudicial. Como a amortização e/ou o resgate dos valores mobiliários emitidos por um veículo securitizador independem, em princípio, da situação econômico-financeira dos originadores, os investidores não serão afetados no processo de recuperação e se submeterão à capacidade de pagamento dos devedores dos créditos cedidos.

Principalmente neste caso específico, a cessão de créditos a um veículo securitizador deve ser realizada com toda a diligência possível para não ser configurada como fraude à execução ou fraude contra credores.

⁷⁷ Também são disciplinados pelas Instruções da CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006, e nº 399, de 21 de novembro de 2003, conforme alterada, a constituição e o funcionamento, respectivamente, de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - FIDC-PIPS, instituído nos termos da Lei nº 10.735, de 11 de setembro de 2003.

O capítulo 5 traz mais detalhes sobre as operações de securitização por empresas em recuperação, especialmente no que diz respeito à cessão de créditos a FIDCs.

2.7. Artigo 136 da LRE

Com o objetivo de incentivar a captação de recursos por meio da securitização, a LRE inovou ao determinar, no § 1º do artigo 136, que

“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”.

Este dispositivo trouxe segurança aos investidores ao afastar expressamente a securitização de créditos das hipóteses que acarretam a revogação ou declaração de ineficácia em relação à massa falida.

Diferentemente do que afirma Fabio Ulhoa Coelho⁷⁸, entendemos que, independentemente desta previsão legal, a securitização de recebíveis somente pode ser revogada ou declarada ineficaz se, (i) nos termos do artigo 130 da LRE, for realizada com a intenção de prejudicar credores e restar comprovado o efetivo prejuízo sofrido pela massa falida. Citamos como exemplo de ato revogável, a cessão de créditos já onerados ou penhorados ao veículo securitizador; ou (ii) se enquadrar em qualquer das hipóteses taxativamente elencadas no artigo 129 da LRE, como no caso de cessão de créditos do devedor ao veículo securitizador a título gratuito, em até dois anos anteriores à decretação da falência.

Assim, mesmo que não houvesse a incorporação, pelo legislador, do § 1º do artigo 136 à LRE, qualquer operação de securitização seria válida e eficaz se antedesse às formalidades previstas na LRE.

Tanto isso procede que defendemos ser igualmente válida e eficaz a securitização de créditos pelo devedor, realizada durante a vigência do Decreto-Lei nº

⁷⁸ “Caso a ineficácia não fosse por lei expressamente afastada na securitização de recebíveis, essa alternativa de financiamento da atividade empresarial simplesmente deixaria de existir” (Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 359).

7.661/45. Não obstante a inexistência de previsão legal, à época, semelhante ao § 1º do artigo 136 da LRE, esta forma de captação de recursos por meio do mercado de capitais somente poderia ser revogada ou declarada ineficaz se se enquadrasse em qualquer dos dispositivos dos artigos 52 ou 53 do revogado Decreto-lei.

3. CESSÃO DE CRÉDITOS

Juridicamente, o crédito consiste no direito ao recebimento, pelo sujeito ativo, de valores devidos pelo sujeito passivo⁷⁹.

A cessão de crédito, por sua vez, é um negócio jurídico bilateral por meio do qual o credor transfere a terceiro sua posição na relação obrigacional. Trata-se, assim, de uma forma de transmissão das obrigações.

Este instituto distingue-se da assunção de dívida, por esta última, apesar de também ser uma forma de transmissão de obrigações, consistir na assunção, por terceiro, da obrigação do devedor original. Neste caso, é obrigatória a anuência expressa do credor. A cessão de crédito também não pode ser confundida com a novação subjetiva, na qual há alteração do sujeito ativo com a quitação do antigo credor e o surgimento de uma nova obrigação entre o novo credor e o devedor. Diferentes, ainda, são a cessão de crédito e a promessa de cessão de crédito, que consiste em um negócio jurídico no qual uma das partes promete ceder seus créditos e a outra, se compromete a adquiri-los em termos previamente acordados.

⁷⁹ De acordo com Fabio Konder Comparato, o termo crédito possui três significados distintos: o moral, o econômico e o jurídico. A noção moral de crédito nos remete à etimologia da palavra. “*‘Credutum’, filiado a ‘credere’, significa antes de tudo crença, ou confiança; e ‘creditor’ é, neste sentido, o crente, ou seja, aquele que confia ou que tem fé*”. Sob o enfoque econômico, o crédito consiste na permuta de bens atuais por bens futuros. “*Fundamentalmente, o crédito insere-se no mecanismo da circulação das riquezas e representa uma permuta de bens. Mas, diversamente das demais operações de permuta, em que as coisas trocadas são de gênero diferente, as operações de crédito constituiriam a permuta da mesma coisa em momentos diferentes. Tratar-se-ia de uma troca diferida no tempo, ou, se se preferir, de uma inserção do tempo na troca*”. Já na teoria geral do direito privado, crédito, segundo Fabio Konder Comparato, “*designa o direito do sujeito ativo numa relação obrigacional, ou, mais precisamente, o direito à prestação do devedor*”. Juridicamente, o crédito “*não implica na noção moral de confiança*”, tampouco “*inclui necessariamente a idéia de tempo, ou seja, o adiamento da prestação*” (*O seguro de crédito: estudo jurídico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, pp. 27 a 32).

Assim como a distinção das diferentes acepções para a palavra crédito, este autor também destaca a diferença entre o conceito jurídico de crédito e o de negócio de crédito ou contrato de crédito. Isto porque, enquanto o crédito trata-se de um direito do sujeito ativo em uma relação obrigacional, “*negócio de crédito é o negócio jurídico bilateral em que há necessariamente um intervalo de tempo entre prestação e contra-prestação, como ocorre no mútuo e na venda a crédito*” (*O seguro de crédito: estudo jurídico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968, p. 33).

No Brasil, a cessão de crédito é disciplinada pelos artigos 286 a 298 do Código Civil. O princípio geral é de que os créditos são passíveis de transmissão. Desde que não seja vedado pela natureza da obrigação, por lei ou por convenção com o devedor, é facultado ao credor ceder qualquer crédito de sua titularidade a terceiro.

A cessão de crédito implica na substituição do sujeito ativo do crédito não só em relação ao principal, mas também, se não houver disposição em contrário, em relação aos acessórios⁸⁰. Dentre os direitos acessórios a serem cedidos juntamente com os direitos creditórios, destacamos as garantias outorgadas para assegurar o adimplemento dos valores devidos, e as penas convencionais não vencidas.

Adicionalmente, o cessionário adquire com o direito de crédito eventuais pretensões, ações e exceções a ele inerentes.

As cessões de crédito podem ser gratuitas ou onerosas e decorrem da celebração de negócio jurídico, de lei ou de decisão judicial⁸¹. Exceto no caso de crédito indivisível, é facultada a transmissão total ou parcial destes direitos.

Importante destacar que, por meio desta forma de transmissão de obrigações, apenas o crédito é cedido e não a relação jurídica entre o cedente e o devedor ou o instrumento no qual se encontra consubstanciado o crédito⁸².

⁸⁰ De acordo com o artigo 287 do Código Civil, “*salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios*”.

⁸¹ As cessões dos créditos que servem de lastro para as operações de securitização, tratadas no Capítulo 2 deste trabalho são as decorrentes da celebração de negócios jurídicos.

⁸² Ao distinguir a cessão de crédito da cessão de contrato, que pode ser, inclusive, o instrumento no qual se encontra consubstanciado o crédito, Orlando Gomes aponta os seguintes traços distintivos:

“a) na cessão de contrato, transferem-se todos os elementos ativos e passivos correspondentes, num contrato bilateral, à posição da parte cedente; na cessão de crédito, transferem-se apenas os elementos ativos, que se separam, a fim de que o cessionário os aproprie;

b) na cessão de contrato, não ocorre apenas a substituição de um sujeito por outro, como se dá, no lado ativo, na cessão de crédito; o cessionário assume os direitos e obrigações do cedente, que se lhe transmitem globalmente por efeito do negócio único que estipularam; na cessão de crédito, o contrato básico só se modifica subjetivamente pela transmissão dos direitos pertinentes a uma parte, a qual, não obstante, continua vinculada ao cumprimento da obrigação correspondente à sua posição contratual;

c) a cessão de contrato só é logicamente possível nos contratos bilaterais; nos contratos unilaterais, a cessão ou é de crédito ou de débito;

Exceto se convencionado de maneira diversa entre as partes, o cessionário não é responsável pela solvência do devedor; responde apenas, na cessão por título oneroso, pela existência do crédito à época da cessão⁸³.

A possibilidade de cessão de créditos, nos moldes como os conhecidos atualmente, foi admitida primeiramente pelo direito germânico.

No Direito Romano, não era possível a “sucessão *inter vivos*” do sujeito ativo (ou mesmo passivo) do crédito, já que o vínculo entre o credor e o devedor tinha natureza personalíssima⁸⁴. Para a transmissão dos créditos à época, era utilizado o subterfúgio da novação subjetiva⁸⁵. Ou então, para evitar a obrigatoriedade de consentimento do devedor para surgimento da segunda obrigação decorrente da novação, passou-se a nomear, como procurador em causa própria, o terceiro para o qual o crédito seria cedido⁸⁶.

d) para a cessão de contrato ser viável, é preciso que as prestações não tenham sido completamente satisfeitas pelos contratantes; para a cessão de crédito, é indiferente que o contrato tenha sido executado por uma das partes;
e) na cessão de contrato, é indispensável a cooperação jurídica do contratante cedido; sem seu consentimento, não se opera; na cessão de crédito, não se exige a aquiescência do ‘debetor cessus’; pode ser feita contra sua vontade, bastando seja notificado” (Obrigações. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 255).

Mesma distinção é observada no Direito italiano. Conforme Guido Alpa:

“A cessão do contrato difere conseqüentemente da cessão de crédito por dois aspectos relevantes: implica na aquisição de direitos e de obrigações, porque há a substituição completa da posição do cessionário pela do cedente (enquanto que na cessão de crédito há apenas a substituição na relação de crédito); além disso, porque o terceiro participa do acordo, e a sua vontade é determinante para a sua conclusão, enquanto o devedor, na cessão de crédito, não manifesta vontade e não participa do negócio” (Tradução livre) (Corso di diritto contrattuale. Padova: Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2006, p. 116).

⁸³ Por força do artigo 295 do Código Civil, se tiver procedido de má-fé, responde o cedente, inclusive nas cessões por título gratuito, pela existência do crédito à época da cessão.

⁸⁴ De acordo com Orlando Gomes, a sucessão do crédito somente era admitida pelo direito hereditário. “A morte do credor põe, em seu lugar, os herdeiros, ocorrendo, nesta hipótese, sucessão a título universal. Por meio de legado, transmite-se, igualmente, crédito de testador. Neste caso, embora ‘mortis causa’, a sucessão se dá a título singular” (Obrigações. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 243).

⁸⁵ Cf. Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 345; e Orlando Gomes, *Obrigações*. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 243.

⁸⁶

“O ‘procurator in rem suam’ era constituído para o processo, de modo que, estabelecida entre êle e o demandado a relação jurídica processual, a condenação, que atingisse o demandado, era para prestar ao outorgado, e êsse, por estar em juízo em interêsse próprio, podia reter o que obtivesse do juízo (Gaio, *Inst.*, II, §§ 38 e 39, e IV, § 86; L. 3 § 5, D., de ‘in rem verso’, 15, 3).

3.1. Cessão de créditos vencidos ou representativos de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura

Exceto em caso de vedação contratual, legal ou judicial, qualquer crédito pode ser cedido, inclusive os vencidos ou representativos de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura.

Como destacamos no item 3.2.3, poderá o cedente responsabilizar-se, ou não, pelo adimplemento dos créditos cedidos, mesmo que estejam, na data da cessão, vencidos e inadimplentes ou, dependendo da prestação de um serviço ou entrega de produto ou mercadoria, para se tornar exigível.

O importante, em qualquer cessão de créditos, principalmente futuros, é que estejam devidamente constituídos e possam ser determináveis no momento da cessão. Mesmo que os produtos, mercadorias ou serviços representativos do crédito ainda não tenham sido entregues ou prestados, o cessionário precisa individualizar o que está sendo transferido.

Esta individualização é essencial não só para o cessionário acompanhar a exigibilidade de seu crédito e ter a garantia de que o bem adquirido não será cedido, posteriormente, a outro cessionário, mas também para realizar validamente a cobrança do que lhe é devido. Reforçando este entendimento, Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda destaca:

“A cessão dos créditos ‘futuros’ apenas exige que se haja caracterizado o que se cede, isto é, que, ao nascer o

Entende-se que tal procurador judicial também podia tratar amigavelmente. Os inconvenientes eram, ainda assim, grandes, e.g., o devedor podia prestar ao credor outorgante, o outorgante podia revogar e o outorgante ou o outorgado podia morrer.

*A ‘actio utilis’ viera obviar a êsses inconvenientes, com a notificabilidade do devedor. No fim da evolução, que no direito romano se operara, teve-se apenas a sucessão singular no direito (independente) a exigir crédito alheio” (Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 345). No mesmo sentido, Orlando Gomes, *Obrigações*. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 243 e 244.*

crédito, se saiba ao certo, qual será o crédito cedido. O que é preciso é que não se precise de concretização quanto ao crédito cedido, pôsto o crédito cedido possa ser correspondente a dívida genérica. É da mais alta importância a distinção. No momento em que ao cedente nasce o crédito transpassa-se ao cessionário, mas eficácia em relação ao devedor está sujeita à regra jurídica o art. 1.069 do Código Civil, bem assim, em relação a terceiros, do art. 1.067, 'in fine'” (Tratado de Direito Privado: parte especial. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, pp. 355 e 356). Ressaltamos apenas que, os artigos do Código Civil de 1926, mencionados nesta transcrição, referem-se, respectivamente, aos artigos 290 e 288 do Código Civil atualmente vigente no Brasil.

3.2. Validade, existência e eficácia da cessão de créditos

Em geral, a cessão de crédito consiste em um negócio jurídico abstrato, independe do negócio jurídico subjacente ou sobrejacente, se houver. Entretanto, o negócio jurídico poderá ser considerado causal se a cessão for concebida sob a condição de existência do direito cedido⁸⁷.

Exceto se exigido pela natureza do crédito, sua cessão não está sujeita a forma especial. Quando decorrente de negócio jurídico, pode se dar mediante a celebração de instrumento particular; não é necessária, para sua validade, existência e eficácia entre cedente e cessionário, a tradição do título no qual se encontra consubstanciado⁸⁸.

Assim, a existência e a eficácia entre cedente e cessionário de uma cessão de créditos tem início imediato com a sua conclusão. No caso de cessão convencional, esta conclusão se dá com a celebração do negócio jurídico.

⁸⁷ Cf. Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 349. Com opinião diversa, Orlando Gomes defende que, no Direito Brasileiro, a cessão de crédito consiste em um negócio causal e não abstrato, como no Direito Alemão (*Obrigações*. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 246). Entendemos, assim como Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda, ser a cessão de crédito um negócio abstrato, por não se confundir com o negócio jurídico do qual se originou o crédito.

⁸⁸ Ao tratar da desnecessidade de forma especial para realização da cessão de crédito, Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda chega até mesmo a afirmar que “*a cessão de crédito oralmente concluída vale e é eficaz, se não há regra jurídica especial (cp. art. 1.078); bem assim, a cessão tácita, ou por fatos concludentes*” (*Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 350).

Para a validade da cessão de crédito, basta o atendimento dos requisitos legais de validade de qualquer negócio jurídico, previstos no artigo 104 do Código Civil: capacidade do agente, objeto lícito, possível e determinado ou determinável e cumprimento da forma prescrita em lei.

Todavia, é importante ressaltar que, nos termos dos artigos 290 e 288 do Código Civil, a cessão de crédito é somente eficaz, em relação ao devedor e a terceiros, se notificada ao devedor e lavrada por instrumento público ou celebrada por meio de instrumento particular registrado e revestido das solenidades legais⁸⁹.

Além de o cedente dever ser o titular do crédito para a validade e eficácia de sua cessão, é importante que tal crédito, na data da celebração do negócio jurídico, exista e esteja livre e desembaraçado de qualquer ônus ou gravame.

Igualmente, o cedente e o cessionário devem estar no gozo de sua capacidade plena ao tempo da cessão e ter legitimação para celebração do negócio jurídico.

Para fazê-lo de forma válida e eficaz, tanto o cessionário não pode ter restrição à aquisição do crédito⁹⁰, como também sua cessão, pelo cedente, não pode ser vedada por lei⁹¹, por cláusula contratual ou pela natureza do crédito⁹².

⁸⁹ As formalidades necessárias para garantia da eficácia da cessão de crédito em relação ao devedor e terceiros estão descritas de maneira detalhada no item 3.2.1 do presente trabalho.

⁹⁰ No que diz respeito à legitimação, Orlando Gomes destaca a necessidade de o cessionário estar legitimado à aquisição do crédito.

“Vigoram proibições, inspiradas em razões de proteção a certas pessoas. Assim, o tutor, ainda com autorização judicial, não pode, sob pena de nulidade, constituir-se cessionário de crédito contra pupilo. Impedidos, igualmente, de adquirir crédito estão os curadores testamentários e administradores, se sob sua administração estiver o direito correspondente. E, como estes, todas as pessoas que não podem comprar determinados bens. Para esse efeito, a aquisição de crédito é inteiramente equiparada à compra e venda. Não vale, porém, a proibição, se o contrato se estipula entre co-herdeiros, ou em pagamento de dívidas, ou para garantia de bens já pertencentes a essas pessoas” (Obrigações. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 246 e 247).

⁹¹ É vedada, por lei, a cessão de certos créditos, tais como os direitos personalíssimos, os destinados à sobrevivência humana ou os decorrentes de herança de pessoa viva. *“É o caso do crédito por salários. O empregado não pode cedê-lo por proibição legal inspirada no intuito de protegê-lo. Do mesmo modo, o crédito de alimentos. No particular, a regra aplicável, em caráter geral, é a de que não pode ser cedido o crédito impenhorável” (Orlando Gomes. Obrigações. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 247).*

⁹² *“Também não admitem cessão os créditos consistentes em prestação cujo conteúdo se alteraria, se não fosse satisfeita ao credor originário. Está neste caso a pretensão derivada de mandato, na qual o ato*

A cessão de créditos, se vedada por lei, é nula. Já a cessão proibida em convenção celebrada entre o devedor e o credor original, é ineficaz em relação às partes e em relação a terceiros se estipulada no instrumento no qual se encontra consubstanciado o crédito⁹³.

3.2.1. Eficácia em relação a terceiros e formalidades de registro

O item 3.2 mencionou que a cessão de crédito, em regra, não está sujeita a qualquer formalidade especial para validade, existência e eficácia entre o cedente e o cessionário.

Entretanto, para surtir efeitos em relação a terceiros, além de o negócio jurídico dever ser celebrado por escrito, o respectivo instrumento de cessão, nos termos do artigo 288 do Código Civil, deverá ser lavrado por instrumento público, ou firmado em instrumento particular revestido das solenidades do § 1º do artigo 654⁹⁴ do mesmo código e registrado no registro público⁹⁵.

Assim, para garantir a eficácia da cessão de crédito em relação a terceiros, a lavratura do instrumento público deve se dar de acordo com os artigos 221 e 288 do

mandatário não pode interessar a outra pessoa que não ao mandante” (Orlando Gomes. *Obrigações*. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009, p. 247).

⁹³ Cf. artigo 286 do Código Civil: “(...) a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação”.

⁹⁴

“Art. 654. (...)”

§ 1º O instrumento particular deve conter a indicação do lugar onde foi passado, a qualificação do outorgante e do outorgado, a data e o objetivo da outorga com a designação e a extensão dos poderes conferidos”.

⁹⁵ Diferentemente do artigo 135 do Código Civil de 1916, o § 1º do artigo 654 não traz a obrigatoriedade de registro público, no rol de formalidades do instrumento particular, necessárias à eficácia em relação a terceiros. Entendemos ser um equívoco esta omissão, já que o artigo 221 do atual Código Civil, estipula a necessidade de registro para produção de efeitos perante terceiros, nos seguintes termos:

“Art. 221. O instrumento particular, feito e assinado, ou somente assinado por quem esteja na livre disposição e administração de seus bens, prova as obrigações convencionais de qualquer valor; mas os seus efeitos, bem como os da cessão, não se operam, a respeito de terceiros, antes de registrado no registro público”.

Código Civil; o instrumento particular deverá ser levado a registro em Registros de Títulos e Documentos nos domicílios do cedente e do cessionário⁹⁶.

Isto porque os registros públicos conferem publicidade aos atos jurídicos⁹⁷. Afinal, “*feitos os registros, passam ao conhecimento de todos os que queiram ou devam ser informados a respeito, exceto os submetidos, por lei, ao sigilo*”⁹⁸.

Ao atender os requisitos para eficácia em relação a terceiros, a cessão de créditos constante de instrumento devidamente registrado ou lavrado por instrumento público prevalece em relação a cessões anteriores com mesmo objeto, se não tiverem sido lavradas por instrumento público ou registradas de acordo com o inciso 9º do artigo 129 da Lei de Registros Públicos. O mesmo ocorre com cessões posteriores destes créditos, ainda que revestidas das formalidades de registro⁹⁹.

Importante destacar que a eficácia em relação a terceiros tem início na data da lavratura do instrumento de cessão de créditos, se lavrado por instrumento público. De

⁹⁶ O inciso 9º do artigo 129 da Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973, conforme alterada, determina que:

“Art. 129. Estão sujeitos a registro, no Registro de Títulos e Documentos, para surtir efeitos em relação a terceiros:

(...)

9º) os instrumentos de cessão de direitos e de créditos, de sub-rogação e de dação em pagamento.”

⁹⁷ Além de proporcionar publicidade, o artigo 1º da Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973 (Lei de Registros Públicos), determina que os registros públicos conferem autenticidade, segurança e eficácia aos atos jurídicos. Autenticidade ao proporcionar a confirmação de veracidade, de coisa, documento ou declaração, por ato de autoridade, criando, com isso, presunção relativa de verdade; segurança, como a garantia de eliminação de riscos, com os sistemas de controle dos registros; e eficácia, ao produzir efeitos jurídicos. Cf. Walter Ceneviva. *Lei dos registros públicos comentada*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 55. Neste mesmo sentido, o artigo 1º da Lei nº 8.935, de 18 de novembro de 1994 (Lei dos Notários e Registradores), estipula que os serviços notariais e de registro são os de organização técnica e administrativa destinados a garantir a publicidade, autenticidade, segurança e eficácia dos atos jurídicos.

⁹⁸ Walter Ceneviva. *Lei dos registros públicos comentada*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2010, p. 55.

⁹⁹ Além das solenidades de registro do instrumento particular ou lavratura por instrumento público, é igualmente relevante a tradição, ao cessionário, dos instrumentos nos quais se encontram consubstanciados os direitos creditícios. Isto porque, de acordo com o artigo 291 do Código Civil, “*ocorrendo várias cessões do mesmo crédito, prevalece a que se completar com a tradição do título do crédito cedido*”. Todavia, entendemos que prevalece a cessão do crédito que tiver obedecido, primeiramente, aos requisitos de lavratura por instrumento público ou registro do instrumento em Registros de Títulos e Documentos localizados nos domicílios do cedente e do cessionário, mesmo que o respectivo cessionário não se encontre com a posse dos documentos nos quais se encontram consubstanciados o crédito. Sob o nosso ponto de vista, o artigo 291 do Código Civil apenas é aplicável para prevalecer a cessão de cessionário que esteja na posse do título, mas que que não tenha obedecido às formalidades de registro para eficácia contra terceiros, da mesma maneira que os demais cessionários do mesmo crédito. Neste mesmo sentido, vide Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda, *Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 409.

acordo com o disposto no artigo 130 da Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973¹⁰⁰, se registrado em Registros de Títulos e Documentos nos domicílios do cedente e do cessionário, em até vinte dias de sua celebração, a eficácia da cessão retroage à data em que as partes firmaram o instrumento; se posterior aos vinte dias, a eficácia em relação a terceiros dar-se-á a partir da data do efetivo registro.

Por fim, ressaltamos que o registro ou lavratura do instrumento de cessão de créditos não é suficiente para transferir automaticamente ao cessionário os direitos acessórios, cuja transferência depende de registro ou outra formalidade adicional independente. Este é o caso da transferência de direito de hipoteca vinculado a um direito de crédito cedido. Ela só ocorre após averbação do direito do cessionário na matrícula do imóvel.

3.2.2. Notificação do devedor

Conforme o item 3.2 acima, não há necessidade de anuência, manifestação ou notificação do devedor para existência, validade e eficácia da cessão de crédito entre cedente e cessionário. A prévia notificação, inclusive, não é necessária para a legitimidade e a validade da cobrança, pelo cessionário, dos créditos adquiridos¹⁰¹.

100

“Art. 130. Dentro do prazo de vinte dias da data da sua assinatura pelas partes, todos os atos enumerados nos arts. 128 e 129, serão registrados no domicílio das partes contratantes e, quando residam estas em circunscrições territoriais diversas, far-se-á o registro em todas elas.

Parágrafo único. Os registros de documentos apresentados, depois de findo o prazo, produzirão efeitos a partir da data da apresentação”.

¹⁰¹ Da mesma maneira, a jurisprudência brasileira entende não ser possível a alegação, pelo devedor, de ausência de notificação acerca da cessão de crédito, para não realizar o pagamento cobrado pelo cessionário:

“DIREITO CIVIL E PROCESSUAL CIVIL. CESSÃO DE CRÉDITO. AUSÊNCIA DE NOTIFICAÇÃO AO DEVEDOR. CONSEQUÊNCIAS.

I - A cessão de crédito não vale em relação ao devedor, senão quando a este notificada.

II - Isso não significa, porém, que a dívida não possa ser exigida quando faltar a notificação. Não se pode admitir que o devedor, citado em ação de cobrança pelo cessionário da dívida, oponha resistência fundada na ausência de notificação. Afinal, com a citação, ele toma ciência da cessão de crédito e daquele a quem deve pagar.

III - O objetivo da notificação é informar ao devedor quem é o seu novo credor, isto é, a quem deve ser dirigida a prestação. A ausência da notificação traz essencialmente duas consequências: Em primeiro lugar dispensa o devedor que tenha prestado a obrigação diretamente ao cedente de pagá-la novamente ao

Entretanto, de acordo com o artigo 290 do Código Civil, a cessão de crédito somente é considerada eficaz em relação ao devedor quando a este notificada, não sendo necessária qualquer outra formalidade adicional¹⁰².

Alternativamente à notificação do devedor, o Direito brasileiro admite a eficácia da cessão de crédito, em relação ao devedor, se este se declarar, em escrito público ou particular, ciente do negócio jurídico realizado.

Assim, só incorre em mora o devedor, previamente ciente da cessão, que realizar o pagamento, ao cedente ou a qualquer terceiro, que não o cessionário, do crédito cedido¹⁰³. Na hipótese de o devedor receber de diversas notificações de cessões do mesmo crédito, o artigo 292 do Código Civil¹⁰⁴ determina a obrigatoriedade de pagamento, pelo

cessionário. Em segundo lugar permite que devedor oponha ao cessionário as exceções de caráter pessoal que teria em relação ao cedente, anteriores à transferência do crédito e também posteriores, até o momento da cobrança (inteligência do artigo 294 do CC/02).

IV - Recurso Especial a que se nega provimento” (Superior Tribunal de Justiça; REsp 936589/SP; julgamento em 08 de fevereiro de 2011; Relator: Ministro Sidnei Beneti).

¹⁰² Neste mesmo sentido, o judiciário brasileiro admite a validade da cessão de créditos sem a necessidade de formalidades específicas, mas se vale do artigo 290 do Código Civil para resguardar os direitos do devedor de boa fé que não foi notificado acerca da cessão, conforme ementa do Superior Tribunal de Justiça, transcrita a seguir:

“RECURSO ESPECIAL. AÇÃO CAUTELAR DE SUSTAÇÃO DE PROTESTO. CHEQUE. OPERAÇÃO DE DESCONTO BANCÁRIO. CESSÃO DE CRÉDITO. NECESSIDADE DE NOTIFICAÇÃO DO DEVEDOR. DÍVIDA PAGA ANTES DA CESSÃO. BOA-FÉ DO DEVEDOR.

1 - A cessão de crédito, realizada mediante operação de desconto bancário, é ineficaz em relação ao devedor, enquanto não lhe for notificada. Aplicação do art. 290 do CC/2002.

2 - Inaplicabilidade do princípio da inoponibilidade das exceções pessoais, previsto nos artigos 14 e 17 da Lei Uniforme de Genebra (Decreto 57.663/66), e nos artigos 15, 17, § 1º, 20 e 25 da Lei do Cheque (Lei n. 7357/85), quando o principal instrumento negocial celebrado entre as partes é um contrato de cessão de crédito (operação de desconto bancário), tendo natureza acessória o endosso de cheques.

3 - Precedentes específicos desta Corte.

4 - Recurso especial desprovido” (REsp 1141877 / MG; julgamento em 20 de março de 2012; Relator: Ministro Paulo de Tarso Sanseverino).

¹⁰³ Também incorrerá em mora o devedor, já ciente da cessão, se terceiro realizar o pagamento da dívida ao cedente ou a terceiro, que não o cessionário, independentemente do conhecimento prévio daquele terceiro que tenha efetuado o pagamento.

¹⁰⁴ “Art. 292. Fica desobrigado o devedor que, antes de ter conhecimento da cessão, paga ao credor primitivo, ou que, no caso de mais de uma cessão notificada, paga ao cessionário que lhe apresenta, com o título de cessão, o da obrigação cedida; quando o crédito constar de escritura pública, prevalecerá a prioridade da notificação”.

devedor, ao cessionário que lhe apresentar, junto ao instrumento de cessão, o título da obrigação cedida, exceto se o crédito constar de escritura pública. Nesta hipótese, o pagamento deve ser feito ao cessionário que apresentar a primeira notificação.

A notificação pode ser feita pelo cedente, pelo cessionário ou por ambos. Se realizada apenas pelo cessionário, sua eficácia depende da apresentação do instrumento no qual se encontra consubstanciada a cessão¹⁰⁵.

Em princípio, nenhuma cessão de créditos pode prejudicar a situação jurídica do devedor, tampouco alterar o valor originalmente devido. Desta maneira, ciente da cessão dos créditos por ele devidos, o devedor pode opor ao cessionário as mesmas objeções e exceções oponíveis ao cedente à época da cessão¹⁰⁶, inclusive a nulidade ou anulabilidade da cessão.

3.2.3. Obrigações do cedente

Quando da celebração de negócio jurídico para a cessão de créditos, o cedente e o cessionário passam a ser titulares dos deveres e obrigações resultantes do acordo.

No caso de uma cessão de crédito a título oneroso, o cessionário, por exemplo, torna-se responsável pelo pagamento na forma e no prazo acordados, bem como adquire o direito de receber o crédito individualizado no negócio jurídico, juntamente com seus acessórios e pretensões, ações e exceções a ele inerentes.

Quanto ao cedente, faz *jus* ao recebimento do pagamento acordado com o cessionário, no caso, por exemplo, da cessão por título oneroso.

¹⁰⁵ Cf. Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 387.

¹⁰⁶ Cf. Artigo 294 do Código Civil. Cabe destacar que, não obstante o disposto no artigo 294 do Código Civil, não pode o devedor opor ao cessionário exceções que venha a ter contra o cedente após a data da cessão. Isto porque “o que é superveniente à cessão não prejudica o cessionário” (Caio Mario da Silva Pereira. *Instituições de direito civil: teoria geral das obrigações*. Atualizado por Guilherme Calmon Nogueira da Gama. v. II. 24. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 367).

No que tange às suas responsabilidades, o cedente é responsável, na cessão por título oneroso ou, se tiver procedido de má-fé, na cessão por título gratuito, pela existência do crédito ao tempo em que lhe foi cedido.

O Código Civil, ao determinar a responsabilidade do cedente pela “existência do crédito”, refere-se não só à responsabilidade pela existência do suporte fático do crédito, mas também pela existência da pretensão de receber os respectivos valores, já que o crédito consiste em um direito ao recebimento de valores devidos por um devedor. Por este motivo, Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda defende ser imprecisa a expressão “existência do crédito”, do Código Civil. Este autor, argumenta que:

“Se o crédito existe e não existe a obrigação, tem-se como responsável o cedente: portanto, na expressão ‘existência do crédito’ se inclui a ‘existência da pretensão’; portanto, basta que não exista a pretensão para que o cedente seja responsável.

Se o crédito não pode ser exigido ou acionado porque o impede exceção, responde o cedente, – o que mostra quão imprópria é a expressão ‘existência do crédito’. Idem, se pode ser excluído, no todo ou em parte, pela compensação, ou por haver condição. Ou já fôra resolvido.

O que existe é a verdade do objeto da cessão, o ‘nomen verum’. Daí ‘existência do crédito’ estar por ‘ser o crédito tal qual, pelo negócio jurídico da cessão, se pensou adquirir’” (Tratado de Direito Privado: parte especial. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 393).

Na hipótese de cessão de crédito inexistente, a cessão será considerada ineficaz. No caso da cessão onerosa, configura-se enriquecimento sem causa do cedente, com a possibilidade de o cessionário reivindicar, com base no artigo 884 do Código Civil, a restituição dos valores pagos em contrapartida da aquisição do crédito¹⁰⁷. O mesmo

¹⁰⁷ Neste sentido, Francisco Cavalcanti Pontes de Miranda afirma que:

“Se o crédito não existe, ou não pertence ao cedente, a cessão é ineficaz, e o cedente responde ao cessionário, mesmo porque nenhum princípio protege o cessionário de boa fé, no tocante à aquisição. É preciso que o crédito saia do patrimônio do credor e entre no patrimônio do cessionário para que se possa falar de cessão de crédito” (Tratado de Direito Privado: parte especial. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012, p. 392).

ocorre com a eventual cessão de crédito do qual o cedente não era titular ou não tinha o poder de disposição.

Além da existência e conformidade da constituição do crédito aos requisitos necessários ao aperfeiçoamento do negócio jurídico, defendemos ser o cedente igualmente responsável pela existência dos acessórios, pretensões, ações e exceções inerentes ao crédito cedido.

Todavia, o cedente não é responsável pela solvência do devedor, salvo se acordado de modo diverso. A cessão de crédito na qual o cedente não responde pela solvência do devedor é a *cessio pro soluto* e a que responde, é a *cessio pro solvendo*.

A *cessio pro solvendo* não se confunde com o instituto da fiança. Isto porque não se trata de direito acessório do crédito cedido, mas sim de obrigação de pagamento de valor eventualmente não adimplido pelo devedor.

Para reforçar a distinção entre a fiança e a responsabilidade eventualmente assumida pelo cedente, em relação à solvência do devedor, o artigo 297 do Código Civil limita o montante devido pelo cedente ao cessionário ao valor recebido pelo cedente em contrapartida da cessão, acrescido dos juros e das despesas da cessão e das despendidas pelo cessionário com a cobrança do crédito¹⁰⁸, e não ao valor da dívida originalmente assumida.

Se houver culpa ou dolo do cessionário na cobrança do devedor, cessa a responsabilidade do cedente em relação à solvência do devedor.

¹⁰⁸ Apesar da estipulação deste limite em lei, entendemos que o cedente e o cessionário, mediante convenção expressa, podem alterar, para mais ou para menos, os valores a serem devidos pelo cedente, em caso de inadimplência do devedor.

4. FUNDOS DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC

Os FIDCs são fundos de investimento por meio dos quais se pode realizar operações de securitização no Brasil. A autorização para sua constituição e seu funcionamento, assim como sua regulamentação, ocorreram em 2001 pelo Conselho Monetário Nacional e pela Comissão de Valores Mobiliários.

Não obstante contar com natureza jurídica e aspectos gerais idênticos aos dos demais fundos de investimento regulamentados no Brasil, os FIDCs apresentam particularidades para proporcionar a consecução de seus objetivos e de sua política de investimento específica.

4.1. Fundos de investimento no Brasil

Os fundos de investimento são instrumentos de investimento coletivo, que possibilitam o investimento da poupança popular.

Foram criados com inspiração nos *trusts* de origem anglo-saxônica¹⁰⁹.

109

“Os fundos mútuos têm uma longa e diferente história. O conceito de agrupamento de investimentos que se desenvolveu na Europa no final dos anos de 1700 levou ao desenvolvimento de *unit trust*, ou fundos mútuos. De acordo com K. Geert Rouwenhorst em ‘As Origens de Fundos Mútuos’, durante os anos de 1700 ‘um mercador holandês e corretor, Adriaan Van Ketwich, convidou subscrições de investidores para formar um *trust*... para oferecer uma oportunidade para os pequenos investidores com meios limitados de diversificação’. *Investment trusts* ingleses e escoceses venderam suas ações para os investidores nos anos de 1800. Os *Joint Stock Companies Acts* de 1862 e 1867 no Reino Unido permitiram aos investidores a participação nos lucros de uma empresa de investimento e a limitação da responsabilidade do investidor ao valor do capital investido. Um dos primeiros gestores de fundos, Robert Fleming, formou o *Scottish American Investment Trust* e investiu na economia dos EUA pós-Guerra Civil, adquirindo principalmente títulos de ferrovias norte-americanas. Muitos outros investiram nos EUA e trouxeram o conceito de fundo de investimento ao outro lado do Atlântico” (Tradução livre) (Mark Mobius. *Mutual Funds: An Introduction to the Core Concepts*. Clementi Loop: John Wiley & Sons, 2007, p. 1).

Os primeiros fundos de investimento regulamentados no Brasil foram os fundos em conta de participação ou constituídos em forma de condomínio pelas sociedades de investimento, nos termos da Portaria 309, de 30 de novembro de 1959, do Ministério da Fazenda¹¹⁰. Posteriormente, a Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que disciplina o mercado de capitais, tratou, em seu artigo 50, dos “*fundos em condomínios de títulos ou valores mobiliários*”.

Até o advento da Lei nº 10.303/2001, cabia ao Banco Central do Brasil regular e fiscalizar os fundos de investimentos, além de aplicar sanções aos seus administradores.

Todavia, a partir de 2001, a competência da CVM, prevista na Lei nº 6.385/76, foi ampliada. Isto porque, com a Lei nº 10.303, foram incluídas como valores mobiliários, no rol exemplificativo do artigo 2º da Lei nº 6.385, “*as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários*”, o que resultou no aumento do poder fiscalizador e disciplinador da CVM, constante do artigo 4º da Lei nº 6.385.

A fim de organizar a transição de competência do Bacen para a CVM e trazer segurança aos investidores e ao mercado de capitais, ambas autarquias editaram, à época, normas conjuntas, estabelecendo a validade de normas anteriores do Bacen enquanto não fossem expressamente revogadas pela CVM. Foi criado grupo de trabalho para intercâmbio de informações e estabelecimento de regras operacionais e critérios para a edição de normas relacionadas aos fundos de investimento¹¹¹.

Assim, atualmente a regulação, a fiscalização e a competência repressiva em relação aos fundos de investimento, por força da Lei nº 6.385/76, conforme alterada pela

¹¹⁰ Até então, o único instrumento de investimento coletivo, disciplinado no direito pátrio, eram as sociedades de investimento. As sociedades de investimento eram tratadas no Decreto-lei nº 7.583, de 25 de maio de 1945, estando sujeitas, nos termos do Decreto-lei nº 8.495, de 28 de novembro de 1945, à regulamentação da Superintendência da Moeda e do Crédito, já extinta. Oscar Barreto Filho define sociedade de investimento como a sociedade “*que tem por objeto a aplicação dos fundos sociais na compra de valores mobiliários, selecionados de acordo com os critérios de limitação do risco financeiro, para dividir entre os sócios os rendimentos e os lucros decorrentes de sua gestão*” (*Regime jurídico das sociedades de investimentos* (“investment trusts”). São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 56).

¹¹¹ Cf. Rogério Monteiro. *Responsabilidades do Administrador de Fundos de Investimento*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, nº 21, julho-setembro/2003, São Paulo, p. 285.

Lei nº 10.303/2001, são de responsabilidade da CVM. Todavia, é importante destacar que as normas editadas pelo Bacen, ainda não expressamente revogadas pela CVM, continuam vigentes.

4.1.1. Conceito

Os fundos de investimento consistem na comunhão de recursos, captados por meio do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, destinada ao investimento em bens e ativos financeiros, para a valorização das cotas de sua emissão.

Além de contarem com relativa liquidez de suas cotas¹¹², os fundos ainda proporcionam aos investidores a gestão de sua carteira por profissional especializado, a limitação dos riscos por meio de diversificação de ativos com diferentes riscos de crédito e dão segurança em função da fiscalização pela CVM¹¹³.

4.1.2. Natureza jurídica

Apesar de o artigo 2º da Instrução nº 409/2004, da CVM, definir o fundo de investimento como “*uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros*”, sua natureza jurídica não alcança consenso na doutrina.

¹¹² A liquidez proporcionada pelos fundos de investimento a seus cotistas se dá em razão da possibilidade de resgate das cotas de emissão de fundos abertos ou, no caso de fundos fechados, pela possibilidade de negociação das cotas em mercados de balcão organizados.

¹¹³ Félix Ruiz Alonso explica que a segurança, rentabilidade e liquidez trazidas pelos fundos de investimento foram os fatores fundamentais que contribuíram para seu crescimento no Brasil (*Os fundos de investimentos*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. I, 1971, pp. 62-63).

Luís Felipe de Carvalho Pinto ainda destaca que os fundos evitaram “*a intimidação de aplicadores individuais pelas limitações de seus recursos e de seus conhecimentos técnicos, possibilitando a aquisição de títulos e valores mobiliários que seriam excessivamente onerosos a investidores individualmente, e poupando o tempo que seria necessário à gestão de seus próprios investimentos*” (*Natureza jurídica dos fundos de investimento*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002, p. 8).

Há quem defenda serem os fundos de investimento condomínios¹¹⁴, sem personalidade jurídica¹¹⁵; outros entendem que se tratam de organizações associativas¹¹⁶ ou sociedades não personificadas¹¹⁷.

Os autores que defendem ser o fundo de investimento uma forma societária, justificam que o aporte de recursos no fundo confere ao investidor a titularidade de uma cota, a qual é representativa de uma fração ideal de recursos. Quando resgatadas, as cotas não conferem direito à fração ideal de cada bem que integra o fundo, mas sim à fração ideal da significação econômica destes bens¹¹⁸. Além disso, afirmam que a contribuição com bens, a finalidade econômica e a partilha de resultados dos fundos de investimento são características que comprovam sua caracterização como sociedade.

Complementando os argumentos acima, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França acredita que os bens das sociedades (e também dos fundos de investimento) estão em função da atividade social e, diferentemente, na comunhão há “*o uso e gozo em comum da mesma coisa, sem qualquer referência a uma ulterior finalidade coletiva. Em outras palavras, a comunhão é do objeto e não dos objetivos. Na sociedade, ao revés, essa comunhão de escopo é essencial*”¹¹⁹.

Não obstante o posicionamento doutrinário diverso, defendemos que os fundos de investimento possuem natureza de condomínio especial¹²⁰, sem personalidade jurídica¹²¹ e natureza jurídica única¹²².

¹¹⁴ Cf. Rachel Sztajn. *Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 93, jan./mar. 1994, pp. 104-105.

¹¹⁵ Cf. Arnaldo Wald. *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*. In *Revista Forense*, v. 309, jan./mar. 1990, p. 9.

¹¹⁶ Cf. Ricardo de Santos Freitas. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 270.

¹¹⁷ Cf. Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 212.

¹¹⁸ Neste sentido, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes França afirma que “*diferentemente do que sucede na comunhão, o participante do fundo não pode, ‘a todo tempo’, ‘exigir a divisão da coisa comum’ (art. 1.320 do CC). Nem pode, outrossim, usar os valores mobiliários que compõem seu ativo, exercer a posse sobre tais bens ou reivindicá-los de terceiros (art. 1.314 do CC)*” (*Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 192).

¹¹⁹ *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009, p. 191.

¹²⁰ Ao discorrer sobre fundos imobiliários, Rachel Sztajn defende serem condomínios do tipo germânico. Nesta modalidade de condomínio,

“a coisa pertence à coletividade e não aos condôminos individualmente, os quais têm apenas direito de uso e gozo em face da relação em que se encontram e não

Primeiramente porque sua constituição é deliberada pela instituição administradora e o cotista, ao subscrever ou adquirir cotas, celebra um termo de adesão ao regulamento. Não há *affectio* entre os investidores, mas apenas o objetivo individual de valorização de suas cotas.

Além disto, o ingresso do investidor em um fundo confere-lhe a titularidade de uma cota e a fração ideal dos bens integrantes da carteira deste fundo. O fato de esta fração ideal ser representada por uma cota, não modifica o caráter dos fundos de comunhão de recursos.

Somado a isto, a impossibilidade de resgate das cotas com uma parte física dos bens não altera a natureza de condomínio dos fundos¹²³. Entendemos, inclusive, que as

por serem titulares de direitos, individualmente, sobre a coisa. A propriedade é coletiva, exercida de mão comum, conhecida no direito alemão como ‘Gesamteigentum ou gemeinschaft zur gesamten Hand’” (Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro. São Paulo: Malheiros, n. 93, jan./mar. 1994, p. 104).

¹²¹ O artigo 44 do Código Civil brasileiro não inclui fundos de investimento no rol taxativo de pessoas jurídicas de direito privado.

“Art. 44. São pessoas jurídicas de direito privado:

I - as associações;

II - as sociedades;

III - as fundações.

IV - as organizações religiosas;

V - os partidos políticos.

VI - as empresas individuais de responsabilidade limitada.”

¹²² Entendemos que todos os fundos de investimento possuem natureza jurídica idêntica, independentemente de sua política de investimento. Não há diferenciação em sua natureza dependendo dos direitos a que fazem *jus*, em decorrência da titularidade de diferentes ativos, devendo o tratamento jurídico de todos os fundos de investimento ser uniforme. Em sentido contrário, Fabio Konder Comparato acredita que, a despeito de os fundos de investimento possuírem natureza condominial, estes podem assumir, em certos casos, “*as características de autêntica sociedade, quando utilizado como instrumento de formação do controle de companhias*” (*O poder de controle na sociedade anônima*. Atualizado por Calixto Salomão Filho. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 162).

¹²³ Neste sentido, Fabio Konder Comparato observa que

“a crítica mais grave que se possa fazer à tese da natureza condominial dos fundos de investimento prende-se ao fato da impossibilidade de o participante pedir a divisão dos bens, e a de exigir que se lhe devolva, na hipótese de recesso, uma parte física desses bens, correspondentes à sua quota, devendo contentar-se

cotas, quando resgatadas, podem sim conferir, excepcionalmente, direito à fração ideal de cada bem que integra o fundo. As cotas somente são somente resgatadas em moeda corrente nacional se o fundo contar com recursos suficientes ou se conseguir alienar os ativos integrantes de sua carteira, previamente ao resgate. Caso o fundo não conte com recursos suficientes, pode haver o resgate das cotas mediante dação em pagamento dos ativos de sua carteira. Nesta hipótese, os ativos podem ser mantidos em condomínio, fora do âmbito do mercado de capitais, e o quinhão de cada cotista continuará a ser equivalente ao valor do resgate de suas cotas. Alternativamente, os cotistas podem deliberar, em assembleia geral, a avaliação dos ativos da carteira do fundo e sua eventual divisão entre os investidores que tenham suas cotas resgatadas.

Os fatos de os investidores ingressarem em um fundo mediante a necessidade de contribuição com bens, de os objetivos dos fundos consistirem na valorização das cotas de sua emissão e de os fundos amortizarem ou resgatarem suas cotas como forma de partilha de resultados não caracterizam os fundos como uma forma societária. Estas são características de condomínios especiais.

Diferentemente do conceito de sociedade previsto no Código Civil brasileiro¹²⁴, os fundos de investimento não exercem atividade econômica e os investidores não podem ingressar com serviços¹²⁵. Os fundos são uma comunhão de bens ou recursos e, por meio de seus investimentos (e não atividade econômica), podem proporcionar valorização das cotas de sua emissão.

4.1.3. Características gerais

Para constituição de um fundo no Brasil, seu administrador deve firmar instrumento de constituição e registrá-lo, juntamente com o respectivo regulamento, em

sempre com o resgate em dinheiro. Não nos parece, todavia, que essas regras, embora apartando nitidamente o instituto do direito comum, excluam a sua natureza condominial. Afinal, nossos sistemas jurídicos não desconhecem a existência de regimes especiais de condomínio, como o de prédios por planos horizontais, por exemplo” (O poder de controle na sociedade anônima. Atualizado por Calixto Salomão Filho. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005, p. 162).

¹²⁴ “Art. 981. Celebram contrato de sociedade as pessoas que reciprocamente se obrigam a contribuir, com bens ou serviços, para o exercício de atividade econômica e a partilha, entre si, dos resultados”.

¹²⁵ É legalmente permitido, por exemplo, na sociedade simples, a contribuição de um sócio em serviços.

cartório de registro de títulos e documentos localizado em sua sede. O regulamento de cada fundo deve ser elaborado em consonância com a legislação vigente.

Quando de sua constituição e do pedido, à CVM, de registro de funcionamento de um fundo de investimento, o administrador deve indicar pessoa natural para responder civil e criminalmente pela gestão, supervisão e acompanhamento desse fundo, inclusive pelas informações prestadas.

Cada fundo de investimento possui finalidade própria, a qual deve obedecer o disposto nos normativos aplicáveis e no regulamento. Para consecução de seus objetivos, cada fundo conta com uma política de investimento especificada em seu regulamento, a qual deve ser seguida rigorosamente por seu administrador e pelo gestor de sua carteira.

As cotas dos fundos de investimento correspondem a frações ideais de seu patrimônio, não havendo, diferentemente do que ocorre nas sociedades de pessoas, a necessidade de *affectio* entre os investidores.

Os cotistas, além de contarem com direitos políticos, também possuem direitos patrimoniais; são titulares do quinhão do patrimônio líquido do fundo, proporcional à sua participação. Assim, nesta comunhão de recursos, cada cotista possui propriedade sobre fração ideal dos ativos que compõem o patrimônio dos fundos. É importante ressaltar que a CVM veda o tratamento desigual entre os titulares de cotas de mesma classe de um fundo de investimento.

Mesmo sem personalidade jurídica, os fundos de investimento têm patrimônio líquido próprio, escrituração contábil independente, auditoria em suas contas e capacidade processual.

Além de não possuírem o direito de uso e gozo direto dos bens de titularidade dos fundos de investimento, os cotistas não têm o direito de administrá-los. Os investidores apenas podem se valer da assembleia geral para deliberação de seus interesses, inclusive para, observada a legislação vigente, aprovar eventuais alterações do regulamento ou substituir o administrador.

Entre outros aspectos, os regulamentos dos fundos devem dispor sobre sua política de investimento, prazo de duração, público alvo, condições de integralização, amortização e resgate de cotas, além da forma de cálculo do valor das cotas, obrigações e vedações do administrador, direitos dos cotistas, hipóteses de convocação e deliberação de matérias específicas em assembleia geral, exercício social, cálculo do valor de seu patrimônio líquido e metodologia de precificação dos ativos integrantes de sua carteira.

Os fundos de investimento podem ser constituídos sob a forma de condomínios abertos ou fechados.

De acordo com o artigo 12 da Instrução nº 409/2004, da CVM, os abertos são aqueles em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo; os fechados consistem naqueles em que as cotas somente são amortizadas ou resgatadas em datas previamente fixadas. As cotas dos fundos abertos não são passíveis de cessão ou transferência, salvo por decisão judicial, execução de garantia ou sucessão universal. Já as de emissão de fundos fechados, podem ser transferidas mediante celebração, entre o cedente e o cessionário, de instrumento de cessão e transferência, ou, ainda, negociadas no mercado secundário por meio de bolsa de valores ou entidade de balcão organizado no qual as cotas do fundo estejam admitidas à negociação.

Os fundos de investimento são representados por seu administrador, o qual possui deveres fiduciários em relação aos cotistas e ao fundo de investimento por ele administrado.

Apesar de a CVM, com objetivo de proteger a poupança popular, restringir a aquisição de cotas de alguns fundos de investimento apenas a “investidores qualificados”¹²⁶, esta restrição não retira a obrigação de cada cotista estudar

¹²⁶ O conceito de investidor qualificado surgiu, no Brasil, em 1996, com a Instrução da CVM nº 254, não mais em vigor. Atualmente, o conceito de investidor qualificado encontra-se no artigo 109 da Instrução da CVM nº 409/2004. Em decorrência de seu patrimônio mais elevado, da composição de sua carteira ou de sua experiência em investimentos nos mercados financeiro e de capitais, a CVM parte do pressuposto de que este tipo de investidor conta com conhecimento e discernimento suficientes para ingressar em fundos de investimento específicos e com funcionamento mais complexo, tais como Fundos Exclusivos, Fundos de Investimento em Participações (FIPs) e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs). De acordo com o artigo 109 da Instrução nº 409/2004, da CVM, são considerados investidores qualificados:

cuidadosamente o investimento a ser realizado, nem amplia a responsabilidade dos administradores dos fundos de investimento.

4.1.4. Principais fundos de investimento no Brasil

Conforme o item 4.1, atualmente a regulação, fiscalização e competência repressiva em relação aos fundos de investimento são de responsabilidade da CVM.

Os fundos de investimento diferenciam-se, basicamente, no que diz respeito à composição de ativos permitida em sua carteira.

No Brasil, os principais fundos com suas cotas ofertadas publicamente, são:

- a) Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), regido pela Instrução da CVM nº 356/2001. O funcionamento e as principais características do FIDC serão abordados no item 4.2.
- b) Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, também regido pela Instrução da CVM nº 356/2001; destina-se à aquisição de cotas de FIDCs.

“I – instituições financeiras;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

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

V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;

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

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

- c) Fundo de Investimento em Participações (FIP), regulado pela Instrução da CVM nº 391/2003. O FIP se destina ao investimento em ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de sociedades anônimas, abertas ou fechadas. O FIP deve necessariamente participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência para definir sua política estratégica e gestão¹²⁷.
- d) Fundo de Investimento Imobiliário (FII), cuja constituição e funcionamento ocorrem com base na Instrução da CVM nº 472/2008. É destinado à aplicação em empreendimentos imobiliários.
- e) Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes, disciplinado na Instrução da CVM nº 209/1994. Sua carteira deve estar investida, preponderantemente, em ações, debêntures conversíveis em ações, ou bônus de subscrição de ações de emissão de empresas emergentes¹²⁸.
- f) Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional – FUNCINE, regido pela Instrução da CVM nº 398/2003 e destinado à aplicação em projetos aprovados pela Agência Nacional de Cinema – ANCINE.
- g) Fundos de Investimento regulados pela Instrução da CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, conforme alterada, mencionados a seguir:
- g.1) Fundo de Curto Prazo. Tem sua carteira com prazo médio inferior a sessenta dias, composta exclusivamente por títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo de trezentos e setenta e cinco dias.

¹²⁷ Os FIPs podem ser importantes instrumentos para captação de recursos por empresas em crise, inclusive sociedades anônimas fechadas. As únicas desvantagens deste veículo são a ingerência de investidores na administração e nas atividades da empresa, conforme destacado no item 1.3.1, e os custos necessários para implantação de práticas de governança corporativas exigidas pela Instrução da CVM nº 391.

¹²⁸ De acordo com o § 1º do artigo 1º da Instrução nº 209, da CVM, é considerada empresa emergente “a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150.000.000,00 (cento e cinquenta milhões de Reais), apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão”.

- g.2) Fundo Referenciado. É um fundo com indicador de desempenho identificado em sua denominação, levando-se em conta a estrutura dos ativos financeiros integrantes da carteira.
- g.3) Fundo de Renda Fixa. Tem como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros doméstica, de índice de preços, ou ambos.
- g.4) Fundo de Ações. O principal fator de risco deste fundo refere-se à variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.
- g.5) Fundo Cambial. Conta com ativos em sua carteira preponderantemente remunerados de acordo com a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.
- g.6) Fundo de Dívida Externa. Nele, parcela preponderante de seu patrimônio líquido encontra-se alocada em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União Federal.
- g.7) Fundo Multimercado. Este fundo conta política de investimento diversificada, que permite a alocação de recursos em diferentes ativos, inclusive, com graus de risco diferentes, sem a obrigatória concentração de sua carteira em algum fator específico.

4.2. FIDCs

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios são fundos de investimento destinados, preponderantemente, à aquisição de direitos creditórios¹²⁹.

Sua constituição e seu funcionamento foram autorizados pela Resolução nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, do CMN. Foram regulamentados em 17 de dezembro de 2001, com a Instrução nº 356 da CVM.

¹²⁹ Nos EUA, a aquisição de créditos para lastrear valores mobiliários é realizada por *trusts* e não por fundos de investimento. Isto porque, assim como no caso dos fundos de investimento no Brasil, os *trusts* não estão sujeitos a procedimentos falimentares.

A ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais¹³⁰ atribui a seguinte classificação para os FIDCs, dependendo das políticas de investimento:

Tipo ANBIMA	Atributo Foco de Atuação
FIDC Fomento Mercantil	FIDC Fomento Mercantil
FIDC Financeiro	FIDC Crédito Imobiliário
	FIDC Crédito Consignado
	FIDC Crédito Pessoal
	FIDC Financiamento de Veículos
	FIDC Multicarteira Financeiro
FIDC Agro, Indústria e Comércio	FIDC Infraestrutura
	FIDC Recebíveis Comerciais
	FIDC Crédito Corporativo
	FIDC Agronegócio
FIDC Outros	FIDC Multicarteira Agro, Indústria e Comércio
	FIDC Recuperação
	FIDC Poder Público
	FIDC Multicarteira Outros

Fonte: Anexo II da Deliberação nº 44, de 24 de novembro de 2010 da ANBIMA, disponível em http://www.anbid.com.br/institucional/CalandraRedirect/?temp=5&proj=ANBID&pub=T&comp=sec_AUT_O_REGULACAO&db=CalSQL2000&docid=EC799FAD1204233883256E350059B829. Acesso em 02 de junho de 2011.

4.2.1. Constituição e funcionamento

A constituição de um FIDC deve ser deliberada por sua instituição administradora, a qual, no mesmo ato, deve aprovar o inteiro teor de seu regulamento.

Os FIDCs podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado¹³¹, sendo que seu funcionamento depende prévio registro na CVM.

De acordo com a legislação em vigor¹³², a denominação do fundo não pode apresentar termos incompatíveis com o seu objetivo e deve conter a expressão “Fundo de Investimento em Direitos Creditórios” e a identificação, quando houver, do segmento ou segmentos específicos no(s) qual(is) será alocada parcela preponderante de seus recursos.

¹³⁰ A ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais é uma associação civil, sem finalidade econômica, que conta com instituições atuantes nos mercados financeiro e de capitais como associadas. Dentre outras finalidades, a ANBIMA tem como objetivo a promover a prática das atividades de autorregulação nos mercados financeiro e de capitais.

¹³¹ As características dos fundos abertos e fechados encontram-se no item 4.1.3 do presente trabalho.

¹³² Artigo 4º da Instrução nº 356/2001, da CVM.

4.2.2. Política de Investimento

A finalidade precípua dos FIDCs é valorizar as cotas de sua emissão mediante aquisição preponderante de direitos representativos de créditos. Para tanto, a legislação determina que, após noventa dias do início de suas atividades, os FIDCs devem ter seu patrimônio líquido preponderantemente representado por direitos creditórios.

Respeitado o limite mínimo legal de investimento em direitos creditórios, o saldo dos recursos dos FIDCs pode ser alocado em títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, como títulos de emissão do Tesouro Nacional ou do Bacen.

Assim como os demais fundos de investimento, os FIDCs devem ter escrituração contábil própria, exercício social com duração de um ano e suas demonstrações financeiras anuais elaboradas de acordo com as normas editadas pela CVM, bem como auditadas por auditor independente registrado na CVM.

4.2.2.1. Ativos Integrantes da carteira do FIDC

Os FIDCs são obrigados a ter, no mínimo, cinquenta por cento de sua carteira composta por direitos creditórios.

Direitos creditórios são ativos que conferem ao seu titular o direito de receber montante em valor, condições e prazos mencionados no instrumento nos quais se encontram consubstanciados.

Assim como em qualquer cessão de crédito, ao adquirir direitos creditórios, não há uma cessão de toda a posição contratual ocupada pelo cedente no instrumento no qual está consubstanciado o crédito. A relação contratual permanece inalterada, com exceção do direito de receber o montante que será pago pelo devedor, limitado ao valor do crédito cedido.

É facultado aos FIDCs adquirir direito de crédito oriundo de relações jurídicas de qualquer natureza, desde que em obediência à sua respectiva política de investimento¹³³.

Somente FIDCs constituídos sob a forma de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP) estão autorizados a adquirir direitos creditórios (i) vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; (ii) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; (iii) resultantes de ações judiciais em curso e constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; (v) originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações constituídas; e (vii) de natureza diversa, não enquadráveis no inciso I do artigo 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001¹³⁴.

Esses FIDCs, constituídos sob a forma de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados, têm as mesmas características de outros FIDCs, com exceção de seu registro de funcionamento, que não é concedido automaticamente pela CVM, da necessidade de apresentação de parecer de advogado sobre a validade da constituição e da cessão dos direitos creditórios ao fundo¹³⁵ e do valor nominal unitário de suas cotas, que deve ser de, no mínimo, um milhão de reais¹³⁶.

¹³³ O artigo 1º da Resolução nº 2.907, do CMN define serem os direitos creditórios possíveis de cessão aos FIDCs aqueles “*originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas na referida regulamentação*”.

¹³⁴ Cf. § 1º do artigo 1º da Instrução da CVM nº 444, de 08 de dezembro de 2006.

¹³⁵ No caso de cessão ao fundo de créditos decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, ou, ainda, de suas autarquias e fundações, também há necessidade de apresentação à CVM de parecer do órgão de assessoramento jurídico competente.

¹³⁶ A CVM impõe exigências adicionais para proteção dos investidores por os direitos creditórios adquiridos por FIDCs não padronizados apresentarem um risco de inadimplência potencialmente maior.

4.2.2.2. Responsabilidade pela seleção, precificação e adimplência dos créditos

Os critérios e especificações dos direitos creditórios passíveis de aquisição por um FIDC devem constar em seu regulamento.

Ademais, os direitos creditórios a serem cedidos a um FIDC devem ter sido originados de acordo com processo e política de concessão descrita no regulamento¹³⁷.

O administrador é a instituição responsável por celebrar, por conta e ordem do fundo, os instrumentos de cessão dos créditos. Já à instituição custodiante do FIDC, cabe validar os direitos creditórios, previamente à sua aquisição, em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo, bem como receber e analisar a documentação que evidencie o lastro dos direitos creditórios¹³⁸.

Os direitos creditórios adquiridos por um FIDC devem ser contabilizados pelo valor efetivamente devido, observada necessidade de provisionamento de eventuais expectativas de perdas, a fim de a contabilidade do fundo reflita com precisão o real valor de seus ativos¹³⁹. De acordo com a Instrução da CVM nº 489/2011, a precificação dos

¹³⁷ De acordo com alínea “b” do inciso X do artigo 24 da Instrução da CVM nº 356, é obrigatória a inclusão, no regulamento de um FIDC, a “*descrição dos processos de origem dos direitos creditórios e das políticas de concessão dos correspondentes créditos*”.

¹³⁸ Desde que prevista no regulamento do respectivo FIDC, em fundos em que há significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores, é facultado ao custodiante realizar a verificação do lastro dos direitos creditórios por amostragem.

¹³⁹ Com a finalidade de proteger os investidores e evitar crises econômicas decorrentes de operações de securitização, por meio de FIDCs, semelhantes às sofridas em 2007 e 2008 nos Estados Unidos da América, a CVM editou, em 14 de janeiro de 2011, a Instrução nº 489. Dentre outras medidas, a CVM buscou aumentar a transparência dos efetivos riscos de inadimplência dos créditos aos quais os investidores estão expostos, bem como instituir a correta precificação dos direitos creditórios constantes da carteira dos FIDCs.

A partir da edição desta instrução, passou-se a exigir a segregação contábil dos créditos oriundos de cessão de crédito definitiva e sem direito de regresso, daqueles decorrentes de cessão de crédito com algum tipo de garantia do cedente ou mecanismo, fora das condições normais de mercado, que vise mitigar a exposição ao risco de mercado ou de crédito do fundo. Estes créditos foram denominados, nos incisos I e II do artigo 3º da Instrução da CVM nº 489, como oriundos de “*operações com aquisição substancial dos riscos e benefícios*” e “*operações sem aquisição substancial dos riscos e benefícios*”.

Adicionalmente, a Instrução da CVM nº 489 também estabeleceu a obrigatoriedade de registro de provisão para perdas dos ativos dos FIDCs, nos termos a seguir:

“Art. 11. Sempre que houver evidência de redução no valor recuperável dos ativos do fundo, avaliados pelo custo ou custo amortizado, uma provisão para perdas deve ser registrada.

Art. 12. Uma perda por redução no valor de recuperação deve ser mensurada e registrada pela diferença entre o valor contábil do ativo antes da mudança de

ativos de um FIDC é de responsabilidade de seu administrador, observada a obrigatoriedade de as avaliações serem feitas com base em critérios consistentes e passíveis de verificação.

Não obstante as atribuições do administrador e da instituição custodiante, nenhum prestador de serviços do fundo é responsável, em hipótese alguma, por eventual inadimplemento dos recebíveis. O administrador, o custodiante e os demais prestadores de serviços do FIDC são responsáveis apenas pelo estrito cumprimento da legislação vigente e do regulamento do fundo.

Desde que os direitos creditórios selecionados tenham sido originados de acordo com a política de concessão de crédito descrita no regulamento e atendido aos requisitos e critérios de elegibilidade previamente estabelecidos, eventuais perdas sofridas pelo fundo devem ser suportadas pelos investidores.

A cobrança dos créditos inadimplentes dos FIDCs é responsabilidade da instituição custodiante. Deve constar do regulamento a descrição dos procedimentos de cobrança a serem adotados. Ao adquirir direitos creditórios, o fundo passa a ter a legitimidade para realizar sua cobrança e, em caso de inadimplência, ingressar com todas as medidas necessárias para defesa de seus interesses¹⁴⁰.

Ao adquirir cotas de um FIDC, os investidores devem estar cientes sobre o risco de inadimplência dos créditos de titularidade do fundo e de eventual insuficiência ou deterioração das garantias acessórias destes créditos. Não há que se falar em responsabilidade de qualquer prestador de serviço que, agindo em nome do fundo e em estrita observância à sua política de cobrança, não tenha êxito no recebimento dos valores a que o fundo faz *jus*.

estimativa e o valor presente do novo fluxo de caixa esperado calculado após a mudança de estimativa, desde que a mudança seja relacionada a uma deterioração da estimativa anterior de perdas de créditos esperadas”.

¹⁴⁰ Previamente à adoção de qualquer procedimento de cobrança, a política a ser adotada pelo FIDC deve levar em consideração não só o tempo necessário para recuperação de seus créditos, como o custo *versus* o benefício das medidas a serem adotadas.

Importante ressaltar que o fundo é responsável por arcar com todos os custos para a adoção das medidas de cobrança de seus créditos. Caso o FIDC não conte com recursos suficientes para o ingresso das medidas necessárias, o custodiante, o administrador e qualquer outro prestador de serviços do fundo serão responsáveis por suportá-los. Nesta hipótese, cabe aos cotistas, reunidos em assembleia geral, deliberarem sobre as providências a serem tomadas, podendo, inclusive, aprovar o aporte de recursos adicionais no fundo.

4.2.2.3. Mecanismos de proteção dos investimentos em caso de inadimplência dos direitos creditórios

Para garantir segurança suficiente aos seus investidores, os FIDCs necessitam de sofisticados sistemas de gerenciamento de riscos e procedimentos de controle de recebimento de receitas.

Os FIDCs detêm poderes para realizar, de forma independente, a cobrança dos créditos inadimplentes, já que são os titulares dos direitos creditórios.

Além da rápida identificação de eventuais inadimplências, estes fundos devem contar com eficiente política de cobrança. Esta cobrança pode ser realizada tanto extrajudicialmente, como no âmbito do judiciário.

Para que haja a comprovação da titularidade do crédito e certeza de sua exigibilidade, os FIDCs contam com prestadores de serviços responsáveis pela custódia física dos instrumentos de cessão dos créditos e dos documentos nos quais a dívida encontra-se consubstanciada.

O fato de um direito creditório ter sido cedido a um fundo de investimento não desvirtua, em hipótese alguma, a sua natureza, nem prejudica sua cobrança pelo fundo, representado por sua instituição administradora.

Os FIDCs podem contar com mecanismos para minimizar as perdas sofridas pelo fundo, em caso de insucesso na cobrança de créditos inadimplentes.

Primeiramente, podem adquirir créditos por seu valor de face, deduzido de taxa de desconto¹⁴¹. Esta taxa de desconto deve ser suficiente não só para proporcionar a rentabilidade das cotas, mas também garantir que eventuais inadimplências não afetem substancialmente o patrimônio do fundo.

Assim, o cálculo da taxa de desconto a ser aplicada na aquisição de créditos deve considerar a remuneração alvo das cotas e o histórico de adimplência¹⁴².

Outro mecanismo frequentemente utilizado em FIDCs, e previsto na Instrução da CVM nº 356, é a emissão de cotas da classe subordinada.

Conforme o item 4.2.4, as cotas subordinadas são as que se subordinam às da cotas da classe sênior para efeito de amortização e resgate. Ao terem seu valor equivalente ao do patrimônio líquido do fundo, subtraído do valor das cotas “seniores”, são as que apresentam maior risco de perdas.

Assim, quanto maior a quantidade de cotas subordinadas emitidas por um FIDC, menor é o risco de perdas do valor das cotas “seniores”, decorrentes da inadimplência dos ativos de titularidade do fundo¹⁴³.

¹⁴¹ Denominada, no mercado financeiro, como “*spread*”.

¹⁴² Para proporcionar segurança aos investidores, quanto maior o risco de inadimplência dos créditos a serem adquiridos por um FIDC, maior deverá ser a taxa de desconto.

¹⁴³ A emissão constante, por um FIDC, de cotas subordinadas, com compromisso de subscrição pelo cedente ou parte relacionada, para evitar perdas significativas decorrentes de elevada inadimplência, configura-se, nos termos da Instrução da CVM nº 489, como prestação de garantia e, neste caso, as cessões dos créditos deverão ser contabilizadas sob a rubrica de “operações sem aquisição substancial dos riscos e benefícios”. Apesar de não haver qualquer vedação legal para que a “subordinação” do fundo seja frequentemente recomposta, é importante que os titulares das cotas da classe sênior tenham ciência de que, além do risco de crédito dos devedores dos ativos de titularidade do FIDC, o pagamento da amortização de suas cotas também depende da capacidade de constante subscrição e integralização de grande quantidade de cotas subordinadas adicionais.

O mesmo ocorre em caso de recompra de créditos inadimplentes pelo cedente ou parte relacionada. Isto porque os cedentes ou terceiros podem recomprar os créditos inadimplentes dos FIDCs. Caso a recompra seja realizada por seu valor contábil, subtraído das provisões para perdas, o fundo realizará a respectiva perda. Todavia, entendemos que se a recompra for realizada, pelo cedente ou por parte relacionada, por montante superior ao seu valor real, contabilizado pelo fundo, haverá a prestação de garantia, já que a cessão do crédito ao FIDC não fora realizada sem direito de regresso ou coobrigação. Nesta hipótese, assim como no caso do compromisso de subscrição de cotas subordinadas emitidas para suportar inadimplências, as cessões dos créditos deverão ser contabilizadas sob a rubrica de “operações sem aquisição substancial dos riscos e benefícios”.

4.2.3. Patrimônio líquido

O patrimônio líquido de um FIDC é o resultado da diferença entre o ativo e passivo do fundo.

O ativo corresponde ao valor das disponibilidades do FIDC, somadas aos títulos e direitos creditórios integrantes de sua carteira e recursos a receber. O passivo é a soma dos encargos do fundo, suas exigibilidades e provisões.

As normas aplicáveis à elaboração e divulgação das demonstrações financeiras dos FIDCs e os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração de seus ativos e passivos encontram-se previstas na Instrução da CVM nº 489, de 14 de janeiro de 2011¹⁴⁴.

4.2.4. Cotas

As cotas de um fundo correspondem à fração ideal de seu patrimônio.

Estes valores mobiliários só podem ser distribuídos por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários. De acordo com o inciso III do artigo 3º da Instrução da CVM nº 356/2001, cada classe ou série de cotas de emissão de um FIDC, destinada à oferta pública, deve ser classificada por agência de classificação de risco em funcionamento no Brasil.

A distribuição das cotas de um FIDC constituído sob a forma de condomínio fechado deve respeitar os procedimentos aplicáveis às ofertas públicas de valores mobiliários, nos termos da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro 2003, conforme alterada, e, no caso das ofertas públicas com esforços restritos de colocação, da Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada.

¹⁴⁴ Antes da edição da Instrução nº 489, da CVM, a elaboração das demonstrações financeiras de FIDC seguia as regras e os procedimentos definidos no Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro Nacional (COSIF), editado pelo Bacen, e na Resolução do CMN nº 2.682, de 22 de dezembro de 1999, conforme alterada.

Exceto nas hipóteses do § 1º do artigo 21 da Instrução nº 356 da CVM¹⁴⁵, a distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM.

Somente podem adquirir cotas de FIDCs, no mercado primário, ou no secundário, investidores qualificados¹⁴⁶.

O valor mínimo para aplicações em cotas de um FIDC é de vinte e cinco mil reais, exceto se seu regulamento exigir investimento maior.

As cotas de um FIDC, de acordo com a Instrução da CVM nº 356/2001, podem ser divididas em classes “sênior” e “subordinada”.

As cotas seniores somente podem ser emitidas em classe única, podendo ser divididas, nos fundos fechados, em séries com valores e prazos diferenciados para amortização, resgate e remuneração¹⁴⁷.

Já as cotas subordinadas podem ser divididas em classes¹⁴⁸, desde que subordinadas às cotas seniores para efeito de amortização e resgate. Apesar de não possuir remuneração alvo e poder absorver toda a rentabilidade (*spread*) obtida pelo FIDC, a classe de cotas subordinadas se subordina à de cotas seniores para efeitos de amortização e resgate, consistindo, assim, em um investimento com maior risco de perdas se comparado ao investimento em cotas seniores.

145

“§1º A distribuição de cotas de fundos abertos observará o disposto no art. 20 desta Instrução, sempre que o regulamento do fundo estipule:

I – Prazo de carência para resgate de cotas superior a 30 (trinta) dias; ou

II – prazo para pagamento do valor de resgate das cotas for superior ao prazo referido no inciso I deste parágrafo”.

¹⁴⁶ A definição de “investidores qualificados” encontra-se na nota de rodapé nº 126.

¹⁴⁷ Apesar de as séries de cotas seniores poderem contar com remuneração e prazo de amortização diversos, as cotas de uma mesma série devem ter as mesmas características e conferir a respectivos titulares idênticos direitos e obrigações.

¹⁴⁸ Desde que respeitada preferência do resgate das cotas seniores, as classes de cotas subordinadas podem ser subordinadas entre si, sendo facultado ter valores, remuneração e prazos diferenciados para amortização, resgate.

Na hipótese de liquidação do fundo, os titulares de cotas seniores devem possuir o direito de partilhar o patrimônio na proporção dos valores previstos para amortização ou resgate de cada série e até o limite desses mesmos valores, sendo vedado qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os titulares de cotas seniores.

Ademais, é expressamente vedada a afetação ou a vinculação, a qualquer título, de parcela do patrimônio do fundo a classe ou série específica de cotas¹⁴⁹.

As cotas subordinadas podem ser integralizadas, amortizadas ou resgatadas em direitos creditórios. Nas hipóteses de liquidação antecipada de um FIDC, é também permitido o resgate de cotas seniores mediante dação em pagamento de direitos creditórios.

4.2.4.1. Assembleia geral de cotistas

Alguns assuntos de interesse dos cotistas, como a deliberação sobre as demonstrações financeiras do fundo, a alteração do regulamento, a substituição da instituição administradora, a elevação da taxa de administração e a incorporação, fusão, cisão ou liquidação do fundo são de competência privativa da assembleia geral de cotistas¹⁵⁰.

Nos termos do artigo 27 da Instrução da CVM nº 356, além da reunião anual para deliberar sobre as demonstrações financeiras de um FIDC, uma assembleia geral extraordinária pode ser convocada a qualquer tempo pelo administrador ou por cotistas titulares de cotas que representem, no mínimo, cinco por cento do total das cotas em circulação na ocasião.

Desde que lícitas e possíveis, as deliberações dos cotistas, reunidos em assembleia geral, são soberanas e vincularão todos os cotistas e as ações do administrador do fundo e dos demais prestadores de serviços.

¹⁴⁹ Cf. § 4º do artigo 12 da Instrução da CVM nº 356.

¹⁵⁰ Cf. artigo 26 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

4.2.5. Encargos do fundo

Apenas podem incorrer como encargos do FIDC, as despesas expressamente permitidas pela legislação vigente. Todas aquelas necessárias ao funcionamento de um fundo de investimento, não previstas no rol taxativo da Instrução CVM nº 356, deverão ser arcadas pela instituição administradora.

São encargos de um FIDC¹⁵¹ a taxa de administração devida à sua instituição administradora, a taxa de desempenho ou performance, se prevista no regulamento, assim como:

“I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;

II – despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas, previstas no regulamento do fundo ou na regulamentação pertinente;

III – despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos condôminos;

IV – honorários e despesas do auditor encarregado da revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo e da análise de sua situação e da atuação da instituição administradora;

V – emolumentos e comissões pagas sobre as operações do fundo;

VI – honorários de advogados, custas e despesas correlatas feitas em defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, caso o mesmo venha a ser vencido;

VII – quaisquer despesas inerentes à constituição ou à liquidação do fundo ou à realização de assembléia geral de condôminos;

VIII – taxas de custódia de ativos do fundo;

IX – no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas

¹⁵¹ Cf. artigo 56 da Instrução da CVM nº 356.

admitidas à negociação; e

X – despesas com a contratação de agência classificadora de risco.

XI – despesas com o profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses dos condôminos”.

4.2.6. Administração

A administração de FIDCs só pode ser exercida, de acordo com § 1º do artigo 1º da Resolução nº 2.907, do CMN, por banco múltiplo, por banco comercial ou de investimento, pela Caixa Econômica Federal, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Os administradores de fundos de investimento têm deveres fiduciários¹⁵²; prestam serviços especializados de representação e administração desta comunhão de recursos.

¹⁵² O administrador de qualquer fundo de investimento está sujeito a deveres fiduciários, inerentes à especificidade de suas atividades exercidas em prol dos cotistas. O inciso I do artigo 65-A da Instrução da CVM nº 409 determina que os administradores de fundos de investimentos estão obrigados a

“exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão” (grifamos).

Trata-se de uma relação fiduciária essencial para a segurança e funcionamento regular do mercado de capitais brasileiro.

Nas palavras de Luis Felipe Spinelli,

“a relação fiduciária é marcada pelo poder de um sujeito sobre os interesses patrimoniais de outrem (o que não necessariamente ocorre com a transferência da propriedade para o fiduciário – volta-se a sublinhar) e pelo depósito de confiança na conduta do ‘fiduciary’ (esperança de que este agirá de maneira diligente e escorreita – ou seja, terá um padrão de conduta ético – e, ao final da relação, devolverá o controle do interesse para o fiduciante ou para o beneficiário; sendo que esta confiança pode ser subjetiva ou objetivada pelo ordenamento público” (Conflito de interesses na administração da sociedade anônima. São Paulo: Malheiros, 2012, pp. 53 e 54).

A instituição administradora é assim designada no instrumento de constituição do fundo, e pode ser substituída, a qualquer momento mediante deliberação assemblear dos cotistas.

É facultado ao administrador de um FIDC renunciar às suas funções. Nesta hipótese, deve convocar assembleia geral para decidir sobre sua substituição ou liquidação do fundo¹⁵³.

Além dos deveres fiduciários dos administradores de FIDCs, destacamos algumas de suas obrigações:

- a) manter atualizados e em perfeita ordem, registro de cotistas, livros, pareceres do auditor independente, registros contábeis das operações e do patrimônio do fundo¹⁵⁴;
- b) observar as disposições do regulamento e da legislação vigente;
- c) cumprir as deliberações da assembleia geral de cotistas;
- d) fiscalizar as atividades dos prestadores de serviços ao fundo;
- e) prestar informações aos cotistas, na periodicidade prevista em lei, bem como se valer de elevados padrões transparência (*disclosure*) no exercício de suas atividades; e
- f) envidar seus melhores esforços para que as cotas atinjam a rentabilidade esperada, observando-se que se trata de uma obrigação de meio e não de resultado.

Importante ressaltar que, nos termos das normas da CVM, é vedado aos administradores de fundos de investimento, dentre outras proibições:

¹⁵³ O parágrafo único do artigo 37 da Instrução nº 356/2001 da CVM ressalta que “nas hipóteses de substituição da instituição administradora e de liquidação do fundo, aplicam-se, no que couber, as normas em vigor sobre responsabilidade civil ou criminal de administradores, diretores e gerentes de instituições financeiras, independentemente das que regem a responsabilidade civil da própria instituição administradora”.

¹⁵⁴ Cf. inciso I do artigo 34 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

- a) prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma nas operações praticadas pelo fundo, mesmo na hipótese de prestação de garantias às operações realizadas em mercados de derivativos¹⁵⁵;
- b) utilizar ativos de sua própria emissão ou coobrigação como garantia das operações praticadas pelo fundo¹⁵⁶;
- c) efetuar aportes de recursos no fundo, de forma direta ou indireta, a qualquer título, exceto no caso de integralização de cotas¹⁵⁷;
- d) praticar qualquer ato de liberalidade;
- e) conferir tratamento desigual entre titulares de cotas da mesma classe de um mesmo fundo;
- f) aplicar recursos do FIDC diretamente no exterior¹⁵⁸;
- g) pagar ou ressarcir-se, com recursos de titularidade do FIDC, de multas impostas em razão do descumprimento de normas previstas no regulamento do fundo¹⁵⁹;
- h) vender cotas do FIDC a prestação¹⁶⁰;
- i) prometer rendimento predeterminado aos investidores¹⁶¹;
- j) obter ou conceder empréstimos, por conta e ordem do FIDC, ressalvados as obrigações contraídas com a realização de operações em mercados de derivativos¹⁶²; e

¹⁵⁵ Cf. inciso I do artigo 35 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

¹⁵⁶ Cf. inciso II do artigo 35 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

¹⁵⁷ Cf. inciso III do artigo 35 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

¹⁵⁸ Cf. inciso III do artigo 36 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

¹⁵⁹ Cf. inciso V do artigo 36 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

¹⁶⁰ Cf. inciso VI do artigo 36 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

¹⁶¹ Cf. inciso VIII do artigo 36 da Instrução nº 356/2001, da CVM.

¹⁶² Cf. inciso XI do artigo 36 da Instrução nº 356/2001 da CVM.

- k) efetuar, em nome do fundo, locação, empréstimo, penhor ou caução dos direitos e demais ativos integrantes da carteira de um FIDC, excetuado seu uso como margem de garantia nas operações realizadas em mercados de derivativos¹⁶³.

Sem prejuízo das responsabilidades do administrador do FIDC, deve ser designado, quando do pedido de registro de funcionamento do fundo, um diretor ou administrador para responder, civil e criminalmente, pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, prestação de informações e movimentação dos direitos creditórios.

Para propiciar maior transparência às atividades do fundo, cabe ao diretor ou administrador responsável por um FIDC elaborar demonstrativo trimestral que evidencie, em relação ao trimestre a que se refere, dentre outras informações previstas no § 3º do artigo 8º da Instrução nº 356/2001, da CVM: (i) que as operações praticadas pelo fundo estão em consonância com a política de investimento prevista no regulamento; (ii) que as negociações foram realizadas, pelo fundo, às taxas de mercado; (iii) a forma como foram cedidos os direitos creditórios ao fundo; (iv) o impacto no valor do patrimônio líquido do fundo e na rentabilidade da carteira dos eventos de pré-pagamento; (v) as condições de alienação, pelo fundo, de direitos creditórios integrantes em sua carteira; (vi) o impacto de eventual descontinuidade de cessão de direitos creditórios ao fundo no valor de seu patrimônio líquido e na rentabilidade da sua carteira; e (vii) as informações sobre fatos que afetaram a regularidade dos fluxos de pagamento.

4.2.6.1. Responsabilidade dos administradores

Os administradores de qualquer fundo de investimento, inclusive FIDCs, devem, obrigatoriamente, ser pessoas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira de títulos e valores mobiliários.

No que diz respeito à valorização das cotas, os administradores de fundos não possuem obrigação de resultado, mas tão somente de meio¹⁶⁴. Isto significa que é

¹⁶³ Cf. inciso XII do artigo 36 da Instrução nº 356/2001 da CVM.

obrigatório o cumprimento de seus deveres fiduciários, envidando melhores esforços para as cotas atingirem a remuneração alvo. É inclusive vedado ao administrador, nos termos do artigo 64, inciso V, da Instrução nº 409/2004 da CVM, prometer rendimento predeterminado aos cotistas.

Além de deverem seguir, fielmente, a legislação aplicável e os regulamentos dos fundos, os administradores devem certificar-se e obter declaração dos cotistas de que, no momento de seu ingresso em um fundo, têm conhecimentos suficientes para avaliar, à luz de sua situação financeira e objetivos de investimento, todos os riscos inerentes ao investimento.

Nenhum prestador de serviços de um fundo é responsável por eventuais prejuízos incorridos pelos cotistas quando da amortização ou resgate de suas cotas, exceto em caso de culpa, dolo ou descumprimento da legislação vigente ou de seu regulamento. Ainda que os administradores e gestores mantenham sistemas de gerenciamento de riscos, não há como eliminar o risco de perdas pelos fundos.

Os administradores de FIDCs, assim como diretores ou administradores indicados para responder pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, estão sujeitos a responsabilização nas esferas administrativa, civil e penal.

Estas instituições e pessoas naturais respondem, na esfera administrativa, não só perante os cotistas, mas também perante os mercados financeiro e de capitais como um todo.

Os administradores respondem por danos decorrentes de atos e omissões a que derem causa, desde que tenham agido de forma contrária ao disposto na legislação vigente e no regulamento, ou em desacordo com as deliberações tomadas em assembleia geral de cotistas.

¹⁶⁴ Nas obrigações de resultado, somente há o seu cumprimento com a aferição do resultado visando. Já nas obrigações de meio, sua adimplência é verificada quando há o emprego, pelo devedor, de boa diligência no cumprimento da obrigação, independentemente do produto ou efeito resultante.

“A idéia fundamental reside na noção de saber e de examinar o que o devedor prometeu e o que o credor pode razoavelmente esperar” (Silvio de Salvo Venosa. *Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. v. 2. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004, p. 79).

O processo administrativo sancionador, que tramita perante a CVM, tem como finalidade apurar condutas tipificadas como ilícitas nos normativos desta autarquia. As penalidades disciplinares, aplicadas na esfera administrativa, vão de multas a suspensão da autorização para o exercício profissional de administração de carteira de títulos e valores mobiliários.

Além dos princípios da legalidade, finalidade, motivação, proporcionalidade e do contraditório, nestes processos administrativos deve ser observada a garantia do devido processo legal e conferida, ao acusado, a mais ampla defesa.

Resumidamente, o processo administrativo sancionador de rito ordinário é disciplinado pela Deliberação nº 538, de 05 de março de 2008, da CVM, conforme alterada. Sua instauração ocorre mediante determinação do Superintendente Geral da CVM, após recebimento de proposta de instauração de inquérito administrativo, elaborada pela superintendência cuja área de atuação seja afeta aos indícios de irregularidade a serem apurados.

Durante o prazo previsto para apresentação das razões de defesa, o acusado pode requerer a apresentação, nos termos do § 5º do artigo 11 da Lei nº 6.385/76, de Termo de Compromisso.

O Termo de Compromisso consiste em um acordo firmado entre a CVM, por meio do qual o acusado se compromete a cessar a prática de atividades ou atos considerados ilícitos pela CVM e corrigir as irregularidades apontadas, inclusive indenizando os prejuízos. Sua celebração resulta na suspensão do processo administrativo.

É importante ressaltar que eventual celebração do Termo de Compromisso não implica em confissão de culpa por parte do acusado, tampouco em reconhecimento da ilicitude da conduta objeto da acusação¹⁶⁵.

¹⁶⁵ Cf. Antonio Carlos Verzola. *Processos sancionadores nos mercados financeiro e de capitais – BACEN e CVM*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 110.

Caso não haja a celebração de Termo de Compromisso, o processo é julgado pelo colegiado da CVM¹⁶⁶, em sessão pública, convocada com, pelo menos, quinze dias de antecedência, podendo ser restringido o acesso de terceiros em função do interesse público envolvido.

Da decisão proferida pelo colegiado da CVM, deve ser dado conhecimento, por escrito, ao acusado para, se desejar, em petição encaminhada à CVM, interpor recurso, total ou parcial, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, no prazo de trinta dias, a contar da ciência da decisão.

Das decisões do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional não é possível interpor recurso administrativo, o que não impede seu questionamento perante o Poder Judiciário.

Independentemente da responsabilização dos administradores de fundos de investimento na esfera administrativa, eles também podem ser responsabilizados no âmbito civil.

De acordo com Álvaro Villaça Azevedo, a responsabilidade civil é “*a situação de indenizar o dano moral ou patrimonial, decorrente de inadimplemento culposo, de obrigação legal ou contratual, ou imposta por lei, ou, ainda, decorrente do risco para os direitos de outrem*”¹⁶⁷.

Assim, em caso de dano efetivamente sofrido em decorrência de ato ou omissão praticado por administrador de fundo de investimento, poderá ser requerida sua reparação. Para tanto, é essencial comprovar o ato ou a omissão, o dano efetivamente sofrido e o nexo de causalidade.

Obviamente que não é qualquer perda causada por um administrador que deve ser indenizada. Isso porque, nos termos do artigo 927 do Código Civil, apenas são obrigados a reparar dano, aquele que, por ato ilícito, causar prejuízo a outrem.

¹⁶⁶ O colegiado da CVM é formado por seu Presidente e Diretores.

¹⁶⁷ *Teoria Geral das Obrigações e Responsabilidade Civil. Curso de Direito Civil*. 11.ed. São Paulo: Atlas, 2008, p. 244.

Se, por exemplo, um cotista não conseguir resgatar sua cota pelo valor esperado, o administrador não terá obrigação de indenizá-lo, exceto se tiver agido contrariamente ao regulamento, à legislação aplicável ou à deliberação lícita tomada em assembleia geral.

O mesmo ocorre, por exemplo, se o patrimônio líquido de determinado fundo de investimento sofrer perdas em decorrência de volatilidade do mercado e houver redução do valor dos ativos de sua carteira.

Neste sentido, dispõem as ementas de decisões do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, de 12 de abril de 2006 e 29 de março de 2007, respectivamente, a nosso ver, acertadas:

“Investimento em Fundos. Perda minimizada por transação. Admissibilidade. Negócio jurídico realizado por pessoa maior e capaz, inexistente prova de vício da vontade a invalidá-lo. Relação consumerista que não veda a autocomposição. Investimento no qual era ínsito o risco, podendo o investimento ganhar ou perder. Apelo improvido” (grifamos) (Apelação nº 7048567-1).

“CONSUMIDOR – Aplicação em fundo de investimentos – Desvalorização das cotas por modificação da forma de contabilização do apreamento dos ativos – Ausência de responsabilidade do gestor – Decisão que afasta indenização mantida – Recurso não provido” (Apelação nº 7.053.498-4).

Diferentemente, é a hipótese de prejuízos sofridos por um fundo de investimento em decorrência, por exemplo, de desobediência aos limites de diversificação dos ativos integrantes de sua carteira. Ou, ainda, o caso de perdas sofridas por cotista que ingressou no fundo sem ter recebido informações suficientes ou verdadeiras para tomada de decisão sobre o investimento. Nestes casos, indubitavelmente, é cabível o pedido de ressarcimento para reparação de dano sofrido.

Conforme já discorrido no presente trabalho, o investimento em qualquer fundo envolve riscos, em menor ou maior grau, e a perda, total ou parcial, do capital investido não pode ser responsabilidade de seus administradores.

Com base no parágrafo único, do artigo 927, do Código Civil, entendemos que a responsabilidade dos administradores de fundos de investimento é objetiva. Isto porque haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, pelos atos ou omissões contrários à legislação vigente à época, ao disposto no regulamento do fundo ou à deliberação lícita e possível tomada em assembleia geral de cotistas.

Se houver qualquer descumprimento de norma da CVM que resultar em dano ao investidor, o administrador responderá, perante os cotistas, na medida exata do prejuízo experimentado.

Apurada a responsabilidade do administrador, também responderá a pessoa natural designada para responder civil e criminalmente pela gestão, supervisão e acompanhamento do fundo, inclusive pelas informações prestadas.

Por fim, os administradores de fundos de investimento estão, ainda, sujeitos a sanções na esfera criminal. A tutela do Estado no âmbito penal visa coibir a prática de atos ilícitos relacionados à solidez dos mercados financeiro e de capitais.

A prática de atos ilícitos pelos administradores é tipificada como crime contra o mercado de capitais, nos termos da Lei nº 6.385/76. De acordo com esta lei, são considerados crimes contra o mercado de capitais: manipulação do mercado, uso indevido de informação privilegiada e exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função. As penas vão de multas a reclusão de até oito anos.

A Lei nº 7.492/86, por sua vez, disciplina os crimes contra o sistema financeiro nacional e atribui penas que vão de multas a reclusão.

De acordo com o artigo 28, da Lei nº 7.492, quando, no exercício de suas atribuições legais, a CVM verificar a ocorrência de crime tipificado, deverá informar o

Ministério Público Federal sobre o fato, enviando-lhe os documentos necessários à comprovação do ato ilícito. A ação penal, nos crimes previstos na Lei nº 7.492/86, é promovida pelo Ministério Público Federal e tramita perante a Justiça Federal.

4.2.7. Demais prestadores de serviços

Sem prejuízo de sua responsabilidade, a legislação vigente possibilita aos administradores de um FIDC a contratação, por conta e ordem do fundo, de terceiros para realização dos seguintes serviços: gestão da carteira, consultoria especializada na análise e seleção de ativos a serem adquiridos pelo fundo, atividades de tesouraria, controle e processamento de títulos e valores mobiliários, distribuição e escrituração de cotas e custódia de ativos do fundo.

A instituição responsável pela custódia dos ativos de um FIDC tem como principais atribuições legais as do artigo 38 da Instrução nº 356/2001, da CVM:

“I – receber e analisar a documentação que evidencie o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;

II – validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento do fundo;

III – realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios, evidenciados pelo instrumento de cessão de direitos e documentos comprobatórios da operação;

IV – fazer a custódia, administração, cobrança e/ou guarda de documentação relativos aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo;

V – diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem, a documentação dos direitos creditórios, com metodologia preestabelecida e de livre acesso para auditoria independente, agência classificadora de risco contratada pelo fundo e órgãos reguladores; e

VI – cobrar e receber, por conta e ordem de seus clientes, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos na conta de depósitos dos mesmos.”

Ademais, cabe também à instituição administradora de um FIDC contratar, por conta e ordem do respectivo fundo, auditor independente e agência classificadora de risco (*rating*) em funcionamento no Brasil.

4.2.7.1. Auditor independente

As demonstrações contábeis do fundo devem ser auditadas anualmente por auditor independente.

Somente podem atuar como auditor independente de um FIDC aqueles registrados na CVM. O registro e o exercício dessa atividade estão disciplinados na Instrução da CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, conforme alterada.

O auditor independente é responsável pela revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo, bem como pela análise de sua situação e da atuação da instituição administradora.

Entretanto, apesar de as auditorias trazerem, em princípio, segurança adicional aos investidores por revisarem o balanço patrimonial do fundo, a eficácia de sua atuação tem sido muito criticada ultimamente.

Após as fraudes contábeis descobertas, em 2001 e 2002, na WorldCom e na Enron, não detectadas pela Arthur Andersen, que atuava como auditor independente, os mercados financeiro e de capitais passaram a questionar a efetividade dos trabalhos dessas empresas.

Como resposta ao mercado e para evitar novos escândalos como os da WorldCom e da Enron, foram editadas regras contábeis e de governança mais rígidas.

Nos EUA, foi aprovada, em 2002, a Lei Sarbanes-Oxley. Dentre outras medidas, determinou a obrigatoriedade de avaliação anual dos controles e procedimentos internos para a emissão de relatórios financeiros, a ser certificada pelo auditor externo. Nas palavras de John C. Coffee Jr.,

“claramente, a Lei Sarbanes-Oxley tem procurado resolver esses problemas mais profundos no relacionamento de agência entre os contadores e os investidores, auxiliando em uma relação mais antiga entre o auditor e o cliente. Para conseguir isso, ela transferiu virtualmente todo o controle sobre a remuneração do auditor, a fiscalização e a retenção em um comitê de auditoria mais independente. Além disso, a Lei Sarbanes-Oxley determinou uma nova ênfase em controles internos. (...) Ainda assim, a profissão de contador continua a resistir aceitar uma maior responsabilidade para detectar fraudes, e permanece relutante para supervisionar escolha dos princípios de contabilidade pela administração” (Tradução livre) (Gatekeepers: the professions and corporate governance. New York: Oxford University Press, 2006, p. 170).

No Brasil, o Conselho Monetário Nacional editou, em 2004, a Resolução nº 3.198, a qual enrijeceu os procedimentos de auditoria independente das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, bem como das câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação¹⁶⁸.

Para garantir maior segurança e transparência aos investidores, a CVM também alterou, nos últimos anos, as normas contábeis aplicáveis aos fundos de investimento, inclusive FIDCs, com a Instrução nº 489/2001. Eventuais descumprimentos à legislação, desvios dos administradores ou inconsistências nas práticas contábeis devem ser detectadas pelos auditores independentes e ressaltados em seu relatório.

4.2.7.2. Agência de classificação de risco

Os FIDCs são obrigados a contratar agência classificadora de risco para emitir classificação de risco de cada classe ou série de cotas destinada à distribuição pública¹⁶⁹.

¹⁶⁸ Dentre as inovações, pode-se destacar a obrigatoriedade de constituição de comitê de auditoria, no caso de instituições que tenham apresentado no encerramento dos dois últimos exercícios sociais: (i) patrimônio de referência igual ou superior a um bilhão de reais; (ii) administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a um bilhão de reais; ou (iii) somatório das captações de depósitos e de administração de recursos de terceiros em montante igual ou superior a cinco bilhões de reais.

¹⁶⁹

“Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que:

As agências de classificação de risco (*rating*) são responsáveis por emitir julgamento acerca do risco de crédito de devedores, inclusive emissores de títulos e valores mobiliários. Para tanto, analisam informações fornecidas pelos emissores e as públicas, disponíveis ao mercado, assim como buscam prever o comportamento futuro da economia em geral e do mercado no qual os emissores estão inseridos.

A partir de metodologia própria, as agências de classificação de risco atribuem uma nota, que varia de “AAA” a “C”, dependendo da capacidade de adimplência de cada devedor. Quanto maior o risco de crédito, menor é a nota atribuída.

Com a finalidade de proteger os investidores, a partir de 25 de abril de 2012, as atividades de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários passaram a ser supervisionadas pela CVM¹⁷⁰ e disciplinadas por normativo específico¹⁷¹.

O inciso II, do artigo 1º, da Instrução da CVM nº 521, define como classificação de risco de crédito a “*atividade de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários*”.

No caso específico de FIDCs, a agência de classificação de risco é responsável por avaliar o risco decorrente da aquisição de cotas por investidores.

I – as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável;
II – o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e
III – seja estabelecido no regulamento do Fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, nos termos do art. 2º, §2º da Instrução CVM nº 400/03, com a conseqüente apresentação do relatório de classificação de risco ora dispensado” (artigo 23-A da Instrução nº 356/2001, da CVM).

¹⁷⁰ Em pesquisa realizada no site da CVM em 18 de dezembro de 2012, havia somente quatro agências de classificação de risco registradas na CVM (Austin Rating, Fitch Ratings, Standard & Poor’s e Moody’s).

¹⁷¹ A Instrução nº 521, de 25 de abril de 2012, dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. Até a edição desta norma, não havia qualquer lei ou normativo vigente no Brasil tratando desta atividade.

Para atribuírem classificação de risco às cotas, as agências utilizam metodologia própria para analisar periodicamente a capacidade do FIDC de amortizar pontualmente as cotas de sua emissão, proporcionando aos cotistas a restituição do valor de principal investido, acrescido da remuneração alvo. Esta análise toma como base a composição da carteira do FIDC, o histórico de adimplência dos créditos adquiridos, os riscos aos quais o fundo está sujeito, os mecanismos de absorção de perdas e a capacidade dos demais prestadores de serviço atuarem em defesa dos interesses dos cotistas.

As informações divulgadas pela agência de classificação de risco de crédito devem ser escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa. A CVM veda a emissão de relatório de classificação de risco com declarações falsas ou que induza potenciais investidores a erro quanto à situação creditícia dos direitos creditórios integrantes da carteira do FIDC.

Os investidores, ao adquirirem cotas de um FIDC, não devem basear sua decisão de investimento única e exclusivamente na classificação de risco atribuída às cotas, por melhor que seja a reputação de uma agência de *rating*. É importante haver uma análise prévia e independente dos riscos inerentes ao investimento.

Apesar da atribuição de notas de classificação de riscos, os relatórios das agências de *rating* e as notas emitidas não podem ser considerados, em hipótese alguma, recomendação de investimento ou garantia de adimplemento de qualquer título ou dívida.

Primeiramente porque a metodologia utilizada pela agência de classificação de risco poder não ser eficaz o bastante para dimensionar a gravidade dos riscos aos quais o FIDC está exposto. Além disto, podem não ter sido considerados na avaliação todos os fatores, presentes e futuros, capazes de afetar o pontual pagamento dos ativos integrantes da carteira do fundo.

Diversas críticas podem ser feitas às agências de classificação de risco. Além de sua remuneração ser paga pelo próprio emissor objeto de classificação e de haver

poucas agências atuando nos mercados financeiro e de capitais, muitas vezes elas não conseguem se antecipar e rebaixam a nota somente após a efetiva inadimplência do crédito.

Cláudio Gonçalves dos Santos e Luiz Roberto Calado resumem estas críticas:

“A discussão é se os ratings (i) somente resumem informações de conhecimento do mercado, com atuação sem impacto nos preços ou se (ii) trazem informações novas que tenham reflexo nos preços dos títulos.

Os adeptos dos ratings argumentam que as agências têm acesso às mesmas informações disponíveis no mercado e, geralmente, processam estas informações com suas metodologias de trabalho. Argumentam ainda que as agências são especializadas na obtenção e processamento das informações e, desta forma, detêm a capacidade de antecipar avaliações do mercado.

As críticas estão relacionadas ao fato das agências não terem sido capazes de antecipar as crises em países e em títulos, como em 2008 com os títulos subprime. Segundo os críticos, as agências simplesmente reagem aos movimentos do mercado, ao invés de se anteciparem a eles. Alguns fatores são atribuídos ao fracasso das agências em prever as crises: (a) conflito de agência; (b) equipe técnica pouco qualificada; (c) suposto receio das agências de rebaixar a classificação de países” (Securitização: novos rumos do mercado financeiro. São Paulo: Saint Paul, 2011, p. 92).

Estas críticas às agências classificadoras de risco se intensificaram após a crise financeira norte-americana de 2007 e 2008, já que instituições financeiras tiveram sua nota de classificação de risco rebaixada somente após divulgação de prejuízos. O trecho abaixo de uma reportagem da revista Desafios do Desenvolvimento exemplifica as críticas sobre a eficiência das agências de *rating*:

“A crise norte-americana tem raízes no sistema financeiro do país, que é pouco regulado e, por isso, oferece crédito de longo prazo mesmo para tomadores que tem alto potencial de inadimplência. Com um mercado de capitais muito desenvolvido, os bancos formavam fundos e vendiam títulos que eram lastreados nestas operações de crédito. Portanto, os bancos não só assumiam os riscos do crédito duvidoso que concediam, mas também o espalharam para outros bancos, seguradoras e corretoras que compravam os títulos e investiam nos fundos ‘alavancados’ por estas

operações de crédito, que ofereciam alta rentabilidade, mas também, como comprovado, um risco ainda maior.

A quebra do Lehman Brothers, provocada exatamente pelo excesso de exposição a crédito de alto risco, conhecido nos Estados Unidos como 'subprime', começou um questionamento sobre a verdadeira eficiência das agências de classificação de risco. Afinal, elas não deveriam alertar seus clientes do grau de risco destas operações, e também o mercado sobre os perigos em investir em títulos desta natureza? (...)

Entretanto, por conta de seu desempenho questionável na prevenção dos riscos que originaram a crise financeira de 2008, as agências de classificação estão sendo alvo de ataques tanto nos Estados Unidos, quanto na União Europeia” (Macroeconomia - Risco calculado? - Atuação na crise coloca agências de classificação de risco no centro do debate sobre regulação financeira. In Revista Desafios do Desenvolvimento. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea, ed. 61, ago. 2010. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=1292:catid=28&Itemid=23>, acesso em 20 de dezembro de 2012).

Sem prejuízo das críticas destacadas, entendemos que a nota de classificação de risco é apenas um elemento adicional para a tomada de decisão de investimento. Ao investir sua poupança no mercado de capitais, o investidor deve ter ciência de que se trata de um negócio cujos riscos devem ser por ele mensurados.

Em hipótese alguma, eventual incapacidade financeira de um FIDC ou de qualquer outro devedor para honrar pontualmente suas obrigações pode ser utilizada como fundamento para responsabilização de uma agência de classificação de risco. Em decorrência da subjetividade dos métodos utilizados pelas agências de *rating*, bem como da ausência de garantia de adimplemento, nenhum investidor pode se fiar única e exclusivamente nas notas de classificação de risco. A análise do risco de crédito e a decisão de investimento devem ser, em última instância, sempre realizadas de maneira independente pelo investidor.

4.2.8. Divulgação de informações

As instituições administradoras de FIDCs são responsáveis por proporcionar ao mercado transparência em relação às atividades dos fundos. Além disso, é também importante garantir o acesso concomitante, por todos os investidores, às informações relevantes.

A divulgação de informações relativas a um FIDC deve ser feita mediante envio de comunicação aos cotistas e/ou publicação no periódico de ampla circulação, utilizado para divulgar informações do fundo. Todas as comunicações e informações relativas ao fundo deverão estar disponíveis para consulta na sede e nas agências da instituição administradora.

Adicionalmente, é obrigatória a divulgação, pelo administrador, em sua página eletrônica na rede mundial de computadores, quaisquer dados relativos ao fundo, fornecidos para cotistas ou terceiros.

Sem prejuízo das demais obrigações de divulgação de informações, para garantir mais transparência e o acompanhamento eficaz, pelos cotistas, do comportamento da carteira de cada FIDC e dos riscos de inadimplência aos quais este fundo está exposto, a CVM, em 19 de dezembro de 2006, por meio da Instrução nº 446, alterou a Instrução nº 356. O administrador passou a ser responsável por arquivar na CVM, anualmente, as demonstrações financeiras auditadas por auditor independente, relativas a (i) devedores ou garantidores responsáveis pelo pagamento de direitos creditórios em valor superior a vinte por cento do patrimônio líquido de cada FIDC; e (ii) cedentes de direitos creditórios, adquiridos sem garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora ¹⁷².

¹⁷² Importante foi a inclusão da obrigatoriedade de aquisição, por FIDCs, de direitos creditórios, acima do limite de vinte por cento de seu patrimônio líquido, apenas cedidos, devidos ou garantidos por um mesmo cedente, devedor ou garantidor que tenha suas demonstrações financeiras auditadas por auditor independente. Não obstante a inclusão deste dispositivo legal, seria interessante para os investidores o acesso a maiores informações sobre os cedentes, devedores e garantidores de direitos creditórios de menor concentração. Em um FIDC com patrimônio líquido um pouco reduzido, como, por exemplo, de vinte milhões de reais, cinco por cento do valor total de seus ativos já apresenta relevância para a situação patrimonial do fundo. Para não sobrecarregar demasiadamente os custos a serem arcados com divulgações por estes cedentes, devedores ou garantidores, suas demonstrações financeiras não necessitariam estar, obrigatoriamente auditadas, mas seria de grande utilidade a apresentação e atualização anual de outras informações relevantes, tais como balanço patrimonial gerencial, estrutura de controle societário e andamentos de principais processos judiciais ou administrativos dos quais sejam parte, cujo risco de perda seja provável.

4.2.9. Prazo de vigência, amortização antecipada das cotas e liquidação do fundo

Cada FIDC terá seu prazo de duração estipulado no regulamento, podendo, todavia, ser liquidado antecipadamente em caso de deliberação dos cotistas reunidos em assembleia geral.

No regulamento de um FIDC poderão constar eventos que, se ocorridos e dependendo de sua gravidade, poderão ensejar liquidação antecipada do fundo, observada a necessidade de assegurar o resgate das cotas seniores aos cotistas dissidentes, no caso de decisão assemblear pela sua não liquidação.

Ao mesmo tempo em que é necessário assegurar aos investidores a continuidade das atividades bem sucedidas do fundo, é igualmente importante poder o fundo se liquidar nas hipóteses de impossibilidade de consecução de suas atividades ou de conferir rendimentos às cotas de sua emissão.

Sem prejuízo das hipóteses de liquidação antecipada de um FIDC, previstas em seu regulamento, a CVM, nos termos do artigo 9º da Instrução nº 356/2001, poderá determinar a liquidação do fundo, nas seguintes situações:

- a) no caso de fundo aberto, quando não tiver alcançado, no prazo de noventa dias a contar da data do protocolo na CVM do pedido de funcionamento do FIDC, o patrimônio líquido médio de quinhentos mil reais¹⁷³;
- b) no caso de fundo fechado, quando, no prazo de cento e oitenta dias, a contar da data da publicação do anúncio de início de distribuição de suas cotas, não for subscrita a totalidade das cotas representativas do seu patrimônio inicial, salvo na hipótese, eventualmente prevista no regulamento, de cancelamento do saldo não colocado, antes

¹⁷³ A CVM entende não ser vantajoso manter um FIDC em funcionamento com um patrimônio líquido inferior a quinhentos mil reais, por este fundo possuir encargos relativamente elevados. A inexistência de recursos suficientes para o pagamento de despesas poderá não só trazer efeitos adversos negativos aos cotistas, como também para os credores do fundo.

do referido prazo; e

- c) na hipótese de o fundo manter patrimônio líquido médio inferior a quinhentos mil reais, pelo período de três meses consecutivos.

5. FIDC E RECUPERAÇÃO JUDICIAL

5.1. Captação de recursos a um custo mais barato

Conforme discorrido nesta dissertação, as empresas, no Brasil, sofrem com a escassez de recursos para financiar suas atividades. Somados a isto, os custos para captação de recursos também são entraves ao desenvolvimento das atividades empresariais.

Os problemas são ainda mais graves no caso de pequenas e médias empresas ou de empresas com dificuldades econômicas.

Devido à importância da manutenção da atividade produtiva e dos benefícios econômicos e sociais que as empresas exercem no mercado, é fundamental a existência de formas de financiamento das empresas, inclusive daquelas viáveis, mas sem acesso a linhas de crédito, quando em processo de recuperação judicial.

Diante das alternativas de financiamento das atividades empresariais, a cessão de direitos creditórios a FIDCs mostra-se como uma interessante solução.

Apesar de uma situação econômico-financeira adversa das empresas em recuperação desencorajar investidores ou instituições financeiras, a empresa pode contar com direitos creditórios de devedores com baixo risco de crédito.

Se a empresa em recuperação tiver a possibilidade de ceder seus créditos, com excelente histórico de inadimplência, a FIDCs e, ainda, utilizar os recursos captados com a cessão na geração de novos recebíveis, o FIDC será uma excelente solução para o problema de obtenção de capital de giro.

Estes FIDCs poderiam ser fundos de investimento constituídos para adquirir créditos em geral, direitos creditórios de titularidade apenas da empresa em recuperação

ou, ainda, créditos de diversas empresas em recuperação. Caso a empresa em recuperação não conte com recursos para constituir um FIDC específico, o ideal é encontrar FIDCs já constituídos e aptos a adquirirem direitos creditórios de diversos cedentes ou que acesse investidores com apetite para adquirir seus créditos, via fundo, e que arquem com os custos iniciais necessários para a constituição e o funcionamento do FIDC.

Isto resolveria não só o problema de captação de recursos a custos mais baixos, se comparados às altas taxas de juros e encargos de contratos de financiamento ou contratos de *factoring*, como também proporcionaria uma fonte constante de obtenção de capital de giro sem comprometer o endividamento da empresa.

5.2. Segregação do risco do cedente

A grande vantagem trazida pelos FIDCs aos investidores é a segregação de risco do cedente.

Conforme demonstramos, ao adquirirem direitos creditórios sem direito de regresso ou coobrigação do cedente, os FIDCs têm seus ativos atrelados única e exclusivamente ao risco de crédito dos devedores.

Mesmo que o cedente esteja em situação financeira adversa, os investidores não correrão o risco de inadimplência deste cedente.

Os investidores deverão ter o cuidado de verificar o histórico de pagamento dos créditos a serem adquiridos pelo FIDC, ter poderes para realizar a cobrança destes recebíveis sem dependerem do cedente e, por fim, certificar-se, por meio de auditoria jurídica, de que o cedente possuía poderes para alienar seus créditos, que, necessariamente, devem estar, na data da cessão, livres e desonerados de qualquer ônus ou gravame.

5.3. Formalidades

Para a cessão a um FIDC de direitos creditórios de titularidade de uma empresa em recuperação, todas as formalidades exigidas para qualquer cessão de crédito devem ser obedecidas.

Os créditos, além de livres e desonerados, devem ser cedidos a preços de mercado. A avaliação do seu justo valor deverá tomar como base o valor de face do direito creditório, o seu prazo de vencimento, o histórico de adimplência do devedor, sua remuneração e taxa de desconto justa.

Afinal, a obtenção de recursos pelas empresas em recuperação por meio da cessão de créditos a FIDCs não pode resultar em fraude a qualquer credor nem fraude à execução.

O instrumento por meio do qual serão cedidos os direitos creditórios deve ser celebrado por escrito entre o cedente (empresa em recuperação) e o cessionário (FIDC), devendo nele constar, obrigatoriamente, a relação individualizada de cada crédito objeto de cessão.

Apesar de não ser obrigatória, o ideal é que haja notificação dos devedores dos créditos cedidos, para depositarem os valores devidos diretamente em conta corrente de titularidade do FIDC. O objetivo é evitar que recursos que não sejam de titularidade da empresa em recuperação transitem em alguma de suas contas.

É importante notar que todos os procedimentos de registro, necessários para a eficácia da cessão perante terceiro, devem ser observados. Para que os investidores tenham a segurança de que a cessão de créditos ao FIDC prevalecerá em relação a eventuais outras cessões do mesmo crédito, o fundo deverá estar na posse dos documentos que comprovam a existência do crédito. O instrumento de cessão deve ser lavrado por instrumento público ou celebrado por instrumento particular escrito, registrado em cartórios de registro de títulos e documentos localizados na sede da empresa cedente e do administrador do FIDC.

Por fim, entendemos ser imprescindível, após a cessão, a realização de todos os registros contábeis no balanço patrimonial da empresa em recuperação, de forma a documentar a alienação de bens e o ingresso de moeda corrente (ou cotas subordinadas) no ativo na empresa.

5.4. Aprovação do plano de recuperação judicial

Apesar de o artigo 66 da LRE impossibilitar¹⁷⁴, a partir da data da distribuição do pedido de recuperação judicial, a alienação ou oneração de bens ou direitos apenas de seu “ativo permanente”¹⁷⁵, defendemos ser importante incluir, no plano de recuperação, a possibilidade de cessão de direitos creditórios a FIDCs.

Mesmo os direitos creditórios estando contabilizados como integrantes do ativo circulante de uma empresa, a cessão de créditos a FIDCs é um meio a ser empregado para recuperar a crise econômico-financeira, elemento que deve constar obrigatoriamente do plano¹⁷⁶.

¹⁷⁴ A alienação ou oneração de bens do ativo permanente, de acordo com o mesmo artigo 66 somente é possível se previamente autorizada no plano de recuperação judicial ou, ainda, em casos de evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê de Credores.

¹⁷⁵ Quando da edição da LRE, a Lei nº 6.404/76, no § 1º do artigo 178, classificava o ativo de uma sociedade anônima em ordem decrescente de grau de liquidez dos elementos nelas registrados, nos seguintes grupos: (i) ativo circulante; (ii) ativo realizável a longo prazo; e (iii) ativo permanente, dividido em investimentos, ativo imobilizado e ativo diferido. Todavia, com a superveniência da Lei nº 11.941, de 27 de maio de 2009, que, dentre outras providências, alterou dispositivos da Lei nº 6.404/76, os ativos das sociedades anônimas passaram a ser denominados, dependendo de sua liquidez, como “ativo circulante” ou “ativo não circulante”. O ativo não circulante, de acordo com a legislação atualmente em vigor, é composto por ativo realizável a longo prazo, investimentos, imobilizado e intangível. Conforme destaca Alexandre Demétrius Pereira, destaca que “*não houve mudança na essência do ativo ou de sua classificação, mas meramente de denominação*” (*Curso de direito comercial*. v. 3. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2012, p. 593).

Assim, entendemos que a restrição para alienação ou restrição de bens ou direitos do “ativo permanente”, prevista no artigo 66 da LRE, deve ser atualmente interpretada como restrição para disposição de investimentos, imobilizado ou intangível do devedor, pertencentes ao seu ativo não circulante.

¹⁷⁶ O artigo 53 elenca os elementos que devem estar contidos no plano de recuperação apresentado pelo devedor, nos seguintes termos:

“Art. 53. O plano de recuperação será apresentado pelo devedor em juízo no prazo improrrogável de 60 (sessenta) dias da publicação da decisão que deferir o processamento da recuperação judicial, sob pena de convalidação em falência, e deverá conter:

I – discriminação pormenorizada dos meios de recuperação a ser empregados, conforme o art. 50 desta Lei, e seu resumo;

II – demonstração de sua viabilidade econômica; e

Adicionalmente, é importante a transparência e a ciência prévia dos credores em relação aos planos de captação de recursos da empresa.

Caso entendam que o ato será prejudicial à situação econômico-financeira da empresa ou implique prejuízo aos credores, haverá a possibilidade de objeção do plano apresentado.

6. EXEMPLO CONCRETO: CASO PARMALAT

Em 3 novembro de 2003, foi constituído o Parmalat – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, sob a forma de condomínio fechado com prazo de vigência de trinta e seis meses.

Seu objetivo precípua era adquirir direitos creditórios advindos de operações de compra e venda mercantil a prazo de produtos, celebradas entre empresas do “Grupo Parmalat”¹⁷⁷ e seus clientes; estes créditos eram representados por nota fiscal fatura e comprovante de entrega dos produtos, cuja duplicata era sacada por meio eletrônico.

O Parmalat FIDC iniciou suas atividades em 27 de novembro de 2003; contava com uma classe de cotas seniores (objeto de distribuição pública no mercado de capitais brasileiro), subscritas e integralizadas por investidores, e uma classe de cotas subordinadas, subscritas e integralizadas pelas originadoras, totalizando quinze por cento de subordinação (*overcollateral*).

As atividades de administração do Parmalat FIDC e gestão de sua carteira eram exercidas pela Intrag Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. e os serviços de custódia dos ativos do Parmalat FIDC eram de responsabilidade do Banco Itaú S.A.

O histórico de inadimplemento da carteira de recebíveis das originadoras foi apurado pela Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes e se mostrou de excelente qualidade, conforme os gráficos a seguir:

¹⁷⁷ As cedentes dos direitos creditórios eram a Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos, inscrita no CNPJ/MF sob nº 04.780.981/0001-98, e Batávia S.A., inscrita no CNPJ/MF sob nº 02.332.390/0043-81.

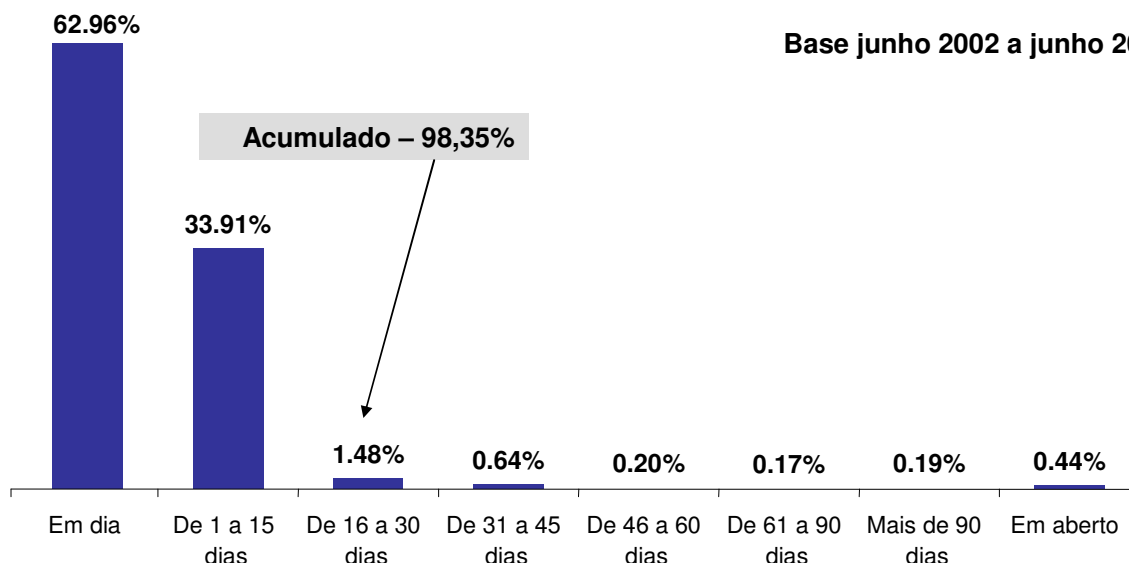


Gráfico 4: histórico de inadimplência dos recebíveis de titularidade da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos e Batávia S.A..

Fonte: gráfico elaborado pelo Banco Itaú BBA S.A., utilizado nas apresentações do Parmalat FIDC a potenciais investidores, baseado no relatório de revisão especial da Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes, datado de 31 de outubro de 2003.

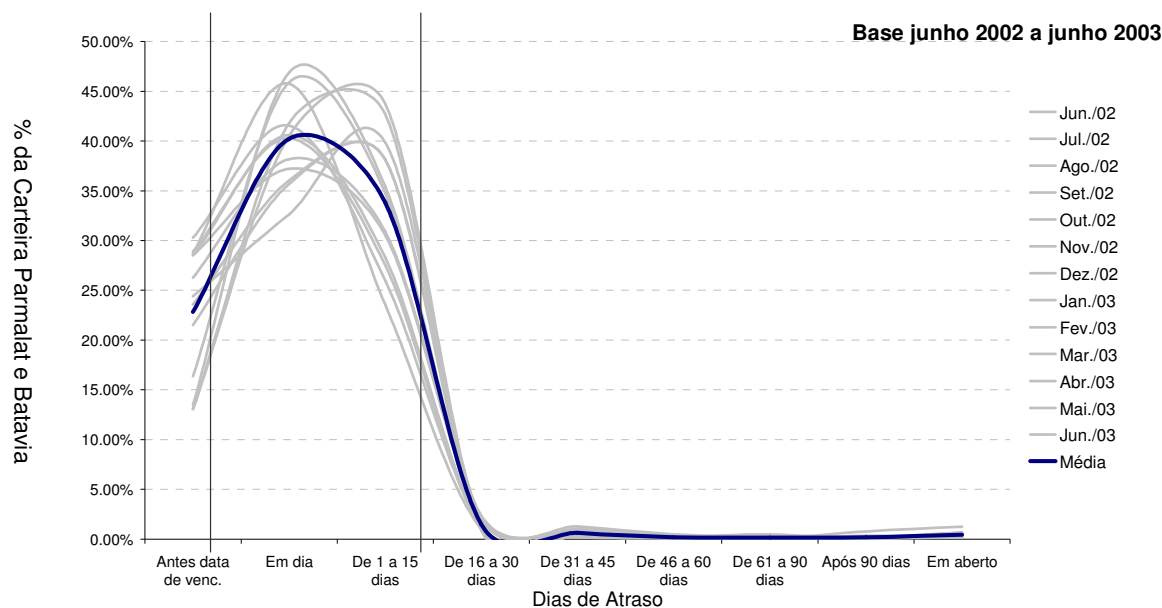


Gráfico 5: histórico de inadimplência dos recebíveis de titularidade da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos e Batávia S.A..

Fonte: gráfico elaborado pelo Banco Itaú BBA S.A., utilizado nas apresentações do Parmalat FIDC a potenciais investidores, elaborado com base no relatório de revisão especial elaborado pela Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes, datado de 31 de outubro de 2003.

As cotas seniores, objeto de distribuição pública, contavam com classificação de risco (*rating*), concedida pela *Standard & Poor's*, equivalente a “brAAAF”. Os coordenadores da oferta foram o Banco Itaú BBA S.A., na qualidade de distribuidor líder, e o Banco Santander (Brasil) S.A.

Em 19 de dezembro de 2003, a imprensa divulgou notícia sobre a crise financeira do “Grupo Parmalat” no Brasil e na Itália. Imediatamente, o administrador do Parmalat FIDC suspendeu a aquisição de direitos creditórios e comunicou o fato à empresa responsável pela classificação de risco das cotas seniores.

Mesmo com todos os eventos envolvendo o “Grupo Parmalat”, a *Standard & Poor’s* manteve, em 22 de dezembro de 2003, a nota (*rating*) “brAAAF”. Não obstante a confirmação do risco do investimento no fundo, em 19 de janeiro de 2004, a assembleia geral de cotistas do Parmalat FIDC deliberou a amortização antecipada das cotas seniores.

Este é considerado um caso emblemático no mercado de capitais brasileiro, no que diz respeito à segurança das operações de securitização. Isto porque, quando da amortização antecipada das cotas seniores, todos os investidores receberam não só a totalidade do montante originalmente investido, mas também a remuneração esperada durante o período em que permaneceram no fundo¹⁷⁸.

Os investidores conseguiram recuperar o valor de seu investimento, devido a diversos fatores positivos.

Antes da constituição do fundo, foram realizadas auditorias (*due diligence*) legal e financeira nas originadoras, para comprovar a inexistência de vedação à cessão dos direitos creditórios ao Parmalat FIDC.

Adicionalmente, os direitos creditórios cedidos ao fundo possuíam excelente histórico de adimplemento. Havia grande pulverização de devedores e o prazo curto dos recebíveis correspondeu ao período necessário para o fundo receber montante suficiente para pagar as despesas e amortizar as cotas seniores.

A adimplência dos créditos não estava vinculada à necessidade dos cedentes cumprirem qualquer contraprestação, já que se referiam a produtos já entregues.

¹⁷⁸ A remuneração a que as cotas da classe sênior faziam *jus* era equivalente à taxa média diária dos DI – Depósitos Interfinanceiros de um dia, extra-grupo, calculada e divulgada pela CETIP S.A. – Mercados Organizados, acrescida de um inteiro e setenta centésimos por cento ao ano (1,75% a.a.).

Os investidores do FIDC também estavam sujeitos única e exclusivamente ao risco de crédito dos devedores; as cessões de crédito foram realizadas de forma definitiva (*true sale*), sem direito de regresso ou coobrigação da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos e da Batávia S.A..

Além disso, para que não houvesse posterior alegação de fraude a execução ou fraude contra credores, a cessão de direitos creditórios ao Parmalat FIDC foi realizada a taxa de mercado.

Com o objetivo de garantir que a cessão dos direitos creditórios ao fundo prevalecesse em relação a eventuais cessões posteriores, a terceiros, dos mesmos créditos, os instrumentos de cessão, celebrados entre o Parmalat FIDC e as originadoras, atenderam aos requisitos legais de registro e tinham eficácia contra terceiros.

Por fim, foi importante para os investidores a previsão, no regulamento do Parmalat FIDC, de eventos adversos que, se ocorridos, possibilitavam a liquidação antecipada do fundo.

Apesar de todos os investidores, titulares das cotas seniores, terem recebido, a título de resgate de suas cotas, a totalidade do capital investido, é importante mencionar que seu horizonte de investimento foi reduzido com o resgate antecipado de cotas. Isto porque, ao ingressar no FIDC, os investidores possuíam a expectativa de recebimento de remuneração pelo prazo dos três anos de investimento e não apenas pelo prazo em que permaneceram no fundo.

Posteriormente, em 28 de janeiro de 2004, houve pedido de concordata preventiva da Parmalat Brasil S.A. Indústria de Alimentos e, em 9 de fevereiro de 2004, os cotistas remanescentes do Parmalat FIDC, titulares das cotas subordinadas, deliberaram em assembleia geral pela liquidação antecipada do fundo, a qual ocorreu em 13 de fevereiro de 2004.

7. CONCLUSÕES

A Lei nº 11.101, de 09 de fevereiro de 2005, trouxe inovações ao Direito Concursal brasileiro.

Com o reconhecimento do princípio da preservação de empresas, o saneamento de empresas economicamente viáveis, mas em crise, passou a ser objeto de tutela legal, com a introdução dos institutos da recuperação judicial e da recuperação extrajudicial.

Um dos grandes problemas enfrentados pelas empresas brasileiras, e agravado no caso de empresas em recuperação, diz respeito à dificuldade de financiamento de suas atividades.

Empresas em recuperação judicial necessitam de recursos não só para conduzirem regularmente suas atividades, mas também para implementarem o plano de recuperação e reestruturarem de suas finanças. Todavia, devido à sua fragilidade financeira, muitas vezes as empresas em crise não conseguem nem mesmo obter recursos, com custos extremamente elevados, por meio da celebração de contrato de *factoring*.

Cada empresa, dependendo de suas especificidades, conta com uma estrutura ótima de capital.

Entendemos que, para empresas em recuperação judicial, credoras de valores com baixo risco de crédito, a estrutura ótima de capital pode consistir na cessão de créditos a FIDCs.

Os FIDCs, além de propiciarem uma alternativa constante de captação de recursos, com custos consideravelmente menores que os praticados por instituições financeiras, proporcionam aos investidores uma alternativa segura de aplicação da poupança popular, com excelente remuneração.

No caso de FIDCs que adquirem direitos creditórios sem direito de regresso ou coobrigação do cedente, o recebimento dos créditos integrantes de sua carteira e o conseqüente retorno do investimento passam a depender apenas da adimplência dos devedores. Neste hipótese, os investidores são preservados de qualquer insolvência das empresas cedentes, em processo de recuperação.

Trata-se de um investimento sujeito à fiscalização da CVM. Além disso, a administração de FIDCs e a responsabilidade por suas atividades estão a cargo de profissional especializado, sem deixar de lado a segurança adicional conferida pela auditoria independente da contabilidade do fundo.

Outro incentivo importante para os investidores é a liquidez das cotas, por meio da possibilidade de resgate, a qualquer tempo, de cotas de fundos abertos e de negociação, no mercado secundário, de cotas de fundos fechados.

Entretanto, conforme demonstrado neste trabalho, muitos cuidados devem ser tomados pelos investidores antes de ingressarem em um FIDC. É sempre recomendada a análise independente e cuidadosa do funcionamento de cada fundo, avaliando a idoneidade, inclusive, de seus prestadores de serviços.

Os créditos cedidos deverão ser de incontestável titularidade das empresas em recuperação (cedentes), bem como deverão estar livres e desonerados de qualquer ônus ou gravame.

Adicionalmente, a cessão de direitos creditórios deve ser realizada em condições de mercado e de acordo com o princípio da boa-fé.

Para prevalecer a cessão dos créditos ao FIDC em relação a eventuais cessões posteriores a terceiros, recomenda-se a observância das formalidades de registro para a eficácia contra terceiros.

Por fim, para garantir a transparência do procedimento de recuperação de uma empresa, é importante que a captação de recursos por meio de FIDCs seja previamente aprovada em Assembleia Geral de Credores da empresa em recuperação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABRÃO, Carlos Henrique. *Cédula de crédito bancário*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2005.

ABRÃO, Nelson. *Direito bancário*. 13. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. *Curso de direito falimentar*. São Paulo: Saraiva, 1978.

_____. *A continuação do negócio na falência*. 2. ed. São Paulo: Universitária de Direito, 1998.

_____. *Os credores na falência*. 2. ed. São Paulo: Universitária de Direito, 1998.

_____. *O novo direito falimentar: nova disciplina jurídica da crise econômica da empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1985.

ALBUQUERQUE, Mayte Souza Dantas de. *Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC): o exemplo da empresa Parmalat*. Dissertação (Mestrado) - Faculdades IBMEC, Rio de Janeiro, 2005, 110 p.

ALMEIDA, Gustavo Milaré. *Anotações sobre o princípio da função social da empresa na doutrina e na jurisprudência brasileira*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 153/154, jan./jul. 2010, pp. 240-286.

ALONSO, Félix Ruiz. *Os fundos de investimentos*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. I, 1971, pp. 61-83.

ALPA, Guido. *Corso di diritto contrattuale*. Padova: Casa Editrice Dott. Antonio Milani, 2006.

ALSTER, Maria Izolina Schaurich. *A cessão de crédito: natureza jurídica*. In *Revista dos Tribunais*, v. 682, ago. 1992, São Paulo, pp. 38-49.

ALTIT, Michael; FURIATI, Bruno. *FIDC, securitization and asset segregation – the new wunderkind of the Brazilian capital markets*. In *International Investment & Securities Review 2008, Euromoney Yearbooks*, pp. 73-76.

ALTMAN, Edward I.; HOTCHKISS, Edith. *Corporate financial distress and bankruptcy: predict and avoid bankruptcy, analyse and invest in distressed debt*. 3rd. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2006.

ALVES, Rui Fernando Ramos. *Recuperação de empresas, falências e concordatas no Brasil – A realidade da recuperação de créditos*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. *Revista dos Tribunais*: São Paulo, n. 24, abr./jun. 2004, pp. 77-91.

ANDRADE, Darcy Bessone de Oliveira. *Do contrato*. Rio de Janeiro: Forense, 1960.

_____. *Aspectos da evolução da teoria dos contratos*. São Paulo: Saraiva, 1949.

ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Saraiva, 1943.

ASHTON, Peter Walter. *A securitização, o mercado de capital e as sociedades por cotas de responsabilidade limitada*. In *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul*. Porto Alegre, n. 11, 1996, pp. 7-12.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

_____. *Finanças corporativas e valor*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

ASSUMPCÃO, Marcio Calil de; CHALHUB, Melhim Namem. *A propriedade fiduciária e a recuperação de empresas*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 135-141.

ASTRAUSKAS, Fabio Bartolozzi. *Planejamento estratégico para empresas concordatárias e em recuperação judicial*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003. 75 p.

AYOTTE, Kenneth M. e GAON, Stav. Asset-backed securities: costs and benefits of “bankruptcy remoteness”. *Texas Finance Festival*, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847>. Acesso em 10 de abril de 2011.

AYOUB, Luiz Roberto. *Recuperação de empresas: uma lei de estímulos e atrativos – reflexos gerais*. In *Revista da Escola Nacional de Magistratura*, v. 2, n. 5, abr. 2008, Brasília, pp. 90-103.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral das obrigações e responsabilidade civil. Curso de direito civil*. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

_____. *Código civil comentado: negócio jurídico. Atos jurídicos ilícitos. Atos ilícitos. Artigos 104 a 188*. v. II. São Paulo: Atlas, 2003.

AZEVEDO, Antônio Junqueira. *Negócio jurídico - existência, validade e eficácia*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.

BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2007.

BAIRD, Douglas G. *The elements of bankruptcy*. 5th. Ed. New York: The Foundation Press, Inc., 2010.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimentos (“investment trusts”)*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BDINE JUNIOR, Hamid Charaf. *Cessão da posição contratual*. São Paulo: Saraiva, 2007.

BERLE, Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. 10. tir. New Brunswick: Transaction Publishers, 2009.

BETTI, Emilio. *Teoria generale del negozio giuridico*. 2. ed. Torino: Unione tipografico-editrice torinese, 1950.

BEVILAQUA, Clovis. *Direito das obrigações*. 8. ed. Rio de Janeiro: Livraria Francisco Alves, 1959.

_____. *Código civil dos Estados Unidos do Brasil comentado*. v. IV. Edição histórica. 3. tir. Rio de Janeiro: Rio, 1958.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Nova Lei de Recuperação e Falências comentada: Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, comentário artigo por artigo*. 6. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

_____. *Jurisprudência da nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências: decisões, ofícios judiciais, resoluções, sentenças, acórdãos, dentre outros documentos*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

_____. *Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, 182 p.

_____. *O Estado, a empresa e o mercado: novas tendências do direito econômico e comercial*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Revista dos Tribunais: São Paulo, n. 39, jan./mar. 2008, pp. 24-31.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino; BEZERRA, Adriano Ribeiro Lyra. *Lei de falência na jurisprudência*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.

BEZERRIL, Joseph de Paula. *Cessão de crédito e outras cessões*. São Paulo: Manole, 2005.

BIOLCHI, Osvaldo Anicetto. *A nova lei de recuperação de empresas e falências*. In *Revista do Advogado*. n. 83, set. 2005, pp. 07-14.

BITTAR, Carlos Alberto. *Responsabilidade civil: teoria e prática*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2005.

_____. *Direito das obrigações*. 2. ed. Atualizada por Carlos Alberto Bittar Filho. Rio de Janeiro: Forense Universitária, 2004.

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomics*. 5th ed. Prentice Hall, 2008.

BODIE, Zvi; KANE, Alex; MARCUS, Alan J. *Investments*. 5th ed. New York: McGraw-Hill, 2001.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Das debêntures*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Securitização como parte da segregação de risco empresarial*. In *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e de Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 3, n. 10, out./dez. 2000, pp. 257-267.

BRAGA, Henrique de Assunção. *O papel das agências de classificação de risco: uma análise crítica*. Tese de Lâurea (Graduação) – Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2008, 62 p.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franhlin. *Princípios de finanças corporativas*. Tradução: Maria do Carmo Figueira e Nuno de Carvalho. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

BULGARELLI, Waldirio. *A reforma da lei das falências e concordatas*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 85, jan./mar. 1992, pp. 49-56.

BUSSADA, Wilson. *Cessões de crédito e de direitos: interpretadas pelos tribunais*. São Paulo: EDIPRO, 1992.

CAHALI, Yussef Said. *Fraude contra credores*. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2008.

CALÇAS, Manoel de Queiroz Pereira. *Da ineficácia e da revogação dos atos praticados antes da falência*. In *Revista do Advogado*. n. 83, set. 2005, pp. 89-97.

CAMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2005.

CAMPOS, Diogo Leite de. *A titularização de créditos (“securitização”)*. In *Revista Brasileira de Direito Comparado*. Rio de Janeiro, n.17, jul./dez. 1999, pp.113-119.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.

CARVALHO, Ernesto Antunes de. *Cessão fiduciária de direitos e títulos de crédito (recebíveis)*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 54-65.

CASTRO, Carlos Alberto Farracha de. *Fundamentos do direito falimentar*. 2. ed. Curitiba: Juruá, 2007.

CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; ARAGÃO, Leandro Santos de (coord.). *Direito societário e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

CASTRO Y BRAVO, Federico de. *El negocio jurídico*. Madrid: Civitas, 1985.

CATÃO, Gustavo Campos; RODRIGUES, Raimundo Nonato; LIBONATI, Jeronymo José; LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. *Securitização de recebíveis no setor bancário brasileiro: um estudo empírico*. In *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 3, 2009, pp. 327-345. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/issue/view/188>>. Acesso em 03 de abril de 2012.

CENEVIVA, Walter. *Lei dos registros públicos comentada*. 20. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

CEREZETTI, Sheila Christina Neder. *A Lei de Recuperação e Falência e o princípio da preservação da empresa: uma análise da proteção aos interesses envolvidos pela sociedade por ações em recuperação judicial*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. 389 p.

_____. *A recuperação judicial de sociedade por ações: o princípio da preservação da empresa na Lei de Recuperação e Falência*. São Paulo: Malheiros, 2012.

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. *Trust: perspectivas do direito contemporâneo na transmissão da propriedade para administração de investimentos e garantia*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

CLARO, Carlos Roberto. *Revocatória falimentar*. 4. ed. Curitiba: Juruá, 2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

_____. *A trava bancária*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 61-65.

_____. *Falências: principais alterações*. In *Revista do Advogado*. n. 83, set. 2005, pp. 51-55.

COFFEE JR., John C.. *Gatekeepers: the professions and corporate governance*. New York: Oxford University Press, 2006.

COFFEE JR., John C.; SALE, Hillary A. *Securities regulation: cases and materials*. 11. ed. New York: Foundation Press, 2009.

COMPARATO, Fábio Konder. *O seguro de crédito: estudo jurídico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1968.

_____. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____. *Função social da propriedade dos bens de produção*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 63, jul./set. 1986, pp. 71-79.

_____. *O Poder de Controle na Sociedade Anônima*. Atualizado por Calixto Salomão Filho. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

COSTA, Judith H. Martins. *Os negócios fiduciários: considerações sobre a possibilidade de acolhimento do “trust” no direito brasileiro*. In *Revista dos Tribunais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 657, jul. 1990, pp. 37-50.

COUTINHO, Luciano. *O papel do BNDES na economia brasileira*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 41, jul./set. 2008, pp. 42-48.

DAMODARAN, Aswath. *Corporate finance: theory and practice*. 2nd ed. Wiley, 2001.

_____. *Financing innovations and capital structure choices*. Stern School of Business: New York University. Disponível em: <<http://fm.whut.edu.cn/lunwen/teacher%20fang/073.pdf> >. Acesso em 21 de dezembro de 2010.

DE CUPIS, Adriano. *Il danno: teoria generale della responsabilità civile*. Milano: Dott A. Giuffrè, 1947.

DE LUCCA, Newton. *A reforma do direito falimentar no Brasil*. In *Revista do Tribunal Regional Federal 3ª Região*, n. 40, out./dez. 1999.

DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). *Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

DIAS, José de Aguiar. *Da responsabilidade civil*. 11. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

EIZIRIK, Nelson. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.

_____. *Cessão de crédito no mercado financeiro*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, v. 39, n. 116, out./dez. 1999, pp. 200-210.

_____. *Interpretação dos arts. 60 e 145 da lei de recuperação de empresas e falência*. In ADAMEK, Marcelo Vieira Von (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 637-644.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flavia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

ENUNCIADOS aprovados na I Jornada de Direito Civil. Disponível em <<http://daleth.cjf.jus.br/revista/enunciados/IJornada.pdf>>. Acesso em 09 de abril de 2011.

FABOZZI, Frank J. *Fixed income securities*. 2nd. ed. New York: John Wiley & Sons, 2002.

FABOZZI, Frank J. (Coord). *Issuer perspectives on securitization*. Pennsylvania: FJF, 1998.

FABOZZI, Frank J.; DAVIS, Henry A.; CHOUDHRY, Moorad. *Introduction to structured finance*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.

FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Introduction to securitization*. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2008.

FERRARA, Cariota. *Il negozio giuridico nel diritto privato italiano*. Morano, s/d.

FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha; MEIRELLES, Beatriz Barbosa (org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009.

FERREIRA, Waldemar Martins. *Instituições de direito comercial*. v. 4. 2. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1948.

_____. *Curso de direito comercial: da fallencia e da concordata preventiva*. v. 2. São Paulo: Salles Oliveira, Rocha & C., 1927.

FINANCIAMENTO no Brasil: desafio ao crescimento. Confederação Nacional da Indústria – CNI. Brasília, 2003. Disponível em: <<http://www.cni.org.br/portal/data/files/8A9015D01418E1EE01143BED721E217A/Financiamento%20no%20Brasil%20-%20Desafio%20ao%20Crescimento%202003.pdf>>.

Acesso em 20 de janeiro de 2011.

FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 18. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

FRAGA NETO, Arminio. *O mercado de capitais como alavanca do desenvolvimento no Brasil*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 41, jul./set. 2008, pp. 39-41.

FRANÇA, Erasmo Valladão e Novaes. *Temas de direito societário, falimentar e teoria da empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.

FRANCO, Vera Helena de Mello. *A função social da empresa*. In *Revista do Advogado*. n. 96, mar. 2008, pp. 125-136.

FRANCO, Vera Helena de Mello; SZTAJN, Rachel. *Falência e recuperação da empresa em crise: comparação com as posições do direito europeu*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

_____. *Recuperação e função social da empresa: reavaliando antigos temas*. In *Revista dos Tribunais*, v. 913, nov. 2011, São Paulo, pp. 177-191.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

_____. *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. pp. 231-254.

FURIATI, Bruno Pierin. *O conceito de 'true sale' no Direito Brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2009. 152 p.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Universitária de Direito, 2003.

_____. *Fundos de investimento no direito brasileiro*. São Paulo: Universitária de Direito, 2001.

GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. *A evolução do tratamento jurídico da empresa em crise no direito brasileiro*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006. 221 p.

GERMANOS, Roberto Pitaguari. *Hedge funds: análise jurídica no direito brasileiro e comparado*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, 2009. 154 p.

GOLDBERG, Daniel K. *Notas sobre a nova lei de recuperação de empresas e sua racionalidade econômica*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 30, out./dez. 2005, pp. 96-103.

GOMES, Orlando. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

_____. *Obrigações*. 17. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

_____. *Responsabilidade civil*. Rev. por Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

GONDIM NETO, Joaquim Guedes Correa. *Cessão de crédito*. Recife: Imprensa Industrial, 1933.

GRAZIANI, Alessandro. *La cessione dei crediti*. Perugia: Tip. Guerriero Guerra, 1930.

GUIMARÃES, Marcio Souza. *Apontamentos sobre o direito das empresas em dificuldade (droit des entreprises en difficulté) em França*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 142-152.

HU, Joseph C. *Asset securitization: theory and practice*. Singapore: John Wiley & Sons (Asia), 2011.

IMHOF, Cristiano. *Lei de falências e de recuperação de empresas e interpretação jurisprudencial: anotado artigo por artigo*. Florianópolis: Conceito Editorial, 2009.

INFLAÇÃO brasileira é uma das mais altas do mundo, mostra BC. Reportagem de Alexandre Martello para o G1 – O Portal de Notícias da Globo, publicada em 29 de setembro de 2011 e disponível em <<http://g1.globo.com/economia/noticia/2011/09/inflacao-brasileira-e-uma-das-mais-altas-do-mundo-mostra-bc.html>>. Acesso em 30 de setembro de 2011.

IUDÍCIBUS, Sérgio de; MARTINS, Eliseu; GELBCKE, Ernesto Rubens; SANTOS, Ariovaldo dos. *Manual de contabilidade societária*. São Paulo: Atlas, 2010.

JOBST, Andreas A. *Sovereign securitization in emerging markets*. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=929568>. Acesso em 10 de abril de 2011.

KATUDJIAN, Elias. *Dos créditos excluídos da recuperação*. In *Revista do Advogado*. n. 83, set. 2005, pp. 35-41.

KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 2000.

KIRSCHBAUM, Deborah. *A recuperação judicial no Brasil: governança, financiamento extraconcursal e votação do plano*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2009. 213 p.

KOHN, Meir. The capital market before 1600. Dartmouth College: Working Paper 99-06. Hanover, fev. 1999. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=151868>. Acesso em 26 de setembro de 2010.

KROHN, Gregory A.; GRUVER, William R. The complexities of the financial turmoil of 2007 and 2008. Out. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1282250>. Acesso em 04 de fevereiro de 2012.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do mercado de capitais: do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LACERDA, Galeno. *Cessão de crédito e legitimação no sistema bancário*. In *Revista dos Tribunais*. São Paulo, v. 644, jun. 1989, pp.18-28.

LAMY FILHO, Alfredo. *A empresa – formação e evolução – responsabilidade social*. In SANTOS, Theophilo de Azeredo (coord.). *Novos estudos de direito comercial em homenagem a Celso Barbi Filho*. Rio de Janeiro: Forense, 2003, pp. 1-18.

LANCELLOTTI, Renata Weingrill. *Governança corporativa na recuperação judicial: Lei nº 11.101/2005*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.

LARENZ, Karl. *Derecho de obligaciones*. Tomo I. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1958.

_____. *Derecho de obligaciones*. Tomo II. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1959.

LAUTENSCHLEGER JR., Nilson. *Notas sobre alguns problemas e polêmicas da faturização no Brasil: algumas ponderações de direito comparado e 'de lege ferenda'*. In PERIN JR., Ecio; KALANSKY, Daniel; PEYSER, Luis (coord.). *Direito empresarial: aspectos atuais de direito empresarial brasileiro e comparado*. São Paulo: Método, 2005,

pp. 315 a 327.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *A operação de “factoring” como operação mercantil*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 115, jul./set. 1999, pp. 239-254.

_____. *A obrigação de melhores esforços (“Best efforts”)*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 134, abr./jun. 2004, pp. 7-11.

LIMA NETO, Lucas de (org.). *Securitização de ativos: a era da desintermediação financeira*. Porto Alegre: Zouk, 2007.

LOBO, Jorge. *Direito concursal: direito concursal contemporâneo, acordo pré-concursal, concordata preventiva, concordata suspensiva, estudos de direito concursal*. Rio de Janeiro: Forense, 1996.

_____. *Cessão fiduciária de recebíveis na recuperação*. In *Jornal Valor Econômico*, edição de 24 de fevereiro de 2010, p. E02.

LUXO, José Carlos Augusto. *O impacto da securitização de ativos nos indicadores financeiros e no beta das empresas*. Tese (Doutorado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2007, 226 p.

MACHADO, Rubens Approbato (coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MACROECONOMIA - *Risco calculado? - Atuação na crise coloca agências de classificação de risco no centro do debate sobre regulação financeira*. In *Revista Desafios do Desenvolvimento*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – Ipea, ed. 61, ago. 2010. Disponível em <http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=1292:catid=28&Itemid=23>. Acesso em 20 de dezembro de 2012.

MAGALHÃES, Tiago Fantini. *O princípio da dissociação entre a sorte da empresa e a sorte do empresário na nova ordem falimentar*. In SANTOS, Theophilo de Azeredo (coord.). *Novos estudos de direito comercial em homenagem a Celso Barbi Filho*. Rio de Janeiro: Forense, 2003, pp. 431-446.

MAGLIANO FILHO, Raymundo. *A importância do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) para o mercado de capitais*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Revista dos Tribunais: São Paulo, n. 30, out./dez. 2005, pp. 323-326.

MALHEIROS, Aristides. *Plano de recuperação – isso funciona?*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 21-28.

MANGE, Renato Luiz de Macedo. *Classificação dos créditos na falência*. In *Revista do Advogado*. n. 83, set. 2005, pp. 116-120.

MARCONDES, Sylvio. *Problemas de direito mercantil*. 2. tir. São Paulo: Max Limonad, 1970.

MARINO, Francisco Paulo de Crescenzo. *Notas sobre o negócio jurídico fiduciário*. In *RTDC: Revista Trimestral de Direito Civil*. v. 20. Rio de Janeiro: Padma, out./dez. 2004. pp. 35-63.

MARKS, Kenneth H.; [et al.]. *The handbook of financing growth: strategies, capital structure, and M&A transactions*. 2nd. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, Inc., 2009.

MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Atualizado por Osmar Brina Corrêa-Lima. 16. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2010.

MATIAS, Armindo Saraiva. *Titularização: um novo instrumento financeiro*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 112, out./dez. 1998, pp. 48-54.

MELLO, Marcos Bernardes. *Teoria do fato jurídico: plano da eficácia, 1ª parte*. 6. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. *Teoria do fato jurídico: plano da validade*. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. *Teoria do fato jurídico: plano da existência*. 16. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

MENDES, Bernardo Bicalho de Alvarenga. *As “travas bancárias” no procedimento de recuperação judicial de sociedades empresárias*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 153/154, jan./jul. 2010, pp. 137-141.

MENDEZ, Joaquin Bisbal. *La empresa en crisis y el Derecho de Quiebras (una aproximación económica y jurídica a los procedimientos de conservación de empresas)*. Bolonia: Colegio de España, 1986.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. v. VII. 3. ed. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1939.

MENEZES, Mauricio Moreira Mendonça de. *Cessão e circulação de crédito no Código Civil*. In TEPEDINO, Gustavo (coord.). *Obrigações: estudos na perspectiva civil-constitucional*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005, pp. 211-247.

MICHIE, Ranald C. *The global securities market: a history*. Oxford: Oxford University Press, 2006.

MIRANDA, Custódio da Piedade Ubaldino. *Negócio jurídico indireto e negócios fiduciários*. In *Revista de Direito Civil Imobiliário, Agrário e Empresarial*. v. 29. ano 8. São Paulo: Revista dos Tribunais. 1984. pp. 81-94.

_____. *Teoria geral do negócio jurídico*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MOBIUS, Mark. *Mutual funds: an introduction to the core concepts*. Clementi Loop: John Wiley & Sons, 2007.

MONTEIRO, Rogério. *Responsabilidades do administrador de fundos de investimento*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Revista dos Tribunais: São Paulo, n. 21, jul./set. 2003, pp. 283-291.

MORAES, Luiza Rangel de. *A recuperação judicial de empresas e o mercado de valores mobiliários*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Revista dos Tribunais: São Paulo, n. 31, jan./mar. 2006, pp. 36-62.

_____. *O papel dos fundos de investimento na recuperação judicial de empresas*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Revista dos Tribunais: São Paulo, n. 37, jul./set. 2007, pp. 15-29.

MORCOS, Michelle Marie. *A segurança jurídica da cessão de créditos na securitização em caso de falência do originador*. Tese de Láurea (Graduação) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006, 90 p.

MOSSA, Lorenzo. *Diritto Commerciale. Parte Seconda*. Milano: Società Editrice Libreria, 1937.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. *Cessão fiduciária de direitos de crédito e recuperação judicial de empresa*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 33-47.

MUTO, Silvio. *Experiências bem-sucedidas mostram como o mercado de capitais vem contribuindo para o desenvolvimento da educação no País*. In *Revista Capital Aberto*, maio/2009, pp. 21-23.

NAJJARIAN, Ilene Patricia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

NEVES, Edson Alvisi; SILVA, Marisa Machado da; NEVES, Larrayne Fialho. *Função social da empresa*. In *Revista Magister de Direito Empresarial, Concorrencial e do Consumidor*. Magister, n. 35, out./nov. 2010.

NICOL, Donald Mac. *Negociando em conformidade com a Lei de Recuperação Judicial*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 29-32.

NÓBREGA, Mailson da. *Instituições econômicas e mercado de capitais*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 41, jul./set. 2008, pp. 22-38.

OLIVA, Milena Donato; RENTERIA, Pablo. *Fidúcia: a importância da incorporação dos efeitos do trust no direito brasileiro*. In *Revista Trimestral de Direito Civil*. v. 48. Rio de Janeiro: Padma, out./dez. 2011. pp. 27-61.

OLIVEIRA, Fátima Bayma (org.). *Recuperação de empresas: uma múltipla visão da nova lei*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

OTTO, Samira. *O credor fiduciário e a recuperação de empresas*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 45, jul./set. 2009, pp. 67-78.

PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 3. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de. *Recuperação judicial e cessão de créditos: a polêmica do direito de voto*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 107-114.

_____. *Recuperação judicial e cessão de créditos: a polêmica do direito de voto*. In *Revista do Advogado*. n. 83, set. 2005, pp. 73-81.

PANUCCIO, Vincenzo. *Cessione volontaria dei crediti: nella teoria del trasferimento*. Milano: Giuffrè, 1955.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Dissolução e liquidação de sociedades*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2000.

PENTEADO Jr., Cássio Martins C. *A securitização de recebíveis de créditos gerados em operações dos bancos – A Resolução n. 2.493 em sua perspectiva jurídica*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 111, jul./set. 1998, pp. 120-124.

_____. *A propósito da securitização de recebíveis: cessão de crédito ou cessão do contrato*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 115, jul./set. 1999, pp.124-126.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de direito civil: teoria geral das obrigações*. Atualizado por Guilherme Calmon Nogueira da Gama. v. II. 24. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

PEREIRA FILHO, Valdir Carlos; HAENSEL, Taimi. *A Instrução CVM 476 e as ofertas públicas com esforços restritos*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 45, jul./set. 2009, pp. 333-343.

PERIN JUNIOR, Ecio. *Preservação da empresa na lei de falências*. São Paulo: Saraiva, 2009.

_____. *A dimensão social da preservação da empresa no contexto da nova legislação falimentar brasileira (Lei 11.101/2005). Uma abordagem zetética*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 142, abr./jul. 2006, pp. 165-187.

PERRICONE, Sheila. *Fundos de investimento: a política de investimento e a responsabilidade dos administradores*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 11, jan./mar. 2001, pp. 80-101.

PEYSER, Luis; TUDISCO, Flavio. Funding in the brazilian market and receivable funds. In FRANCO, Beatriz; KALANSKY, Daniel; SOARES, Bianca; VELLA, Rodrigo V. (coord.). *International business transactions with Brazil*. New York: Juris Publishing, Inc., 2008, pp. 305 a 321.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. *Securitização de recebíveis – uma análise dos riscos inerentes*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, 177 p.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone; SAVOIA, José Roberto Ferreira. *Securitização de Recebíveis – Análise dos Riscos Inerentes*. In *Revista Brasileira de Finanças*, v. 7, n. 3, 2009, pp. 305-326. Disponível em <<http://bibliotecadigital.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/issue/view/188>>. Acesso em 03 de abril de 2012.

PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

PINTO, Luís Felipe de Carvalho. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2002. 156 p.

PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery. Tomo XXIII, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

_____. *Tratado de Direito Privado: parte especial*. Atualizado por Alfredo de Assis Gonçalves Neto. Tomo LI, São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.

POZEN, Robert; HAMACHER, Theresa. *The fund industry: how your money is managed*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2011.

PROENÇA, José Marcelo Martins. *Os novos horizontes do direito concursal – uma crítica ao continuísmo prescrito pela Lei 11.101/2005*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 151/152, jan./dez. 2009, pp. 47-64.

RELATÓRIO de economia bancária e de crédito. Banco Central do Brasil, 2011. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pec/depep/spread/REBC_2011.pdf>. Acesso em 30 de dezembro de 2012.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito falimentar*. v. 1. 10. ed. São Paulo: Saraiva, 1986.

_____. *A Crise do direito falimentar brasileiro – reforma da lei de falências*. In *Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 20, abr./jun. 2003, pp. 199-207.

RIPERT, Georges. *Traité élémentaire de droit commercial*. 2. ed. Paris: Librairie Générale de Droit et de Jurisprudence, 1951.

RIZZARDO, Arnaldo. *Direito das obrigações*. 6. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

_____. *Responsabilidade civil*. 5. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011.

RODRIGUES, Frederico Viana. *A recuperação de empresas economicamente viáveis por intermédio da securitização de créditos no Brasil e no direito comparado*. In *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 29, jul./set. 2005, pp. 133-156.

_____. *Securitização de créditos como meio de recuperação de empresas*. In *IOB-Repertório de Jurisprudência: civil, processual, penal e comercial*. São Paulo, n. 10, maio 2004, pp.302-306.

ROUWENHORST, Geert K. The origins of mutual funds. Yale ICF Working Paper No. 04-48. *Yale School of Management*, Dec. 2004. Disponível em <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=636146>. Acesso em 05 de janeiro de 2011.

SADDI, Jairo. *Investimentos em empresas em recuperação: o olhar do investidor e a experiência da nova lei de falências*. In *Revista do Advogado*. n. 105, set. 2009, pp. 75-83.

_____. *Crédito e judiciário no Brasil: uma análise de Direito & Economia*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

_____. *Crise e regulação bancária: navegando mares revoltos*. São Paulo: Textonovo, 2001.

_____. *Notas sobre a crise financeira de 2008*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 42, out./dez. 2008, pp. 33-47.

SALAMACHA, José Eli. *Fraude contra credores: efeitos da sentença na ação pauliana*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 141, jan./mar. 2006, pp. 192-201.

SALLES, Marcos Paulo de Almeida. *Aspectos da competência do CMN e da CVM no mercado de valores mobiliários*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 108, out./dez. 1997, pp. 101-115.

SALOMÃO FILHO, Calixto (org.). *Regulação e desenvolvimento: novos temas*. São Paulo: Malheiros, 2012.

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996.

_____. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. *Cessão de créditos empresariais e atividade financeira: “factoring”, desconto bancário e sociedades de propósito específico*. In MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro de capitais*. v. 2. São Paulo: Dialética, 2000. pp. 11-28.

SANTANA, Maria Helena dos Santos Fernandes de; GUIMARÃES, Juliana Paiva. *Mercado de valores mobiliários: evolução recente e tendências*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 41, jul./set. 2008, pp. 56-64.

SANT’ANNA, Andre Albuquerque. *Mercado de capitais: evolução recente e financiamento das empresas brasileiras no período 2004-2007*. In FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha; MEIRELLES, Beatriz Barbosa (org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, pp. 173-198.

SANT’ANNA, Andre Albuquerque; BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; ARAÚJO, Pedro Quaresma de. *Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008)*. In FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha; MEIRELLES, Beatriz Barbosa (org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, pp. 151-172.

SANTOS, Cláudio Gonçalves dos; CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: novos rumos do mercado financeiro*. São Paulo: Saint Paul, 2011.

SANTOS, Paulo Penalva. *O novo projeto de recuperação da empresa*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 117, jan./mar. 2000, pp. 126-135.

SANTOS, Paulo Penalva (coord.). *A nova lei de falências e de recuperação de empresas: Lei nº 11.101/05*. Rio de Janeiro: Forense, 2006.

SCHWARCZ, Steven L.; MARKELL, Bruce A.; BROOME, Lissa L. *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*. Newark: LexisNexis, 2005.

SCHWARCZ, Steven L. The future of securitization. Duke Public Law & Legal Theory: Research Paper Series No. 223. *Duke Law School*, Nov. 2008. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1300928>. Acesso em 06 de janeiro de 2011.

SECURATO, José Roberto; SECURATO, José Cláudio. *Mercado financeiro: conceitos, cálculo e análise de investimento*. 3. ed. São Paulo: Saint Paul, 2009.

SILVA, Carlos Alberto Parussolo da. *Limites do contencioso administrativo à luz do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 4, jan./abr. 1999. Revista dos Tribunais: São Paulo, pp. 121-130.

SKARABOT, Jure. Asset securitization and optimal asset structure of the firm. Mar. 2001. Disponível em: <<http://www.haas.berkeley.edu/groups/finance/st.pdf>>. Acesso em 10 de abril de 2011.

SLATTER, Stuart; LOVETT, David. *Como recuperar uma empresa: a gestão da recuperação do valor e da performance*. São Paulo: Atlas, 2009.

SOUZA JR., Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

SPINELLI, Luis Felipe. *Conflito de interesses na administração da sociedade anônima*. São Paulo: Malheiros, 2012.

STOCO, Rui. *Responsabilidade civil e sua interpretação jurisprudencial*. 4. ed. – 2ª tiragem. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1999.

STUBER, Walter Douglas; BENTIVEGNA, Enrico Juca; FILIZZOLA, Henrique Bonjardim. *O instituto de securitização de créditos do Brasil*. In *Revista Tributária e de Finanças Públicas*. São Paulo, v. 8, n. 32, maio/jun. 2000, pp.171-190.

SZTAJN, Rachel. *Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 126, abr./jun. 2002, pp. 7-29.

_____. *Regulação e o mercado de valores mobiliários*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 135, jul./set. 2004, pp. 136-147.

_____. *Os custos provocados pelo Direito*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 112, out./dez. 1998, pp. 75-78.

_____. *Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 93, jan./mar. 1994, pp. 104-108.

_____. *Capítulo III - Da Recuperação Judicial*. In SOUZA JR., Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falências*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, pp. 217-268.

TEIXEIRA, Fernanda dos Santos. *Cessão fiduciária de crédito e o seu tratamento nas hipóteses de recuperação judicial e falência do devedor-fiduciante*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010. 202 p.

TEPEDINO, Gustavo; SCHREIBER, Anderson. *Código civil comentado: direito das obrigações. Artigos 233 a 420*. v. IV. São Paulo: Atlas, 2008.

TERPINS, Nicole Mattar Haddad Terpins. *Algumas considerações sobre o trust e as perspectivas de sua assimilação no direito brasileiro*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 153/154, jan./jul. 2010, pp. 165-198.

THE AMERICAS Restructuring and Insolvency Guide 2008/2009. *United Kingdom: Globe White Page*, 2008.

THEODORO JUNIOR, Humberto. *Responsabilidade civil: doutrina e jurisprudência*. 2. ed. Rio de Janeiro: Aide, 1989.

TOLEDO, Paulo F. Campos Salles de. *A empresa em crise no direito francês e americano*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 1987, 107 p.

_____. *A Lei de Recuperação de Empresas: uma visão geral*, in *Revista Jurídica Unicoc*, n. 2 (jun. 2005), p. 117-130.

_____. *Recuperação judicial: a principal inovação da Lei de Recuperação de Empresas – LRE*. In *Revista do Advogado*, n. 83, set. 2005, pp. 98-106.

_____. *Arbitragem e insolvência*. In *Revista de Arbitragem e Mediação*. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 20, jan./mar. 2009, pp. 25-52.

_____. *A preservação da empresa, mesmo na falência*. In DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). *Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 517-534.

TORRES FILHO, Ernani Teixeira. *Mecanismos de direcionamento do crédito, bancos de desenvolvimento e a experiência recente do BNDES*. In FERREIRA, Francisco Marcelo Rocha; MEIRELLES, Beatriz Barbosa (org.). *Ensaio sobre economia financeira*. Rio de Janeiro: BNDES, 2009, pp. 11-56.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *A natureza jurídica dos serviços prestados pelas sociedades de auditoria*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 157, jan./mar. 2011, pp. 259-274.

_____. *Considerações sobre o sistema financeiro. Crises. Regulação e re-regulação.* In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 149/150, jan./dez. 2008, pp. 9-31.

_____. *A fraude no negócio jurídico subjacente e seus efeitos quanto ao crédito documentário.* In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 99, jul./set. 1995, pp. 75-82.

_____. *A CVM e os contratos de investimento coletivo (“Boi Gordo” e outros).* In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 108, out./dez. 1997, pp. 91-100.

_____. *A Instrução CVM-480/2009 e as empresas em crise.* In VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011, pp. 691-705.

_____. *A preservação da empresa, mesmo na falência.* In DE LUCCA, Newton; DOMINGUES, Alessandra de Azevedo (coord.). *Direito recuperacional: aspectos teóricos e práticos*. São Paulo: Quartier Latin, 2009, pp. 517-534.

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.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Comentários à Lei de Falências: (Decreto-Lei nº 7.661, de 21 de junho de 1945)*. 4. ed. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1999.

VARELA, João de Mattos Antunes. *Das obrigações em geral*. v. I e v. II. 4. ed. Coimbra: Almedina, 1990.

VELOSO, Zeno. *Invalidez do negócio jurídico: nulidade e anulabilidade*. 2. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2005.

VENOSA, Silvio de Salvo. *Direito civil: responsabilidade civil*. v. IV. 10. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

_____. *Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. v. 2. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Considerações sobre o sistema financeiro. Crises. Regulação e Re-regulação*. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: Malheiros, n. 149/150, jan./dez. 2008, pp. 10-31.

_____. *Curso de direito comercial*. Com capítulos sobre o exercício social, as demonstrações financeiras, os lucros, as reservas e os dividendos de autoria de Alexandre Demétrius Pereira. v. 3. 2. ed. São Paulo: Malheiros, 2012.

VERZOLA, Antonio Carlos. *Processos sancionadores nos mercados financeiro e de capitais – BACEN e CVM*. Rio de Janeiro: Renovar, 2012.

VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.

WAISBERG, Ivo; SARDINHA, Jose Claudio; OUTROS. *Financiamento de empresas em recuperação judicial: importância, dificuldades e estímulos*. Turnaround Management Association do Brasil – TMA Brasil, mar. 2010. Disponível em: <http://www.tmabrasil.org/images/stories/docs/paper_financiamento_da_recuperacao.pdf>. Acesso em 08 de junho de 2012.

WALD, Arnoldo. *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*. In *Revista Forense*, v. 309, jan./mar. 1990, pp. 9-14.

_____. *Direito civil: direito das obrigações e teoria geral dos contratos*. v. 2. 19. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

_____. *O investidor qualificado no mercado de capitais brasileiro*. In *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Revista dos Tribunais: São Paulo, n. 32, abr./jun. 2006, pp. 15-34.

WATANABE, Roberto. *A evolução dos FIDCs no mercado de securitização brasileiro*. 2005. Disponível em: <http://www.moodys.com.br/brasil/pdf/Special_Comment_Brazil_Securitization_2005_Portuguese.pdf>. Acesso em 30 de janeiro de 2011.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

ZEWIG, Phillip L. *The asset securitization handbook*. Illinois: Dow Jones-Irwin, 1989.