



MÁRIO GARCIA JÚNIOR

**A CARACTERIZAÇÃO DA “TRUE SALE” NOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO PADRONIZADOS**

Dissertação de Mestrado
apresentada ao Professor Paulo Fernando
Campos Salles de Toledo, do Departamento
de Direito Comercial da Faculdade de Direito
da Universidade de São Paulo

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – FADUSP

São Paulo

2017

MÁRIO GARCIA JÚNIOR

A CARACTERIZAÇÃO DA “TRUE SALE” NOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO PADRONIZADOS

Dissertação apresentada à Banca Examinadora do Programa de Pós-Graduação em Direito, da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Mestre em Direito, na área de concentração Direito Comercial sob a orientação do Professor Paulo Fernando Campos Salles de Toledo

Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – FADUSP

São Paulo

2017

RESUMO

O intuito do presente trabalho é estudar a caracterização da “true sale” em operações envolvendo Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (“FIDC-NP”), caracterização esta que se constitui na transferência efetiva da propriedade sobre os recebíveis de forma irreversível, irrevogável e, portanto, não sujeita à quaisquer condições ou termos. O estudo é realizado com vistas a entender as posições da doutrina, jurisprudência e das práticas de mercado acerca da “true sale”, notadamente nos casos em que são utilizados os FIDCs-NP como veículos numa operação de securitização, bem como nos casos de falência e recuperação judicial do cedente destes recebíveis. Para tanto, serão apresentadas as bases históricas e originárias do mercado de capitais no Brasil, bem como sua implementação na legislação brasileira. Serão estudados, ainda, os institutos que norteiam a caracterização da “true sale”, conforme defendida por este trabalho, quais sejam, institutos como o da cessão fiduciária de recebíveis, securitização de recebíveis, fundos de investimento, recuperação judicial e falência, ao mesmo passo que será analisada a legislação que regulamenta tais institutos, notadamente as instruções normativas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) relacionadas aos FIDCs-NP e a Lei nº 11.101 de 2005, a chamada Lei de Falência e Recuperação Judicial das Empresas. Será estudada, por fim, a aplicação empírica e teórica do instituto da “true sale” nas hipóteses descritas no art. 1º, parágrafo 1º da Instrução nº 444, expedida pela CVM – a qual trata da constituição e funcionamento dos FIDCs-NP. O estudo, portanto, visa principalmente verificar a ocorrência da “true sale” quando da cessão de créditos para um FIDC-NP, de maneira que entendemos ser de suma importância a análise de todos os institutos elencados, tendo em vista que, caso tal cessão dos créditos para o FIDC-NP seja considerada como uma “true sale”, na hipóteses de falência, recuperação judicial ou liquidação do cedente, os créditos não serão arrecadados à massa falida, tampouco estarão sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, de modo que os investidores que adquiriram títulos lastreados nesses créditos não serão afetados.

Palavras-chaves: “True sale” – Cessão de Créditos – Fundo de Investimento – Securitização de Recebíveis – Falência – Recuperação Judicial.

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to study the institute of true sale in an operation of securitization of receivables, which a Non-Standardized Receivables Investment Fund (NSRIF) is used as a vehicle. This operation, when typified, entails the effective transfer of the property of the receivables, being this transfer complete, irreversible, irrevocable, and, therefore, non-subjectable to any conditions or terms. The study was made willing to understand the positions of the doctrine, court decisions and market practices about true sale, specially when the NSRIFs are used as vehicles in the securitization, as well when companies in bankruptcy or judicial recovery are involved. So, will be presented the historical bases of the capital market in Brazil, as much as its implementation in Brazilian law. Will be studied, yet, the institutes embracing the typifying of the true sale, which are: fiduciary assignment of credits, securitization of receivables, investment funds, judicial recovery and bankruptcy. The study will also count with the analysis of the laws and regulations around those institutes, specially the normative instructions expedited by “Comissão de Valores Mobiliários – CVM” related to the NSRIF and Law number 11.101 from 2005, the Brazilian Bankruptcy Law. Will be studied, finally, the empiric application of true sale in an assignment of receivables to the NSRIF, so as to we understand that the study of all the institutes mentioned above must be analyzed properly, whereas, if the assignment of the receivables to the NSRIF is considered as a true sale, in cases of bankruptcy, judicial recovery, settlement of the assignor, the receivables won't be considered as their bankruptcy estate, or either be subjectable to its judicial recovery, thus, the investors who bought those secured receivables won't be affected by these events at all.

Key Words: True sale – Assignment – Investment Funds – Securitization of Receivables – Bankruptcy – Judicial Recovery.

AGRADECIMENTOS

Agradeço à minha esposa Alessandra, por todo o amor, aprendizado e apoio incondicional com os quais me presenteia ao longo dos anos. Agradeço ainda às minhas filhas Giulia e Lara, que foram capazes de entender com amor e carinho os momentos de ausência dedicados a este estudo.

Ao Ferrara Garcia Advogados, pelas discussões, sugestões e colaboração, que me garantiram finalizar este trabalho com louvor. Aos sócios e equipe, agradeço pela troca de informações e pelo constante auxílio em minhas tarefas profissionais durante minha empreitada.

Por fim, agradeço ao meu orientador, Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, por ter me concedido a honra de ser seu orientando, por ter confiado em meu trabalho desde o início, pelo incentivo e observações enriquecedoras durante esta trajetória, sem os quais eu não teria sido capaz de desenvolver este trabalho.

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E DEFINIÇÕES

Banco Central do Brasil	“BACEN”
Bolsa de Valores do Rio de Janeiro	“BVRJ”
Bolsa de Valores de São Paulo	“BOVESPA”
Conselho Monetário Nacional	“CMN”
Código Civil Brasileiro – Lei nº 10.406 de 2002	“CC”
Código de Processo Civil - Lei nº 13.105 de 2015	“CPC”
Edição	“ed.”
Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios	“FIDC”
Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados	“FIDC-NP”
Fundos de Investimento Imobiliário	“FII”
Instrução Normativa expedida pela CVM	“ICVM”
Lei de Falências e Recuperação Judicial – Lei nº 11.101 de 2005	“LFR”
Lei nº 4.728 de 1965, conforme alterada	“Lei de Mercado de Capitais”
Lei do Financiamento Imobiliário – Lei nº 9.517 de 1997	“LSFI”
Número	“nº”
Página	“p.”
Páginas	“pp.”
Programa de Ação Econômica do Governo	“PAEG”
Projeto de Lei	“PL”
Tribunal de Justiça do Estado do Mato Grosso	“TJMT”
Tribunal de Justiça do Estado do Paraná	“TJPR”
Tribunal de Justiça do Estado do Rio de Janeiro	“TJRJ”
Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo	“TJSP”
<i>Securities and Exchange Commission</i>	“SEC”
Superintendência de Investidores Institucionais da CVM	“SIN”
Sociedades de Propósito Específico	“SPE”
Superior Tribunal de Justiça	“STJ”
Volume	“v.”

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1. HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	14
2. MUDANÇA NO MODELO DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA.....	21
3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO.....	23
3.1. A natureza jurídica dos fundos de investimento.....	24
3.2. Fundos de investimento em direitos creditórios.....	30
3.2.1. Instrução CVM 356/2001.....	32
3.2.2. Modificações trazidas pelas instruções CVM 531/2013, 554/2014 e 558/2015.....	35
3.3. Fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados vis a vis à instrução CVM 444/2006.....	43
3.3.1. Instrução CVM 444/2006 e modificações trazidas pela ICVM 554/2014.....	45
4. A SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS.....	47
4.1. Histórico do mercado de securitização de créditos.....	49
4.2. A securitização no Brasil.....	51
4.3. A securitização na atualidade.....	53
4.4. Participantes da securitização.....	60
5. CESSÃO FIDUCIÁRIA DE DIREITOS DE CRÉDITO E RECUPERAÇÃO DE EMPRESA.....	61
5.1. As origens da cessão fiduciária.....	61
5.2. Efeitos <i>ex ante</i> e <i>ex post</i> da legislação falimentar.....	63
5.3. Recuperação judicial e finalidade dos seus institutos.....	68
5.4. Efeitos da falência.....	73
5.5. Da alienação fiduciária aos direitos de crédito.....	77
5.6. A cessão fiduciária de direitos creditórios.....	82
5.7. Cessão fiduciária de direitos creditórios de empresas em recuperação judicial.....	85
5.8. A cessão fiduciária de direitos creditórios e falência.....	94
6. A CARACTERIZAÇÃO DA “TRUE SALE”.....	102

6.1. Conceito.....	102
6.2. Aspectos contábeis e econômicos acerca da “true sale”.....	111
6.3. Importância da caracterização da “true sale” na securitização de créditos.....	118
6.4. A caracterização da “true sale” de créditos para um FIDC Não Padronizado.....	119
6.5. A validade de cessão de créditos que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o FIDC.....	122
6.6. Da cessão de créditos decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações.....	126
6.7. Da cessão de créditos originados de ações judiciais não transitadas em julgado.....	129
6.8. Da cessão de créditos cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fato preponderante de risco.....	131
6.9. Da validade de cessão de créditos originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial.....	132
6.10. Da validade de cessão de créditos de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas.....	135
6.11. Da validade de cessão de créditos de natureza diversa, não enquadráveis no disposto do inciso I do art. 2º da Instrução CVM 356/2001.....	138
CONCLUSÃO.....	140
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	143

INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem como escopo de estudo a análise e os efeitos da caracterização da “true sale” nos FIDCs-NP.

Para tanto, em um primeiro momento, serão apresentadas as bases históricas e originárias do mercado de securitização, seu começo embrionário nos Estados Unidos e posterior amadurecimento e consolidação para, posteriormente, ser introduzido na legislação brasileira.

Serão apresentadas algumas definições do termo securitização, incluindo a primeira vez em que foi utilizada tal expressão no mercado norte-americano, tendo sua utilização sido importada para o Brasil, bem como a tradução quase que direta para o português.

Ainda durante a contextualização histórica, sempre essencial para qualquer entendimento e estudo da área humana, serão analisados os princípios que balizam a existência dos fundos de investimento e suas formas mais utilizadas.

Em seguida, será demonstrado como a securitização de recebíveis promove, efetivamente, o processo de “desintermediação financeira”, propiciando, conseqüentemente, e em condições muito favoráveis, a maior liquidez do mercado e a diminuição do seu risco sistêmico em virtude de uma pulverização do risco de investimento.

Seguindo a mesma linha de desenvolvimento, será apresentada uma breve linha do tempo sobre a história da securitização no mercado brasileiro, iniciando-se suas primeiras intenções em projetos de lei, suas negativas no processo legislativo, a exigência do mercado e sua final regulamentação.

Será apresentado, em seguida, o caminho percorrido desde as iniciais concepções da securitização até a sua aplicação por meio dos diversos fundos de investimentos, bem como a forma como a legislação brasileira concebeu tal instituto e o regulamentou, além da maneira pela qual a CVM fiscaliza e estimula este crescente mercado no Brasil.

Além disso, serão apresentadas as principais espécies de fundo de investimento, bem como sua importância, qual legislação aplicável a cada uma

destas espécies e, também – de maneira sintetizada –, um histórico do mercado brasileiro e sua aplicação aos fundos de investimentos, especialmente no que diz respeito aos fundos de investimentos que possuem por objeto a negociação de direitos creditórios.

Num segundo momento, estando já sedimentada a origem da securitização, seu desenvolvimento e a sua importância para o mercado de crédito e conseqüente desenvolvimento da economia, passará a dissertação a introduzir as noções necessárias para o entendimento da sistematização na legislação falimentar.

Buscar-se-á demonstrar a relação direta da maneira de se entender o procedimento falimentar das empresas e o seu reflexo, tanto para o desenvolvimento do país, quanto para a expansão ou retração do crédito.

Em razão da importância dos recebíveis para o mercado de crédito, tratará a dissertação sobre a concessão de crédito garantido por cessão fiduciária de recebíveis e seus efeitos perante procedimentos de recuperação judicial ou de falência.

Adicionalmente, será analisado qual o regime jurídico que se deve aplicar à cessão fiduciária de direitos creditórios no contexto da LFR.

Serão estudadas as duas correntes doutrinárias e jurisprudenciais existentes acerca da cessão fiduciária de direitos creditórios no âmbito da LFR, quais sejam: a primeira, baseada fundamentalmente no parágrafo terceiro do artigo 49 da LFR, que defende a não subordinação dos créditos objeto de cessão fiduciária ao regime da recuperação judicial; e a segunda que, por sua vez, com embasamento principalmente no parágrafo quinto do artigo 49 e no artigo 47 da referida lei, sustenta a sujeição dos créditos cedidos fiduciariamente ao regime falimentar.

Cada uma das vertentes supramencionadas será analisada de maneira pormenorizada para que se tenha real e total domínio do contexto, do ponto de vista e da caracterização de cada uma.

Ainda no capítulo dedicado à legislação falimentar, será apresentada, também, uma síntese a respeito da cessão fiduciária e sua importância para o mercado de crédito.

Em seguida, como não poderia deixar de ser, será tratado o instituto da “true sale” e suas principais características, especialmente sua caracterização em operações que lastreiam a constituição de FIDCs-NP.

Com a crescente demanda de captação de recursos por parte de empresas de diversos portes, seja para a manutenção, seja para a expansão de suas atividades comerciais, verifica-se que ocorreu a sofisticação dos instrumentos financeiros disponibilizados às empresas para a referida captação de recursos.

Dentre os instrumentos financeiros criados para a captação de recursos encontram-se os FIDCs, que podem ser ligeiramente definidos como comunhões de recursos que destinam parcela preponderante de seu patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios diversos.

Os FIDCs são classificados entre padronizados ou não padronizados, classificação esta atinente às espécies de direitos creditórios que compõe tais fundos.

Como a transferência dos direitos creditórios para os FIDC ocorre, via de regra, através da cessão dos mesmos, geralmente pelo tomador dos recursos captados pelo FIDC, de fundamental importância é a caracterização da “true sale”, que pode, basicamente, ser conceituada como a cessão de créditos considerada final e definitiva. Este conceito é de fundamental importância no caso de, em uma securitização, sobrevir a falência, liquidação ou recuperação judicial do cedente dos direitos creditórios.

Na hipótese da cessão dos créditos ser considerada como uma “true sale”, em caso de falência, recuperação judicial ou liquidação da cedente, os créditos não serão arrecadados à massa falida, tampouco estarão sujeitos aos efeitos da recuperação judicial, de modo que os investidores que adquiriram títulos lastreados nesses créditos não serão afetados.

Como os direitos creditórios cedidos aos FIDCs-NP possuem diversa e vasta classificação, mister se faz o estudo da caracterização da “true sale” de tais direitos, sendo este, portanto, o objetivo da tese objeto do presente projeto, que tem, destarte, a pretensão de elucidar os diversos aspectos atinentes ao tema proposto.

Dito de outra forma, tal fração da dissertação terá como objetivo a verificação da ocorrência da “true sale” quando da cessão de créditos para um FIDC-NP.

Para tal desiderato, a dissertação analisará, primeiramente, a validade de cessão de créditos que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o FIDC.

Examinar-se-á também a validade de cessão de créditos decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações.

Estudar-se-á, na sequência, a cessão de créditos que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia.

Ainda nesse contexto, a dissertação analisará a cessão de créditos cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco.

A dissertação analisará, ademais, a validade de cessão de créditos originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial.

Ainda cuidará de outros pontos específicos concernentes à validade de cessão de créditos de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas.

Nesse contexto, será examinada a validade de cessão de créditos de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do artigo 2º da ICVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

Igualmente, será analisada a classificação legal dos meios de proteção garantidos ao FIDC quando da cessão dos referidos créditos.

Por fim, tem-se que a dissertação analisará o posicionamento da doutrina e da jurisprudência nacionais e internacionais acerca do tema, especialmente o posicionamento legal norte-americano.

1. HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO

O perfil do investidor brasileiro, notadamente até metade da década de 1960, era caracterizado pela extrema aversão ao risco de perda, optando este por investimentos em ativos realizáveis a longo prazo, tais como ouro ou imóveis. Este típico investidor da época evitava realizar investimentos que envolvessem quaisquer títulos de crédito, fossem estes de natureza pública ou emitidos por sociedade privadas.

Ary Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado, ao descreverem o mercado de capitais daquela época explicam que as bolsas de valores eram organizadas de forma precária e havia horários determinados para a negociação dos papéis. Além disso, quase não existia participação de investidores institucionais, tampouco qualquer garantia de liquidez. O número de companhias com ações negociadas em bolsa era baixíssimo e a liquidez, também. A formação dos preços baseava-se em boatos e dados imprecisos, tendo em vista que as empresas não eram obrigadas a divulgar as demonstrações financeiras e forneciam pouca informação ao mercado, sem mencionar a elevada tributação sobre os rendimentos obtidos¹.

Nos últimos 50 anos, aproximadamente, o mercado de capitais no Brasil sofreu bruscas transformações e, desde 1964, foram sendo implementadas estratégias regulatórias visando sua transformação em relevante fonte de investimentos.

No início do regime militar, foi inaugurado um programa de reforma na economia nacional, chamado Programa de Ação Econômica do Governo – PAEG.

O PAEG foi criado no governo de Castelo Branco, pelo Ministério do Planejamento e Coordenação Econômica, que era comandado por Otávio Gouveia de Bulhões e Roberto de Oliveira Campos, sendo tal programa responsável pela inclusão da reestruturação do mercado financeiro na legislação brasileira, culminando na edição de diversas leis, sendo as principais:

¹ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo e PRADO, Viviane Muller. *Tentativas de desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964*. Direito e Economia, 30 anos de Brasil. Série GVLaw. Coord. LIMA, Maria Lucia L. M. Pádua, 2012, p. 191.

- a) Lei 4.380, de 21 de agosto de 1964, que instituiu a correção monetária sobre os contratos imobiliários, o Sistema Financeiro de Habitação, o Programa de Integração Social – PIS, e o Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público – PASEP;
- b) Lei nº 4.357, de 16 de julho de 1964, tratando sobre a correção monetária, apresentou normas de indexação dos débitos fiscais, concedeu benefícios fiscais para os investimentos no mercado de capitais e criou os títulos públicos federais com correção monetária e juros apresentados pelas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional (ORTN's);
- c) Lei nº 4.506, de 30 de novembro de 1964, tratando sobre o Imposto de Renda, que trouxe o conceito de Sociedade de Capital Aberto e isentou-a do pagamento do imposto sobre os lucros distribuídos;
- d) Lei nº 4.595, de 29 de dezembro de 1964, tratando sobre a Reforma Bancária: Responsável pela formulação de todo o sistema nacional de intermediação financeira, ao lhe estatuir as normas de procedimentos e funcionamento. Criou, ainda, os órgãos responsáveis e vitais para o Sistema Financeiro Nacional (SFN), Conselho Monetário Nacional (CMN) e o BACEN, extinguindo a competência do Banco do Brasil sobre a política monetária, bem como a Superintendência da Moeda e do Crédito - SUMOC;
- e) Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (Lei de Mercado de Capitais), tratando sobre o Mercado de Capitais Brasileiro, a qual buscou disciplinar o mercado e estabeleceu medidas para o desenvolvimento do mesmo, com base na estruturação do sistema de investimentos, tendo delimitado as funções dos bancos de investimento, bancos comerciais, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários, dentre outras;

f) Lei 6.385, de 26 de novembro de 1976, tratando sobre a CVM, que criou este órgão e o estabeleceu como o responsável pela legislação, fiscalização, registros e regulamentação do mercado de valores mobiliários no Brasil; e

g) Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, tratando sobre as Sociedades por Ações, a qual esclareceu e regulamentou as características das sociedades por ações no Brasil, consolidando a estruturação de direitos e obrigações dos agentes deste setor.

Referido conjunto normativo introduzido pelo PAEG ensejou diversas modificações no sistema brasileiro de intermediação de créditos, reformando a legislação acerca da bolsa de valores no país, substituindo os corretores de fundos públicos, existentes à época, pelas sociedades corretoras, e criando os tão importantes bancos de investimentos.

Certo foi que tais medidas culminaram com o crescimento do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, o mercado de capitais, em verdade, não se desenvolveu do modo esperado pelo governo, uma vez que predominava no país a cultura das empresas familiares e dos investimentos em moeda estrangeira, ouro ou imóveis.

Com o intuito de aumentar os investimentos no mercado de capitais e mudar a mentalidade dos investidores brasileiros, foram criados e divulgados incentivos tais como os Fundos 157, instrumento tributário criado pelo Decreto-Lei nº 157, de 10/02/67, através do qual o investidor, sendo pessoa física ou jurídica – no início do programa –, poderia utilizar parte de seu imposto de renda para investir no mercado de ações.

A ideia de estimular os investimentos no mercado de capitais foi bem contextualizada por Ary Oswaldo Mattos Filho e Viviane Muller Prado em sua obra, que descreveu como funcionava o incentivo:

“Pelo mecanismo 157, o contribuinte investia parte dos valores devidos a título de imposto de renda nos fundos fiscais (Fundos 157). Estes fundos, por sua vez, aplicavam os recursos em empresas que preenchiam os requisitos previstos na legislação, denominadas empresas 157. O mecanismo estabelecia a redução do imposto de renda devido, já materializado como crédito tributário, mediante sua aplicação em um fundo de investimento, sendo tais recursos utilizados para subscrição de ações em novas emissões. Em resumo, capitalizava-se determinada companhia com os recursos subtraídos do total devido ao governo.²”

Conforme mencionado anteriormente, no início da implementação do incentivo fiscal as deduções eram concedidas a qualquer pessoa, seja física ou jurídica. No ano de 1971, por outro lado, as pessoas jurídicas foram excluídas, tendo os investimentos nos Fundos 157 sido mais populares dentre as pessoas físicas, de qualquer modo. Com efeito, segundo dados da Conjuntura Econômica, em 1968, 35 mil pessoas físicas realizaram as deduções e, no ano seguinte, os Fundos 157 contavam com 447 mil quotistas³.

Os incentivos criados pelo governo, a nova legislação e a expansão econômica do Brasil como um todo acarretaram o esperado crescimento do mercado de capitais e, no final do ano de 1970, havia expressiva movimentação do mercado de ações, publicações sobre cotações e de outros dados sobre as transações em bolsas de valores, vez que algumas ações atingiam alta de 400% em apenas um ano.

O cenário de investimentos no mercado de capitais foi sofrendo mudanças, uma vez que as pessoas foram atraídas pela altíssima rentabilidade e pelo retorno a curto prazo prometidas pela bolsa de valores, de forma que as pessoas, gradativamente, se desfizeram de seus bens tangíveis, ou emprestaram valores de instituições financeiras, e passaram a investir no mercado de capitais.

Entretanto, este aumento na demanda por compras e vendas de ações não resultou em um aumento de emissões de ações e, conseqüentemente, por volta dos anos de 1970 e início de 1971, ocorreu o “boom” da BVRJ. Explica-se: os movimentos especulativos no mercado da BVRJ acarretaram expressiva alta das

² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. PRADO, Viviane Muller. *Tentativas de desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964*. Direito e Economia, 30 anos de Brasil. Série GVLaw. Coord. LIMA, Maria Lucia L. M. Pádua, 2012, p. 197.

³ Cf. Fundos 157. *Histórico e Avaliação*. Conjuntura Econômica, 1971, v. 25, nº 4, p. 114.

ações, sendo tal alta, contudo, de maneira artificial, tendo em vista que houve supervalorização de ativos “ruins”, sem valor real – fenômeno conhecido como “bolha”.

Tal valorização dos ativos sem lastro sustentável teve seu ápice em julho de 1971, momento em que os investidores que conheciam as movimentações do mercado começaram, imediatamente, a vender suas ações. Assim, gerou-se um rápido e grandioso movimento de baixa na BVRJ.

Neste cenário de baixa na BVRJ, os investidores menos experientes, assustados, optaram por vender seus títulos da maneira mais rápida possível, o que ocasionou no agravamento da situação.

O “boom” na BVRJ teve duração diminuta, entretanto, as consequências deste evento perduraram durante anos no mercado de capitais, uma vez que os investidores voltaram a acreditar que os investimentos no mercado de capitais eram sinônimos de investimentos com grande risco.

Após a década de 1990 o mercado de capitais brasileiro começou a atrair investidores novamente com a abertura da economia brasileira, a qual resultou no aumento do volume de investimentos estrangeiros no mercado de capitais interno. Além disso, com objetivo de se capitalizar, algumas empresas brasileiras também se utilizaram de instrumentos de captação de recursos no mercado norte-americano, como a emissão de títulos.

Neste cenário, ao emitirem títulos nas bolsas norte-americanas, as companhias brasileiras se viam obrigadas a obedecer à rígida regulamentação imposta pela SEC, entidade responsável por regular o mercado de capitais norte-americano, estabelecendo as normas contábeis, de transparência e divulgação de informações. Destarte, houve um aumento no exercício de práticas de governança corporativa por tais companhias, tornando-se estas, conseqüentemente, mais atraentes para os investidores devido, principalmente, à maior transparência adotada.

Assim, as sociedades brasileiras começaram a ter contato com investidores mais exigentes e sofisticados, habituados a realizar investimentos em empresas com práticas de governança corporativa mais desenvolvidas do que

aquelas utilizadas nas sociedades brasileiras, o que acarretou o desenvolvimento e sofisticação do mercado de capitais no Brasil.

Os investidores internos brasileiros, influenciados pela mudança de práticas adotada pelas companhias, também se tornaram mais exigentes e, assim, assumiram posições mais relevantes no mercado, de maneira que houve um aumento do número de investidores institucionais internos, munidos de informações e com plena consciência de seus direitos.

Por outro lado, ainda não havia sido obtido pleno sucesso nas práticas de governança corporativa do mercado de capitais interno, porque havia, ainda, pouca proteção ao acionista minoritário, falta de gestão e transparência nas companhias, além de poucos instrumentos de supervisão de gestão dos administradores, o que acarretava a presença de grandes incertezas relacionadas à realização de aplicações no mercado de capitais. Tais fatores aumentavam consideravelmente o custo de capital das empresas brasileiras.

Além disso, era evidente a necessidade de desenvolvimento do mercado primário de ações, e a conseqüente viabilização deste modelo de sistema econômico sustentado tanto por iniciativas do governo quanto por empresas privadas. Ademais, os próprios empresários demandavam instrumentos adequados para formalizar “joint ventures” com o capital estrangeiro, ao mesmo passo que os investidores institucionais se queixavam da deficiência das demonstrações financeiras e de sua divulgação.⁴

Em 2001, finalmente, foram implementadas relevantes alterações nas legislações societária e financeira brasileiras, visando revitalizar o mercado brasileiro de capitais através do aperfeiçoamento da regulamentação por meio de instrumentos capazes de proteger o investidor e incentivar melhores práticas de governança corporativa.

Desta forma, passaram a ocorrer debates acerca das práticas de governança corporativa no Brasil, ao mesmo passo que a CVM passou a atuar de maneira mais ativa nas operações societárias realizadas por empresas por ela reguladas.

⁴ OIOLI, Erik Frederico. *A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: O regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas*. Tese de doutorado.

Neste mesmo momento ocorreu a publicação da Lei nº 10.303 de 31/10/2001, a chamada “Reforma da Lei das Sociedades por Ações”, bem como a criação de diferentes níveis de governança corporativa nas companhias abertas listadas na BOVESPA: Novo Mercado e Níveis 1 e 2.

Sendo assim, é dentro deste cenário de melhorias no mercado de capitais trazidas tanto por iniciativas do governo, quanto por demandas do próprio mercado, que se desenvolve, no Brasil, o instituto da securitização de recebíveis.

2. MUDANÇA NO MODELO DE INTERMEDIÇÃO FINANCEIRA

É fato que inovações, em qualquer setor, têm o potencial de provocar enormes mudanças. Não é diferente no setor financeiro. É o que se comprova, especialmente, no caso da securitização.

Diante das melhorias advindas de tal instituto, como sua maior eficiência, menor risco e custo mais baixo de captação, a securitização evoluiu até que pudesse substituir o financiamento bancário, modelo clássico de intermediação financeira adotado pelos investidores até então.

A securitização, então, como novo e mais desenvolvido instrumento de captação de recursos, já pode ser considerada responsável por transformações no setor financeiro de diversos mercados, como o dos Estados Unidos, e o da União Europeia – inclusive do Brasil, onde, entendemos, o seu potencial ainda não foi plenamente utilizado.

O aumento nas operações de securitização é capaz de acarretar inúmeros resultados positivos, tais como a queda dos *spreads* bancários e custos de intermediação, o aumento da concorrência entre os agentes do mercado de capitais e, conseqüentemente, a redução do custo de captação dos investimentos, influenciando diretamente a taxa de crescimento da economia no país. Tal fenômeno propicia mecanismos mais eficientes de captação, além do aumento da competitividade por meio da ampliação de alternativas de financiamento do setor produtivo.

Assim, é pertinente para este estudo descrever algumas conseqüências da utilização da securitização nos maiores mercados financeiros existentes, destacadas abaixo:

- a) O estoque de títulos de securitização no mercado norte-americano é superior a 60% do Produto Interno Bruto do país, sendo maior que o montante equivalente à dívida federal deste;

b) O mercado internacional de securitização de recebíveis vem crescendo em uma taxa média de 30% ao ano desde sua criação; e

c) Na Europa, o volume de emissões de títulos de securitização dobrou do ano de 2001 para 2002.

Ademais, desde a Idade Média as instituições financeiras têm dominado o mercado de crédito, se utilizando de um processo que pode ser facilmente equiparado à securitização: é realizada a captação de recursos dos investidores para, então, emprestá-los aos tomadores de empréstimos. É possível afirmar, portanto, que as instituições financeiras vêm atuando como verdadeiras intermediadoras de crédito, uma vez que analisam tal crédito, negociando-os com termos e condições impostos por elas, controlando todo o procedimento, desde o seu processamento e administração até sua quitação.

A securitização, destarte, pode ser considerada o cerne da transformação do mercado de investimentos, tendo como resultado a mudança deste modelo clássico de intermediação financeira para um novo modelo, no qual várias das funções desempenhadas apenas pelos bancos, podem ser executadas por diversas instituições, e pelo qual os investidores passam a desempenhar um papel cada vez mais relevante no mercado.

Assim, torna-se evidente que a afirmação outrora realizada, de que a securitização de recebíveis promove o processo de “desintermediação financeira”, propiciando, portanto, maior liquidez aos investimentos no mercado de capitais e diminuindo o risco de tais investimentos.

3. OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Melhim Namem Chalhub ensina que, através dos fundos de investimento, foi criada a perspectiva para assimilação de elementos essenciais do *trust*, relativos à administração de patrimônio em benefício dos investidores no ordenamento jurídico brasileiro.⁵

No tocante ao que afirma o autor, é pertinente mencionar que ao longo das últimas décadas, foi sendo criada, nos países que dispõem de sistemas financeiros desenvolvidos, uma gama de instrumentos de investimento coletivo visando à diversificação destes e, principalmente, a mitigação dos riscos para os investidores.

Dentre os mecanismos capazes de propiciar referida mitigação dos riscos, estão os fundos de investimento, uma vez que estes, ao possibilitarem a aplicação de recursos de pequeno volume e proporcionar o acesso dos investidores a uma administração especializada, constituem um dos meios de investimentos mais notáveis e democráticos para todas as classes de investidores, inclusive para aqueles não familiarizados à complexa dinâmica do mercado financeiro.

Isto porque, quando investem em fundos de investimento, os investidores têm como intuito empregar seus recursos com segurança de retorno, visando rentabilidade e liquidez.

Aplicar tais recursos em carteiras de ativos diversificados, mediante a aquisição de cotas de fundos de investimentos, se torna, então, um dos fatores mais atrativos para os investidores, uma vez que a realização de investimentos em ativos de vários segmentos do mercado financeiro torna possível a compensação de receitas, por meio dos rendimentos satisfatórios obtidos de determinados ativos, em face de eventuais prejuízos advindos de outros.

Ademais, as regras de governança corporativa e as regras impostas pelos órgãos regulatórios acarretam numa administração profissional e especializada dos fundos, o que tende a gerar rendimentos maiores do que aqueles que os investidores conseguiriam obter individualmente, tendo em vista que os profissionais responsáveis pela administração dos fundos de investimento

⁵ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 326.

geralmente são dotados de maior quantidade de informações e experiência no mercado financeiro, o que lhes permite realizar aplicações com maior probabilidade de sucesso.

A liquidez dos investimentos decorre, ainda, da possibilidade de cessão, transferência ou resgate das cotas dos fundos de investimento – que, conforme sua classificação, poderão ocorrer a qualquer momento – bem como da composição da carteira de investimentos com ativos líquidos.

Os fundos de investimentos são administrados por um administrador designado especialmente para esta função, sendo a pessoa responsável pela elaboração do regulamento e do prospecto do fundo, ofertando publicamente as cotas de emissão ao mercado (artigo 3º, da ICVM nº 409/2004). Os investidores que adquirem as cotas do fundo, então, assumem a condição de cotistas deste, mantendo nele suas reservas e estando sujeitos às normas estabelecidas em seu regulamento.

3.1. A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento

Segundo Ricardo de Santos Freitas, em obra específica sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento: “A doutrina, nos países da Europa continental, tem buscado incessantemente estabelecer o conceito de fundos de investimento em função do que entende ser sua natureza jurídica, apontando as falhas do conceito positivado em seus respectivos países”⁶.

Aponta Erasmo Valladão que “de início, preconizou-se até que os mesmos deveriam ser organizados como uma forma especial de sociedade em conta de participação. Outros autores defenderam a tese de que se trata de condomínio especial. E outros, ainda, sustentaram a ocorrência de um contrato de sociedade entre os participantes do fundo.”⁷

A ICVM nº 409, de 18.8.2004, alterada pelas ICVM nº 411/2004, 413/2004, 450/2007 e 456/2007, dispõe sobre as regulamentações gerais que

⁶ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin^o 2006, p. 206.

⁷ FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa: A Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Conflito Apurado pela Própria.

regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações relativas aos fundos de investimento. De acordo com o texto do artigo 2º, da instrução em comento, fundo de investimento é “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinada à aplicação em ativos financeiros”.

Washington de Barros Monteiro⁸ define o condomínio da seguinte forma:

Determinado direito pode pertencer a várias pessoas ao mesmo tempo. Tem-se nesse caso a comunhão. Se esta recai sobre um direito de propriedade surge o condomínio ou a copropriedade.

Prossegue o autor, apontando que:

O condômino não é um titular autônomo, mas concorre para constituir o sujeito do direito e cuja quota representa a expressão numérica de sua contribuição.

Silvio Rodrigues⁹, na mesma linha, entende por caracterizado o condomínio no momento em que, numa relação de direito de propriedade, diversos são os sujeitos ativos.

Dessa forma, é possível afirmar que os fundos de investimento são organizados, juridicamente, sob a forma de condomínio, ou seja, não possuem personalidade jurídica, e, principalmente, constituem uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, tais como títulos de dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos disponibilizados pelo mercado.

Fábio Comparato, em parecer jurídico juntado ao Processo Administrativo Sancionador CVM nº 2001/1857¹⁰, leciona que é possível a equiparação entre fundos de investimento e as sociedades, uma vez que o regulamento dos fundos constitui uma norma objetiva e impessoal, assim como os estatutos sociais das sociedades, exatamente porque as sociedades por ações, ou

⁸ MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil*. Direito das Coisas. 40 ed. Atualização de Carlos Alberto Dabus Maluf. São Paulo: Saraiva, 2010, v.3, p. 244.

⁹ RODRIGUES, Silvio. *Direito Civil: Direito das Coisas*. v. 5. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 195.

¹⁰Disponível em < http://www.cvm.gov.br/decisoes/2002/20020319_R1/20020319_D15.html>.

os fundos de investimento, constituem reuniões de capitais representados por ações ou cotas, e não reuniões de pessoas determinadas.

Ricardo de Santos Freitas critica a teoria condominial acerca dos fundos de investimento nos seguintes termos:

Não obstante, o feixe de relações internas e externas que se desenvolve dentro da estrutura de um fundo de investimento garante a ele uma condição diferenciada em relação à mera copropriedade, aproximando-se mais suas feições às de uma efetiva sociedade, pois embora destituídos legalmente de personalidade jurídica, os fundos são reconhecidamente um centro de imputação de direitos e deveres. Afinal, trata-se de entidade tão evoluída em suas relações internas que tanto o BACEN quanto a CVM lhe garantem o direito, mediante deliberação tomada por quórum qualificado de cotistas reunidos em assembleia, de realizar operação de fusão, cisão ou incorporação em outra entidade equivalente.¹¹

Por outro lado, no já mencionado processo CVM nº 2001/1857, Marcelo Trindade ensinou, acerca da comparação entre fundos de investimento e sociedades, que “tal equiparação pura e simples é equivocada. Os princípios que regem as sociedades e os fundos de investimento são diversos, porque diversas são suas naturezas jurídicas”.

Em seu voto, Marcelo Trindade afirmou:

Analisando o mérito do recurso, passo a analisar a consulta feita pela área técnica do Colegiado sobre a possibilidade de analogia do art. 115 da Lei 6.404/76, no que respeita à decisão dos cotistas ligados ao empreendedor no âmbito das deliberações tomadas nas assembleias gerais, em virtude da possibilidade de configuração de conflito de interesses ou benefício particular.

[...]

Inicialmente, cabe verificar que o recurso à analogia pressupõe a existência de uma situação em que se verifique uma lacuna na lei.

[...]

Assim, necessário se faz verificar qual a natureza jurídica do fundo de investimento imobiliário e a legislação aplicável para, só após a análise dessas regras, pensar em utilização da analogia. Nos termos da Lei 8.686/93, o fundo de investimento imobiliário é uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, constituído sob

¹¹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*. In: Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 238.

a forma de condomínio fechado. Tem-se, assim, que os fundos de investimento imobiliário são condomínios e, portanto, gozam de disciplina própria, estabelecida no Código Civil.

Do Código Civil, retiram-se algumas regras que podem ser aplicadas no caso mencionado pela SRE. Falo das regras tratando dos defeitos do negócio jurídico e sancionando o abuso de poder e a ausência de boa-fé objetiva, cujos pressupostos e implicações devem ser analisados para a aplicação no caso concreto, sem prejuízo, ainda, das disposições contidas na regulamentação aplicável sobre a questão do conflito de interesses.

Em razão da existência dessas regras no Código Civil e na regulamentação aplicável, as disposições constantes no art. 115 da Lei 6.404/76, tratando do abuso do direito de voto e conflito de interesses no âmbito das sociedades por ações, não se aplicam ao presente caso.

No mesmo sentido do que afirma Marcelo Trindade, entendemos que exatamente ao contrário do que ocorre com as sociedades, os fundos de investimento apresentam uma caracterização contratual e não societária, uma vez que inexistente, entre os investidores dos fundos, qualquer relação interpessoal ou “*affectio societatis*”, de modo que a constituição de um fundo de investimentos não tem como intuito atingir o objeto social, mas o único interesse em auferir rendimentos através de investimentos. Desta maneira, nos fundos de investimento, a relação entre os investidores torna-se irrelevante para o funcionamento destes, se assemelhando, portanto, a um condomínio.

Lembra-se, ainda, que os fundos de investimento não são dotados de personalidade jurídica, uma vez que consistem numa comunhão entre os recursos financeiros dos investidores, destinados à aplicação em títulos e valores mobiliários, entendimento ao qual se filia Nelson Eizirik¹²:

Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a *affectio*. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos. [...] nos fundos abertos, os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a

¹² EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Renovar Editora: Rio de Janeiro, 1992.

qualquer momento; nos fechados, o resgate somente pode ocorrer com o término do prazo de duração do fundo. Por outro lado, as cotas de fundo aberto não são passíveis de cessão ou transferência, exceto nas hipóteses de decisão judicial, de execução de garantia ou sucessão universal, enquanto que as cotas de fundo fechado podem ser livremente cedidas ou transferidas, mediante termo ou negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão (artigo 12, § 1º, da instrução CVM 409/04).

O artigo 5º da ICVM nº 409/2004, classifica os fundos de investimento em condomínios abertos ou fechados, conforme seja ou não possível o resgate das cotas de sua emissão.

Nos fundos abertos, é possível que os cotistas solicitem o resgate imediato de suas cotas; já nos fechados, o resgate somente pode ocorrer com o término ou cumprimento do prazo estabelecido pelo regulamento.

Destaca-se, ademais, que no fundo aberto as cotas não são passíveis de cessão ou transferência – salvo nos casos de imposição por decisão judicial, de sucessão universal ou de execução de garantia. As cotas de um fundo fechado, de outra banda, são passíveis de cessão ou transferência, seja por meio de termo, negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão, conforme o caso (artigo 12, parágrafo primeiro, da ICVM nº 409/2004).

Infere-se, portanto, que a própria regulamentação acerca dos fundos de investimento, brasileira e estrangeira, admite que sejam mantidos o patrimônio e a capacidade processual dos integrantes, sem atribuir-lhes, entretanto, personalidade jurídica, o que reforça o entendimento de que se tratam os fundos, de condomínios.

O professor Arnaldo Wald afirma que:

Há evidências da existência de fundamento legal e entendimento administrativo consolidado, inclusive no Conselho Monetário Nacional, no Banco Central e na Comissão de Valores Mobiliários, no sentido de reconhecer a natureza jurídica do fundo como um condomínio de natureza especialíssima que tem patrimônio próprio, escrita, específica, auditoria nas suas contas, representação em juízo e administração por uma espécie de *trustee*. A propriedade

dos bens pertence ao Fundo e as quotas é que são da propriedade dos condôminos.¹³

Felipe Ruiz Afonso, no mesmo sentido, justifica a teoria condominial da seguinte maneira:

Os fundos, de fato, comportam-se como condomínios. Não produzem eles rendimentos a serem distribuídos no fim do exercício, nem sequer visam alcançar lucros numa sequência de compra-venda de títulos; coisas todas essas próprias das sociedades. Os condomínios mobiliários reúnem uma massa de bens, e os comunheiros beneficiam-se automaticamente da valorização desta massa. Há valorização imediata da quota, e não distribuição de lucro.

Já Luis Felipe de Carvalho Pinto¹⁴, em sua dissertação de mestrado, conclui que se trata o fundo de investimento de um instituto intermediário entre a comunhão pura e a pessoa jurídica:

Esse condomínio *sui generis*, caracterizado pela existência de um patrimônio destinado a uma finalidade, de copropriedade dos participantes, e indivisível, mostra-se equiparável à *gesamthand* do direito alemão (em mão comum), instituto intermediário entre a comunhão pura e a pessoa jurídica, surgindo para explicar a situação de sociedades sem personalidade que, segundo a doutrina alemã, não chegam a formar uma sociedade individual, mas unidade coletiva ou comunidade em mão comum.

É possível caracterizar os fundos de investimento, portanto, como detentores de uma quase personalidade jurídica, ou como um regime *sui generis*, que lhes proporciona a propriedade fiduciária dos bens dos condôminos, caracterizando-se a sua autonomia pela existência de patrimônio próprio, de contabilidade própria, de capacidade processual própria e de gestão baseada em princípios fiduciários.

¹³ WALD, Arnold. *Da natureza jurídica do fundo imobiliário*. Revista Forense. Rio de Janeiro: Forense, ano 86, 1990, nº309, p.11.

¹⁴ PINTO, Luis Felipe Carvalho. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. Tese apresentada para obtenção do título de mestre pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, sob a orientação do Prof. Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa, São Paulo, 2002, p. 2.

3.2. Fundos de Investimento em direitos creditórios

Para o entendimento de forma adequada dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, é importante analisar o instituto da securitização de recebíveis em relação ao mercado atual.

No exercício comum de suas operações, as sociedades têm necessidade constante de obter caixa visando a produção, manutenção, financiamento, capital de giro e de todas as operações necessárias ao seu dia a dia.

Tendo em vista essa necessidade de caixa, é comum que sociedades em situação financeira instável se deparem com custos elevados para captação de recursos, principalmente no mercado financeiro, de maneira que se torna impossível conseguirem empréstimos, financiamentos, fomento, etc. em valores equivalentes à totalidade do montante necessário para a continuidade das suas atividades. Tais empresas, buscando melhorar sua saúde financeira, podem optar por obter recursos mediante a securitização de recebíveis a SPEs ou fundos de investimento, em troca da obtenção imediata dos rendimentos necessários para realizar suas atividades.

Neste cenário, os fundos de investimento surgem como fonte inovadora de financiamentos e têm-se mostrado como veículos de securitização alternativos às SPE, vez que, dentre outras vantagens, diminuem significativamente os custos da operação, inclusive tributários, como PIS, Cofins, IRPJ, CSLL e IOF.

Além disso, a partir do momento em que ocorre a venda, cessão ou transferência dos direitos creditórios para um FIDC – mediante ao pagamento de uma taxa de deságio, acordada previamente entre o cedente e o cessionário e da subsequente distribuição das cotas do FIDC no mercado – as empresas se veem diante da possibilidade de captar recursos com custos mais baixos, especialmente aquelas que não dispõem de estrutura suficiente para utilizar os instrumentos tradicionais do mercado financeiro, tais como debêntures. As empresas de capital fechado, inclusive, podem participar desta modalidade de captação, o que torna a captação de recursos através dos fundos de investimento muito mais democrática e inclusiva.

Existe a possibilidade, ainda, de que os fundos de investimento sejam utilizados como fonte de financiamento, visando a organização do fluxo de caixa de empresas de um mesmo grupo, e possibilitando a desoneração do balanço de uma instituição, quando se utiliza a vantagem da antecipação dos recursos para quitação de dívidas.

João Paulo F.A. Fagundes, em artigo sobre o tema, define o FIDC da seguinte maneira¹⁵:

O fundo de investimento em direito creditório é uma comunhão de recursos, organizada sob a forma de condomínio, que destina parcela preponderante de seu patrimônio à aplicação em direitos creditórios. É dizer, diferentes investidores com o mesmo objetivo de investimento entregam seus recursos ao fundo, que a seu turno investirá parte preponderante desses recursos, em seu próprio nome, em direitos creditórios. Pelos recursos investidos, os investidores recebem cotas representativas de sua participação na carteira de ativos do fundo, tornando-se condôminos do fundo. O objetivo do fundo é a valorização das cotas através do investimento em direitos creditórios, adquiridos com desconto em relação ao valor de face, e, em última instância, a geração de ganhos para os cotistas-condôminos.

De acordo com a BOVESPA¹⁶, será denominado FIDC o fundo de investimento que se destina à aplicação de parcela preponderante do patrimônio (acima de 50%) em direitos creditórios e em títulos representativos de direitos creditórios, originários de operações nos segmentos financeiro, comercial, industrial, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços.

Para realização de qualquer aplicação, é necessário investir o valor mínimo de R\$ 25 mil por investidor, sendo que não se faz necessário ao cedente dos créditos montar uma SPE, vez que, para ele, a operação é neutra do ponto de vista tributário.

Para Claudio Gonçalves dos Santos e Luiz Roberto Calado, dentre as vantagens de se realizar uma operação de securitização utilizando um FIDC está o

¹⁵ FAGUNDES, João Paulo F.A., *Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios*, Agosto de 2003. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI2481,61044-Os+Fundos+de+Investimento+em+Direitos+Creditorios>>

¹⁶ BOVESPA. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/fundos-de-investimentos-em-direitos-creditorios-fidc.htm>

fato de que estes oferecem equilíbrio na relação retorno *versus* risco, por contarem com uma estruturação capaz de garantir margem de segurança ao investidor em caso de inadimplência dos créditos cedidos pelo cedente. Os autores acrescentam, ainda, que a proteção se efetiva por meio das quotas subordinadas, criadas para servirem como “colchão de liquidez” em caso de inadimplência. Por fim, a obra conta com uma comparação entre os custos de uma operação de securitização feita utilizando-se um FIDC ou uma SPE:

Os FIDCs são fundos mútuos, não possuindo personalidade jurídica própria e, portanto, não se enquadrando na condição de contribuintes de tributos tais quais a Contribuição Social sobre Lucros (CSLL), PIS, Cofins e IOF. Os FIDCs, quando comparados com as Sociedades de Propósito específico, gozam de tratamento fiscal privilegiado como veículo para operação de securitização.¹⁷

Em seguida, será feita uma análise específica sobre os fundos de investimento em direitos creditórios.

3.2.1. Instrução CVM 356/2001

Conforme já estudado, a ICVM 356/2001 é o diploma legal que regulamenta a constituição e o funcionamento de FIDCs e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

O inciso I do artigo 2º de referida instrução normativa define os direitos creditórios, e esclarece que se tratam de direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas no segmento financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, entre outros.

Pode-se dizer, então, que os direitos creditórios podem ser oriundos de diversas operações praticadas dentro do mercado, os quais abrangem, inclusive, as operações de segmento financeiro e os títulos créditos representativos das operações industriais, comerciais, de prestação de serviços, etc.

¹⁷ DOS SANTOS, Claudio Gonçalves e CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: Novos rumos do mercado financeiro*. pp. 97-98.

A ICVM 356/2001 positiva, dentre outras normas, que a denominação do fundo não pode conter expressões incompatíveis com sua finalidade, devendo constar no nome termos como “Fundo de Investimento em Direitos Creditórios” ou “Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios”, a depender do caso. A denominação deve ainda ser apta a indicar para qual seguimento se destinará a parcela mais expressiva dos recursos do fundo, quando for o caso.

Quanto à gestão, a ICMV 356/01 também prescreve que a administração do fundo pode ser exercida por bancos múltiplos, por bancos comerciais, pela Caixa Econômica Federal, por bancos de investimento, por sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários, ou por sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

O FIDC deve ter escritura contábil própria, de modo que qualquer alteração em relação à sua administração deve ser informada à CVM em prazo inferior a 15 dias, a contar da ocorrência.

Ademais, é necessário mencionar que os FIDCs, sejam constituídos de forma aberta ou fechada, necessitam de autorização prévia da CVM para funcionar, e devem ser regidos por instruções normativas expedidas por esta autarquia.

O exercício social do fundo deve ter duração de um ano, com a respectiva data de encerramento prevista no regulamento.

O patrimônio líquido dos FIDCs também não pode ser inferior a R\$ 500 mil, e, se não observada tal previsão, os fundos podem ter sua liquidação determinada pela CVM.

Necessário esclarecer que FIDCs devem aplicar e manter, no mínimo, 50% da carteira aplicada em direitos creditórios oriundos das operações originadas dos seguimentos comercial, imobiliário, hipotecário, financeiro, de prestação de serviços, arrendamento mercantil ou títulos representativos de crédito de natureza diversa, conforme reconhecidos pela CVM.

Ricardo de Santos Freitas¹⁸ explica que o restante da carteira deve, obrigatoriamente, ser aplicado em:

- a) Títulos de emissão do Tesouro Nacional;
- b) Títulos de emissão do Banco Central;
- c) Créditos Securitizados pelo Tesouro Nacional;
- d) Títulos de emissão dos Estados e Municípios;
- e) Certificados e recibos de depósito e demais títulos;
- f) Valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social; e
- g) Operações comprometidas.

O autor menciona, adicionalmente, que este tipo de fundo de investimento, ou os títulos que compõem suas carteiras, devem ser classificados por agências de classificação de riscos em funcionamento no país.

No que diz respeito às demonstrações financeiras anuais, estas devem estar de acordo com o conjunto normativo integrado na ICVM 356/2001, sendo auditadas por indivíduo inscrito na CVM.

A ICVM 356/2001 prevê, outrossim, a existência de uma outra forma de fundo, do qual o objetivo se resume na aplicação de parcela preponderante de seu patrimônio – 95% ou mais – em cotas de outro FIDC – definidos pela própria instrução – o chamado Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC.

¹⁸ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimentos*. São Paulo: Editora Quartier Latin 2006. p. 115

3.2.2. Modificações Trazidas pelas instruções CVM 531/2013, 554/2014 e 558/2015

Por intermédio da ICVM 531/2013, foram modificados dispositivos da ICVM 356/2001 e da ICVM 400/2003, com o intuito de aperfeiçoar as funções de controle e gestão exercidas pelos administradores e custodiantes dos FIDCS, esclarecendo e delineando a atuação e a responsabilidade destes indivíduos, o que acarretou a redução de possíveis situações de conflitos de interesses, tendo em vista que a indevida concentração de funções em um único participante ou seus subordinados poderia colocar em risco a administração do FIDC.

A seguir, passaremos a exemplificar, com os próprios dispositivos da ICVM 531/2013, as inovações trazidas por esta em relação à ICMV 356/2001.

O artigo 24, parágrafo 1º, inciso VII, parágrafos 3º e 4º, da ICMV 356/2001, foi modificado no sentido de delegar ao custodiante as obrigações de observação aos critérios de elegibilidade, sendo atribuída a uma instituição responsável o dever de observação dos pré-requisitos para que o crédito seja cedido, de modo que os direitos creditórios sejam sempre devidamente validados.

Assim, as qualidades fundamentais para a elegibilidade dos direitos creditórios são aquelas determinados com base em informações acerca do controle do custodiante, ou de entidade por ele contratada.

Deste dispositivo nota-se que a intenção da CVM ao expedir a ICMV 531/2013 era de delegar tarefas, de maneira que a autarquia entendeu que, sendo função do administrador dizer quais direitos creditórios devem integrar a carteira do fundo, seria prejudicial que este também detivesse controle sobre os critérios de validação do crédito. Sem tal medida, portanto, poderiam ser gerados diversas situações de conflitos de interesse, o que prejudicaria o fundo.

Quanto ao administrador, foram realizadas modificações no artigo 34, incisos IX e X da 356/2001, de maneira que foram adicionadas diversas atribuições ao administrador do fundo, principalmente no que concerne à estipulação de critérios para a cessão dos direitos creditórios na política de investimento, de forma que a partir do advento da ICMV 531/2013 tornou-se papel do administrador

deliberar sobre procedimentos e regras, devendo verificar o cumprimento do dever de validação creditícia, exercido pela já mencionada instituição responsável.

Segundo o dispositivo supracitado, passava a caber ao administrador informar ao Sistema de informações de Créditos do BACEN os direitos creditórios adquiridos.

Quanto ao custodiante, por outro lado, foram trazidas modificações no artigo 38 da ICVM 356/2001, que incumbiram ao custodiante as seguintes funções: validar os direitos creditórios por meio da análise das condições de elegibilidade estabelecidas no regulamento; verificar, de três em três meses, a documentação comprobatória do lastro dos direitos dos créditos representados por operações financeiras, comerciais e de serviços; ser o indivíduo capaz de receber em nome do fundo o pagamento válido, bem como realizar a cobrança, de qualquer renda relativa aos títulos custodiados, sendo depositados os valores em conta de titularidade do fundo, sendo esta atrelada a instituições financeiras, determinada por intermédio de instrumento contratual, com finalidade de receber depósitos feitos pelo devedor, sendo esse valor liberado após cumpridos os requisitos determinados pelo custodiante.

Cumpra ainda ressaltar que o custodiante pode contratar prestadores de serviço para desempenhar algumas de suas funções, entretanto, estes não podem ser originadores, consultores especializados, gestores ou cedentes.

As modificações no artigo 39, §§ 1º e 2º da ICVM 356/2001 tratam das vedações impostas ao exercício das funções de administrador e do custodiante, bem como das vedações referentes à cessão de crédito.

Conforme estudado, a ICVM 531/13 instituiu, portanto, expressa proibição ao acúmulo das funções de custodiante, administrador e gestor dentro do FIDC.

Foi expedida, ainda, a ICVM 554/2014, alterando a ICVM 391/2003, que passou a dispor que é faculdade privativa dos investidores qualificados a realização de investimentos em Fundos de Investimento, sem exigência de valor mínimo de subscrição. Nos termos da antiga redação, esse valor mínimo era de R\$ 100 mil.

Também foi modificada pela ICVM 554/2014 a ICVM 444/2006, passando a ser facultade privativa dos investidores profissionais realizar investimentos e negociar cotas de FIDCs-NP, não existindo valor nominal unitário específico para as cotas do fundo. Nos termos da redação anterior, era exigido o valor nominal de R\$ 1.000.000,00, sendo possível a realização do investimento por investidores qualificados.

Por fim, pela ICVM 554/2014 modificou-se a ICVM 476/2009 e, a partir da entrada em vigência daquela, foram destinadas exclusivamente aos investidores profissionais as ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos, incluindo as cotas de fundos de investimento. Entretanto, os valores mobiliários oferecidos sob a égide da ICVM 476/2009 ainda puderam ser passíveis de negociação entre investidores qualificados. A redação anterior definia que as ofertas restritas seriam destinadas somente aos investidores qualificados.

Outra importante instrução expedida pela CVM foi a ICVM 558/2015, a qual se aplica a todos os fundos, observadas as normas referentes à FII, e trouxe diversas modificações e prescrições.

A partir do início da vigência da ICVM 558/2015, foram incluídas duas novas categorias de pessoas capazes de requerer o registro de administrador de carteiras de valores mobiliários: as figuras do administrador fiduciário e gestor de recursos.

Foram estipulados, ainda, novos critérios para que a pessoa natural administrador exerça suas funções, com destaque para a exigência de que este tenha formação superior, bem como de sua aprovação em exame próprio.

Expediu-se, também pela ICVM 558/2015, a necessidade de nomeação de diretores com atribuições específicas, bem como um maior detalhamento de regras de conduta, gestão de riscos, e a obrigatoriedade separação física.

Tal Instrução determina uma série de características para que uma entidade se caracterize como administradora fiduciária do fundo. Inicialmente, a modalidade em questão só comporta pessoas jurídicas, estando as entidades dessa categoria autorizadas a exercer atividades profissionais relacionadas, diretamente ou não, com o funcionamento e manutenção de carteiras de valores mobiliários; foram implementados, ainda, requisitos para que tal pessoa jurídica se

registre nessa categoria, devendo o ente ser instituição financeira ou possuir autorização do BACEN para funcionar.

Na hipótese de a pessoa que pretende figurar como administradora fiduciária não se enquadrar nas condições descritas no parágrafo anterior, ela ainda pode ser registrada sob tal categoria se mantiver valores equivalentes a no mínimo 0,20% de seus recursos financeiros sob administração total e dividido entre fundos e carteiras destinados a investidores qualificados e não qualificados, ou valor superior a R\$ 550.000,00, o que for maior, em cada uma das seguintes contas: patrimônio líquido e disponibilidades, em conjunto com os investimentos em títulos públicos federais.

A última hipótese de registro de uma pessoa na categoria em questão é o exercício da atividade de administrador fiduciário exclusivamente em Fundos de Investimentos em Participações, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Participação, Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura, Fundos de Investimentos em Participações em Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação e carteiras administradas.

A entidade jurídica registrada na categoria de administrador fiduciário está sujeita ao requisito de capital mínimo e deve ainda encaminhar à CVM, até 31 de março de cada ano, demonstrações financeiras, com data base de 31 de dezembro do ano anterior, auditadas por auditor independente registrado na CVM, bem como relatório sobre a efetividade da manutenção contínua do capital mínimo exigido pela Instrução, referente ao ano anterior, emitido por auditor independente devidamente registrado.

A ICVM 558/2015 trouxe a figura do gestor de recursos, função que pode ser desempenhada tanto por pessoas jurídicas, como por pessoas físicas. Em relação a estas, referida instrução prevê que para o enquadramento da pessoa física nesta categoria, esta deve ser domiciliada no Brasil, bem como possuir graduação em curso superior em instituição reconhecida oficialmente pelo país.

O requisito do curso superior pode ser dispensado se for comprovado período de sete anos de experiência com atividades relacionadas a gestão de carteiras de valores mobiliários e fundos de investimento, ou se o indivíduo provar que possui notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o

habilite para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.

Essas condições podem também ser dispensadas se a pessoa for admitida em exame de certificação cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM.

Por fim, o indivíduo deve ter conduta ilibada, não estando inabilitado ou suspenso para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM, BACEN, Superintendência de Seguros Privados ou Superintendência Nacional de Previdência Complementar.

A ICVM 558/2015 prevê também condições genéricas para que uma pessoa jurídica se registre sob qualquer uma das modalidades: a sociedade deve ter sede no Brasil, devendo ser atribuída a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a um ou mais diretores estatutários autorizados pela CVM a fazê-lo, sendo que o diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais, salvo pela prestação de consultoria de valores mobiliários.

Ainda é necessário que do objeto social da pessoa jurídica conste a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários e a pessoa jurídica deve ser devidamente constituída e inscrita no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do Ministério da Fazenda.

Segundo a égide deste diploma, todos os pedidos de registro do administrador de carteiras de valores mobiliários devem ser encaminhados à SIN, acompanhados da documentação exigida pela ICVM 558/2015, tendo a SIN um prazo de 45 dias para responder, sob pena de aprovação automática, podendo haver a interrupção de prazo e formulação de exigências em determinadas situações, sendo que o descumprimento dos prazos importa em indeferimento automático do pedido de autorização.

Feito o pedido de registro, é facultado ao administrador, a qualquer tempo, solicitar à CVM a modificação de sua categoria de registro, observados os procedimentos para pedido de registro e cancelamento voluntário de autorização previstos na ICVM 558/2015.

A ICVM 558/2015 ainda trouxe regras acerca das informações a serem divulgadas pelo administrador do fundo, as quais devem ser verdadeiras, completas, estarem escritas em linguagem simples, clara e objetiva, sendo proibida

a divulgação de informações que assegurem ou sugiram garantia de resultados futuros ou a isenção de riscos.

Caso as informações divulgadas pelo administrador apresentem incorreções ou impropriedades, a SIN pode exigir a cessação da divulgação da informação, ou a veiculação, com igual destaque e por meio do veículo usado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM.

Ainda sobre a divulgação de informações, a ICVM 558/2015 prevê que o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, tem o dever de manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações atualizadas: formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir o anexo 15-II da instrução, código de ética de modo a concretizar os deveres do administrador, regras, procedimentos e descrição dos controles internos elaborados para o cumprimento da instrução, política de gestão de risco, política de compra e venda de valores mobiliários por administradores, empregados, colaboradores e pela própria empresa, manual de precificação de ativos das carteiras de valores mobiliários que administra, e política de rateio e divisão de ordens entre as carteiras de valores mobiliários.

Estudadas as diretrizes acerca da divulgação trazidas pela ICVM 558/2015, passemos agora a analisar as regras de conduta as quais se sujeitam os administradores.

Além dos deveres fiduciários de praxe, a ICVM em comento prevê que o administrador deve cumprir fielmente o regulamento do fundo ou o contrato previamente firmado por escrito com o cliente, contrato este que deve conter as características dos serviços a serem prestados, tais como a política de investimentos a ser adotada, a descrição detalhada da remuneração cobrada pelos serviços, o relatório de riscos inerentes aos diversos tipos de operações que o fundo pretenda realizar com os recursos do cliente, entre outros.

Constitui dever do administrador, outrossim, manter atualizada e disponibilizar ao cliente toda a documentação acerca das operações integrantes das carteiras nas quais o cliente seja investidor, bem como estabelecer contratualmente as informações que serão prestadas ao cliente, pertinentes à política de investimento e aos valores mobiliários integrantes da carteira

administrada, informando à CVM sempre que verifique, no exercício das suas atribuições, a ocorrência ou indícios de violação da legislação que incumbe à CVM fiscalizar. O prazo máximo para adoção da referida providência é de 10 dias úteis contados da ocorrência ou identificação do fato.

A ICVM em questão também determina que o administrador estabeleça política relacionada à compra e venda de valores mobiliários por parte de administradores, empregados, colaboradores, sócios controladores e pela própria empresa, sendo a ele vedado prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma em relação aos ativos administrados.

Visando transmitir ainda mais segurança aos investidores, a ICVM 558/2015 proíbe expressamente que o administrador de carteiras de valores mobiliários negocie com os valores mobiliários das carteiras que administre visando aferir renda para si ou terceiros, e também veda que este efetue empréstimos em nome dos clientes, sendo autorizada, porém, a utilização dos ativos das carteiras de valores mobiliários para prestação de garantias de operações das próprias carteiras, bem como emprestar e tomar títulos e valores mobiliários em empréstimo, desde que em caso autorizado pela instrução.

Quanto aos controles internos realizados pelos fundos, a ICVM 558/2015 impõe a existência de regras, procedimentos e controles internos, todos devidamente redigidos, adequados, efetivos e consistentes com a natureza, complexidade e risco das operações realizadas, devendo o administrador assegurar que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à administração de carteiras de valores mobiliários atuem com imparcialidade e conheçam o código de ética e as normas aplicáveis à sua atividade, bem como as políticas previstas na ICVM 558/2015 e as disposições relativas a controles internos.

Ainda no contexto dos regulamentos internos, é papel do administrador garantir a existência de testes periódicos de segurança para os sistemas de informações, em especial para os mantidos em meio eletrônico, devendo também haver a implementação e manutenção de programa de treinamento de administradores, empregados e colaboradores que tenham acesso a informações confidenciais, participem de processo de decisão de investimento ou atuem em processo de distribuição de cotas de fundos de investimento.

O administrador de carteiras de valores mobiliários deve, ainda, manter pelo prazo mínimo de 5 anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções e um arquivo segregado documentando as operações em que tenha sido contraparte dos fundos de investimento ou das carteiras administradas.

A ICVM em questão também atribui certas funções a outras pessoas além do administrador, como é o caso do gestor de recursos, que tem o dever de implementar e manter política escrita de gestão de riscos capaz de permitir o monitoramento, a mensuração e ajuste permanentes dos riscos inerentes a cada uma das carteiras de valores mobiliários, sendo que a política deve conter os procedimentos necessários à identificação e ao acompanhamento da exposição aos riscos de mercado, de liquidez, de concentração, de contraparte, operacionais e de crédito que sejam relevantes para as carteiras de valores mobiliários, entre outros.

Foi designada ao chamado diretor de gestão de risco a função de verificar o cumprimento da política acima descrita, bem como de encaminhar relatório da exposição a risco de cada carteira de valores mobiliários para as pessoas indicadas na política, em intervalos mensais, bem como a função de fiscalizar os terceiros contratados para mensurar riscos.

No entanto, o administrador é incumbido de supervisionar diligentemente a gestão de riscos implementada pelo gestor de recursos contratado, bem como gerir em conjunto com o gestor de recursos o risco de liquidez, nos termos previstos no contrato de gestão e na regulação, o qual deverá prever os mecanismos necessários para assegurar a troca de informações entre administrador fiduciário e gestor, necessárias à implementação da gestão do risco de liquidez.

Nota-se, como dito, que a ICVM 558/2015 visou principalmente segregar as funções exercidas pelas entidades existentes dentro do fundo, tendo em vista que tal prática garante o bom uso das informações comuns a mais de um setor da empresa, sendo preservadas as informações confidenciais e permitida a identificação das pessoas que tenham acesso a elas, tornado restrito o acesso a arquivos e possibilitando a identificação das pessoas que tenham acesso a informações secretas do fundo.

O descumprimento de diversas regras da instrução é considerado infração grave, em especial no que toca a regras de conduta, gestão de risco, segregação, distribuição de cotas e manutenção de documentos em arquivo, garantindo, ao final, mais segurança ao investidor.

3.3. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados vis a vis à Instrução CVM nº 444/2006

Além dos fundos abordados previamente neste estudo, existe uma outra classe de fundo de investimento: O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados, o qual é regido pela ICVM 444/2006, e tem como objetivo o investimento em ativos específicos, direitos creditórios distintos daqueles abrangidos pela ICVM nº 356/2001, já estudada.

Os FIDCs-NP recebem este nome quando sua política de investimentos dispuser que não há óbice em realizar aplicações, em qualquer percentual de seu patrimônio líquido, nos seguintes tipos de direitos creditórios:

- a) Que sejam decorrentes de receitas públicas oriundas da União, dos Estados, dos Municípios e do Distrito Federal;
- b) Que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando da sua cessão para o FIDC;
- c) Que venham de processos judiciais em curso, sejam seu objeto, tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;
- d) Que tenham sua validade jurídica de cessão para o FIDC considerada um fator preponderante de risco;
- e) Que sejam oriundos de companhia em recuperação judicial/ extrajudicial;

f) Que tenham existência futura e montante desconhecido, desde que provenientes de relações já constituídas;

g) Que tenham natureza diversa, não enquadrada no disposto no artigo 2º, inciso I da ICVM nº 356/2001; e

h) O FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco.

De acordo com a ICVM 444/2006, as cotas do FIDC-NP deviam ter valor nominal unitário de R\$ 1.000.000,00, no mínimo, de maneira que era permitida apenas para os investidores titulares de ao menos uma cota de referido valor a emissão e negociação de fração destas cotas. Esta aplicação mínima exigida pela CVM classificava os investidores do FIDC-NP como investidores qualificados.

De acordo com referida ICVM, este tipo de fundo de investimento somente poderia ter cotas negociadas ou receber aplicações em mercado secundário caso o adquirente ou subscritor das cotas fosse um investidor qualificado, conforme designado pela CVM.

Nota-se, da análise dos direitos creditórios que podem ser objeto das operações envolvendo FIDCs-NP, que estas possuem, geralmente, certa probabilidade de não realização do ativo objeto do investimento, o que faz com que estes veículos sejam utilizados para atividades de natureza especulativa, muito mais do que na redução de custo de captação do cedente.

Dito isto, os FIDCs-NP têm tratamento diferenciado em relação aos FIDCs convencionais, sendo considerados veículos securitizadores de ativos exóticos, terminologia derivada do possível risco de realização do fluxo de caixa dos ativos.

3.3.1. Instrução CVM 444/2006 e modificações trazidas pela ICVM 554/2014

A ICVM 554, de 17 de setembro de 2014, entrou em vigor recentemente, em 2015, e incluiu, alterou e revogou dispositivos de diversas instruções da CVM, notadamente a ICVM nº 444/2006, abordada anteriormente pelo presente estudo e que trata dos FIDCs-NP.

Dentre as alterações relevantes, é pertinente para este estudo o fato de que a ICVM 554/2014 alterou o conceito dos investidores qualificados, passando tal categoria a abranger as pessoas naturais ou jurídicas que: possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00, capazes de atestar sua condição de investidor qualificado; as pessoas naturais aprovadas em exames de qualificação técnica ou que possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; os clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados; e os investidores profissionais.

Como visto, esta ICVM trouxe consigo a criação da categoria “investidores profissionais”, que abrange:

- a) Instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN;
- b) Companhias Seguradoras e Sociedades de Capitalização;
- c) Entidades Abertas e Fechadas de Previdência Complementar;
- d) Pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior à R\$ 10.000.000,00 e que atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio;

- e) Fundos de Investimento;
- f) Clubes de investimento, desde que tenham carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;
- g) Agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios; e
- h) Investidores Não Residentes.

Com o advento da ICVM 554/2014 foi implementada, ainda, a revogação dos incisos I e II do parágrafo 4º da ICVM 444/06, os quais foram mencionados no capítulo anterior e previam, em breve resumo, que somente os investidores qualificados poderiam atuar no mercado secundário, sendo o montante mínimo de investimento de R\$ 1.000.000,00 para as cotas do FIDC-NP.

4. A SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

Como dito, no exercício de suas atividades, as sociedades têm necessidade constante de moeda disponível para ter condições de praticar vários atos necessários à continuidade de suas atividades, tais como: aquisições diversas de insumos para produção, manutenção das quantidades estocadas, financiamento e capital de giro.

Aludida moeda disponível pode ser obtida de três formas: (i) via aporte a ser realizado pelos próprios sócios da empresa; (ii) por meio de reinvestimentos dos lucros; e (iii) através de capital de terceiros, geralmente instituições financeiras, as quais cobram diferentes taxas para cada operação.

Quando não é possível realizar investimentos advindos do capital próprio dos sócios na empresa, tampouco reinvestir os lucros, são comuns: (i) a busca de empréstimos diversos junto a instituições financeiras; e a (ii) negociação de valores mobiliários no mercado de capitais. A segunda opção, contudo, é disponibilizada apenas para as sociedades por ações.

Como dito, a moeda advinda das operações junto a instituições financeiras é disponibilizada imediatamente, entretanto, tal prática possui custos, quais sejam: no empréstimo bancário, são cobrados juros; no mercado de capitais, uma taxa sobre os lucros obtidos com a operação, além dos custos advindos do lançamento dos títulos mobiliários no mercado.

Em razão destes custos, as empresas se veem diante da necessidade de buscar novas opções de financiamento, sob pena de que se torne impossível a continuidade de suas atividades.

Neste cenário, demandou-se uma forma alternativa de encontrar novos meios de obtenção de caixa que oferecessem maiores garantias, menores riscos, e menores custos de captação, e então originou-se a operação de securitização de recebíveis.

Isto porque a crescente sofisticação do mercado de capitais exigiu operações envolvendo títulos com maior grau de garantia e de transparência de informações. Assim, como opção de financiamento que tem se desenvolvido de maneira fatorial no mercado, a securitização de recebíveis é motivada pela

obtenção de liquidez, pela diversificação das fontes de financiamento, pela redução do custo do capital, pela mitigação dos impactos jurídicos e pela gestão do risco.

Ao se falar em securitização de recebíveis, deve-se ter em mente que se trata de um instrumento financeiro bastante flexível, tanto com relação aos ativos passíveis de securitização (financiamento imobiliário, direitos sobre eventos futuros, faturas de cartão de crédito, financiamento de veículos e direitos autorais), quanto em relação às atividades que podem ser abarcadas (setor financeiro, industrial comercial, governamental e de serviços), o que possibilita aos agentes do mercado oferecer diversas soluções de captação de recursos para seus clientes.

Em Portugal o fenômeno da securitização é chamado de “titularização”, e, para João Pinto e Manuel Marques, a importância da operação de securitização manifesta-se não apenas no setor financeiro, mas também nos restantes setores da atividade econômica, refletindo-se em um volume crescente de operações realizadas nos mercados internacionais, obrigando os sistemas financeiros a adaptarem suas legislações a este novo tipo de operação:

O foco da análise destas operações desvia-se pois para a classificação de risco baseada na segregação de activos. Isso obrigou os sistemas financeiros de diversos países a uma rápida actualização dos seus procedimentos e da sua legislação para acolher as novas soluções de financiamento dos activos e dos investimentos.

A titularização de activos é uma das inovações mais recentes dos mercados financeiros, tendo transformado a realidade financeira a nível internacional. Este fenómeno originou uma profunda transformação nos processos de financiamento das empresas e dos consumidores. A prática tradicional do recurso às instituições financeiras para captar recursos provenientes de depósitos bancários e os canalizar para o investimento através do crédito, tem sido complementada e até mesmo substituída pelo processo de titularização, relacionando directamente as empresas com os mercados de capitais.

Em suma, a titularização de activos, associada a um conjunto de outras tendências, está a revolucionar o modo como se processa a afectação de recursos nos sistemas financeiros em geral.¹⁹

19 PINTO, João e MARQUES, Manuel, O movimento de titularização de activos em Portugal (Asset Securitization in Portugal), estudo datado de 26 de abril de 2007 e disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2368617> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2368617>

Na mesma linha, e ainda estudando considerações de autores sobre o tema, visando a máxima compreensão deste instrumento financeiro, é pertinente estudar o conceito de securitização trazido por Jack Clark Francis, que entende que a securitização é um processo de desintermediação no qual o crédito é substituído por títulos negociáveis no mercado, emitidos a um custo mais baixo, o que envolve a formação de uma carteira de ativos financeiros para que referidos títulos possam ser vendidos a investidores externos que desejem financiar esta carteira.

4.1. Histórico do mercado de securitização de créditos

O conceito de securitização nasceu a partir do desenvolvimento do mercado secundário de financiamento habitacional nos Estados Unidos, que culminou na promulgação do “National Housing Act of 1934”. Como o mercado de crédito imobiliário estava, à época, enfrentando grave crise, exatamente como vários outros setores da economia norte-americana em razão da Grande Depressão de 1929, o Congresso criou a “Federal Housing Administration”, que, visando garantir que os cidadãos fossem capazes de adquirir um imóvel próprio, passou a assegurar o empréstimo por investidores privados, que apresentavam riscos menores, em função do lastro constituído a partir de hipoteca.

Este órgão criado pelo governo norte-americano tinha como um dos seus principais objetivos permitir que o maior número possível de pessoas pudesse realizar financiamentos, sendo constituída, como garantia, a hipoteca sobre o bem financiado.

O sucesso da “Federal Housing Administration” estimulou, nos Estados Unidos, a constituição de associações e sociedades voltadas especificadamente para o financiamento habitacional. Dentre essas associações, merece destaque a “Federal National Mortgage Association”, a primeira a ser instituída, no ano de 1938, conhecida como “Fannie Mae”.

A “Fannie Mae” funcionava como uma agência securitizadora, uma vez que era responsável por comprar as hipotecas previamente seguradas pela “Federal Housing Administration”, proporcionando liquidez para este mercado de hipotecas.

Com a criação da “Fannie Mae” e a conseqüente liquidez proporcionada por esta, foi criada pelo governo norte-americano a “Government National Mortgage Association”, conhecida como “Ginnie Mae”, a qual tem como função proporcionar liquidez ao mercado secundário daquelas hipotecas compradas pela “Federal Housing Administration”, e também por entidades privadas. É pertinente observar que nas hipóteses de inadimplência, o governo norte-americano se responsabiliza pelo repasse do fluxo de pagamentos devido aos investidores, o que torna o investimento nestes títulos praticamente livres de risco.

É possível afirmar que “Fannie Mae” e “Ginnie Mae” foram, portanto, as responsáveis pela iniciação e consolidação do mercado primário e secundário de empréstimos hipotecários nos Estados Unidos. Estavam, assim, criadas as condições para a realização da securitização de créditos vinculada a empréstimos hipotecários.

Neste panorama, durante a década de 1970, foi criado o “Mortgage-Backed Securities”, caracterizado como o primeiro ativo securitizado no mundo, totalmente embasado no financiamento hipotecário. Em razão do rápido sucesso, logo em seguida a securitização foi utilizada em diversos outros ativos, como faturas a receber de cartões de crédito, leasing e outros recebíveis futuros, que passaram a ser denominados de “Asset-Backed Securities” no mercado norte-americano, e assim desenvolveu-se o mercado de securitização.

Cabe discorrer brevemente sobre a utilização do termo securitização que, como não poderia deixar de ser, é proveniente do idioma inglês, “securitization”, termo correspondente à denominação dos valores mobiliários em inglês: “securities”. Securitização, assim, busca transmitir a ideia de utilizar, transformar ou criar valores mobiliários. Da mesma forma que o mercado de capitais, o significado do termo securitização tem se desenvolvido no decorrer do tempo e de acordo com as novas experiências e tecnologias vividas e exigidas pelo mercado.

Durante a década de 1970, quando o mercado norte-americano passou a se utilizar da então novidade, profissionais e investidores do mercado financeiro tentaram definir securitização como *“a prática de estruturar e vender investimentos*

*negociáveis de forma que seja distribuído entre diversos investidores um risco que normalmente seria absorvido por um só credor."*²⁰

Em outras palavras, securitização foi o vocábulo utilizado para descrever o procedimento pelo qual sociedade que normalmente se utilizavam de empréstimos do sistema bancário passaram a angariar recursos por meio do mercado de capitais, ao emitir de valores mobiliários. Por meio desse procedimento, essas empresas "securitizaram" suas dívidas, ou seja, seus passivos passaram a ser constituídos de títulos ("securities") emitidos no mercado e, não mais, de empréstimos bancários.

Esse foi o início do processo da constante e diversificada evolução da tecnologia de securitização. Logo em seguida, instituições financeiras desenvolveram mecanismos que possibilitavam a venda de empréstimos de suas próprias carteiras de crédito, processo esse que passou a ser conhecido como "transferência de risco de crédito". O resultado deste processo é a transferência de ativos de uma instituição originadora do passivo para terceiros, os quais financiam a compra destes ativos através da emissão de instrumentos financeiros negociáveis e devidamente lastreados nestes ativos. Essa transferência, caracterizada pela venda dos ativos, deve ser realizada sem direito de regresso do crédito contra o originador.

4.2. A securitização no Brasil

No Brasil, diferentemente do que ocorreu nos Estados Unidos, as primeiras operações de securitização de crédito não foram impulsionadas pelas entidades governamentais, mas sim estruturadas por entes privados, a partir da criação de SPEs e emissão de debêntures, de maneira que o fluxo dos recebimentos fosse equivalente ao fluxo de pagamentos dos direitos creditórios previamente adquiridos.

A primeira operação de securitização no Brasil foi realizada pela rede de lojas Mesbla, no final da década de 1980, quando se encontrava em dificuldades

²⁰ UQBAR. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/securitizacao.jsp>, acesso em 13/07/2015>

financeiras, o que tornava dificultoso o caminho para a captação de recursos no mercado financeiro. Em razão da necessidade de conseguir captar tais recursos, a rede de lojas constituiu uma SPE, denominada de Mesbla Trust, para a qual repassou os recebíveis oriundos de suas vendas.

Tendo como base os recebíveis originados pelas lojas, foi possível emitir e negociar debêntures pela Mesbla Trust, sendo estas debêntures lastreadas por referidos recebíveis, de forma que os investidores, em tese, não seriam atingidos pelos riscos de inadimplemento da Mesbla, que vivenciava dificuldades financeiras. O capital proveniente da aludida emissão de debêntures foi repassado à Mesbla, por meio da compra dos seus títulos. Desta forma, o equilíbrio de caixa foi restabelecido.

No começo da década de 1990, novas operações de securitização foram realizadas por empresas brasileiras.

Dentre tais operações, destaca-se uma realizada pela Embratel, que securitizou o fluxo futuro de créditos que teria com a empresa americana AT&T.

Logo em seguida, a mesma lógica foi seguida por operação realizada pela Varig, que "*securitizou*" seus créditos futuros originários das vendas de passagens aéreas realizadas no mercado externo e pagas com cartões de crédito.

Verifica-se que o mercado doméstico brasileiro de securitização tem um histórico muito incipiente quando comparado a mercados de países mais desenvolvidos, como o norte-americano e o europeu. Apenas um número ínfimo de operações semelhantes pôde ser verificado até a criação da legislação e regulamentação para dois novos tipos de entidades emissoras: as Companhias Securitizadoras e os FIDCs.

Foi a publicação da Resolução nº 2.907/2001, pelo CMN, que instituiu a constituição e o funcionamento dos FIDCs, instrumento já estudado e importantíssimo para o desenvolvimento e utilização em larga escala da securitização.

Por fim, a CVM emitiu a ICVM 356/2001, posteriormente alterada pela ICVM 531/2013, que regulamentou a forma de constituição e do funcionamento dos FIDCs.

O advento dessa estrutura regulamentar disponibilizada principalmente nessa última década, aumentou substancialmente o volume de operações de securitização no Brasil. Em 2003 o mercado lançou os primeiros fundos de recebíveis, sendo que as expectativas de sucesso foram todas atingidas e, em muitos casos, até ultrapassadas.

Dessa forma, o desenvolvimento do mercado de securitização brasileiro se expandiu e se tornou muito mais sólido, transparente e vivo, se fazendo presente nos mais diversos campos da economia brasileira.

Essas operações, com o crescente desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, passaram a ser uma importante fonte de financiamento para grandes empresas brasileiras no mercado internacional. Outra prova do sucesso que essa nova tecnologia traz aos mercados que a utilizam, é a atual prática dos bancos comerciais brasileiros em utilizar esse mecanismo para securitizar seus fluxos futuros de remessas eletrônicas de pagamentos.

4.3. A securitização na atualidade

Existem inúmeras interpretações no mercado financeiro sobre o significado da palavra securitização.

Frank J. Fabozzi e Anand Bhattacharya definiram a securitização como um negócio jurídico no qual uma companhia emite títulos garantidos por ativos, os quais podem assumir uma variedade de atributos capazes de gerar problemas estruturais:

[Securitization is] A transaction in which a company effectively issues securities for which it is generally not corporately liable. The securities are backed by assets. Yet, securitizations can take on a broad variety of attributes that raise unique structuring issues.²¹

²¹ BHATTACHARYA, Anand. e FABBOZZI, Frank J. “The expanding frontiers of asset securitization”. Em “Asset-Backed Securities. New Hope: Frank J Fabozzi Associates, 1996, p. 4.

Claire A. Hill, em artigo publicado em 1996, definiu a securitização como o negócio jurídico através do qual a empresa securitiza recebíveis, cedendo-os a uma outra sociedade, com menos riscos do que as operações comuns:

Securitization is a technique firms use to raise financing. In securitization transactions, financiers purchase securities payable from collections on a firm's receivables. [...] If financing decisions are made rationally, securitization transactions must offer benefits that simpler financing techniques do not.[...] we'll define securitization for our analysis as the sale of equity or debt instruments, representing ownership interests in, or secured by, a segregated, income-producing asset or pool of assets, in a transaction structured to reduce or reallocate certain risks inherent in owning or lending against the underlying assets and to ensure that such interests are more readily marketable and, thus, more liquid than ownership interests in and loans against the underlying assets.²²

De acordo com o autor português Armindo Matias, a securitização está relacionada à emissão de títulos negociáveis, sendo esta emissão baseada em fluxos de tesouraria que foram gerados por ativos específicos²³.

Fernando Schwatz leciona que a securitização é a operação através da qual uma companhia originadora transfere seus créditos para outra empresa, que emitirá títulos que serão vendidos no mercado de capitais e, com o ganho obtido através da venda de tais títulos, é feito o pagamento à originadora:

Consiste a securitização de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere seus créditos para outra empresa, que chamaremos de securitizadora, constituída especificamente para execução deste projeto. Essa empresa adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio dessa oferta pública de títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará a originadora pelos créditos a ela cedidos.²⁴

²² HILL, Claire A. "Securitization: A low-cost sweetener for lemons". 1996, p. 1062.

²³ MATIAS, Armindo Saraiva. "Titularização, um novo instrumento financeiro." Publicado na Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, nº 112. São Paulo: RT, 1998, p. 48.

²⁴ GAGGINI, Fernando Schwatz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Ed. Universitária de Direito, 2003, p.19.

Natália Cristina Chaves explica, em sua obra, que a securitização é um mecanismo através do qual é possível antecipar recebíveis, sem riscos ou obstáculos:

Consagrada, em sentido estrito, como operação de antecipação do recebimento de créditos, mediante a sua cessão a uma entidade que emitirá títulos ou valores mobiliários no mercado, a securitização introduziu um novo conceito de circulação do crédito. Conjugando cessão e emissão de valores mobiliários, a securitização eliminou riscos e obstáculos atinentes a ambos os negócios, criando um eficiente mecanismo de disseminação de capitais.²⁵

A visão adotada pela autora é a da securitização como meio de circulação do crédito no mercado. Sem dúvida alguma, a securitização impulsiona a alavancagem do crédito, na medida em que antecipa o fluxo de caixa das sociedades que, por sua vez, obtém recursos para investir em suas próprias atividades.

Para Manoel Justino Bezerra Filho, a securitização pode ser definida como a emissão de créditos mobiliários pelo cedente dos direitos creditórios, que cobra por referidos títulos visando a obtenção de liquidez²⁶:

A securitização de que aqui se trata (a apelante é uma securitizadora) não tem qualquer relação com a Lei 9.138/95, que dispõe sobre o alongamento da dívida rural e que, com imprecisão, vem sendo chamada de “securitização da dívida.

A Lei 9514/97, em seu artigo 8º, embora falando especificamente sobre securitização de créditos imobiliários, traz elementos para que se constate que securitizar é o ato pelo qual o cessionário de créditos emite títulos mobiliários com lastro nos créditos cedidos e passa a cobrar tais créditos para cobrir o valor de resgate dos mobiliários que emitiu.

²⁵ CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 10.

²⁶ BRASIL. *Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo*. Apelação nº 7.123.346-8. Relator Desembargador Manoel Justino Bezerra Filho, 19ª Câmara de Direito Privado, São Paulo-Sp, julgado em 24/04/2007.

Para Uinie Caminha, a securitização, do ponto de vista financeiro, constitui uma maneira de financiamento das atividades produtivas das companhias e, do ponto de vista jurídico, é uma estrutura composta por negócios jurídicos envolvendo a cessão e a segregação de ativos:

Do ponto de vista financeiro, a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos – presentes ou futuros – que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a ser realizados no futuro. [...]

Sob a ótica jurídica, a securitização pode ser definida como a estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos [...] que envolve a cessão e a segregação de ativos de uma sociedade [...] que emite títulos garantidos pelos ativos segregados. Estes títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos.²⁷

Vale mencionar, também, a definição dos autores Thais Romano Cançado e Fábio Gallo Garcia, que conceituam a securitização como a transformação dos ativos de dívida em ativos negociáveis no mercado de capitais:

Securitização pode ser definida como a “monetização” de títulos de crédito, ou seja, o processo de transformação de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais, através da utilização de determinados veículos.²⁸

Filiam-se à Thais Romano Cançado e Fábio Gallo Garcia os autores Len Blum e Chris DiAngelo²⁹, que conceituaram a securitização, em poucas palavras, como o meio mediante o qual é possível converter ativos financeiros não negociáveis em valores mobiliários negociáveis.

²⁷ CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007, pp.38-39.

²⁸ CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fábio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007, p.5.

²⁹ BLUM, Len, DiANGELO, Chris. *Structuring efficient asset-backed transactions*. In *Asset-Backed Securities*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1996, p. 239.

Das definições da securitização estudadas, tanto nacionais quanto estrangeiras, é possível afirmar que a securitização é uma operação formada por variados atos, sucessivos e constantes, os quais visam, unicamente, a viabilização jurídica da operação da cessão de crédito e a diminuição dos riscos desta operação.

Unie Caminha³⁰ ensina, ainda, que a securitização é entendida como a substituição das formas tradicionais de financiamento bancário, pelo financiamento pelo mercado de capitais. Designa-se com ela a desintermediação financeira.

Quanto à desintermediação financeira como intuito da securitização, Quiroga Mosquera³¹ explica:

No mercado financeiro o fluxo de riqueza não se dá diretamente entre o poupador e o necessitado de crédito. Nesse mercado a entidade financeira atua como intermediária na relação, ou seja, ela toma os recursos de quem os tem para depois repassá-los a quem deles não dispõe.

A securitização, para existir e ter lastro, depende da originação de recebíveis, por parte do setor produtivo, vez que a operação consiste, basicamente, em transformar esses recebíveis em valores mobiliários.

Ilene Patrícia de Noronha³² lembra: “Assim, securitizar não significa conversão direta de créditos em títulos mobiliários”, mas compreende ter os créditos – ou recebíveis – como lastro e origem de recursos, provenientes da liquidação destes recebíveis.

A liquidez é alcançada, justamente, ao se transformar recebíveis não-negociáveis em valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais.

Portanto, sem prejudicar nenhuma das definições acima, é possível sintetizá-las ao afirmar que securitização é “uma tecnologia financeira usada para converter uma carteira relativamente homogênea de ativos em títulos mobiliários

³⁰ CAMINHA, Unie. *Securitização*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 37.

³¹ MOSQUERA, Roberto Quiroga. “Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais” in Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999, p. 259.

³² NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*. - Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004, p. 85.

passíveis de negociação”. É o processo por meio do qual o credor, por meio de um veículo, concentra seus recebíveis e a oferta ao mercado, diluindo os riscos entre os diversos investidores. É uma maneira de transformar ativos relativamente ilíquidos (com mais dificuldade de negociação), em títulos mobiliários líquidos, somados a vantagem de transferir os riscos associados a eles para os investidores que os compram. Os títulos de securitização são, portanto, caracterizados por um compromisso de pagamento futuro, de principal e juros, a partir de um fluxo de caixa proveniente da carteira de ativos escolhidos.

Melhim Namen Chalhub³³, acerca das vantagens da securitização, ensina que as operações securitizadas oferecem maior rentabilidade e segurança quando comparadas com as operações envolvendo outros papéis disponíveis no mercado:

A securitização atende, fundamentalmente, do ponto de vista do tomador de recursos, ao objetivo de obtenção de uma fonte alternativa de recursos, com redução de custos, seja por via direta, mediante a diminuição da taxa de juros, ou por via indireta, com o encurtamento dos prazos de retorno de ativos imobilizados, por títulos de dívidas e, do ponto de vista do investidor, pode viabilizar o objetivo de dispor de uma modalidade de investimento que pode oferecer vantagens, comparativamente com outros papéis do mercado, em razão da maior rentabilidade e maior segurança, pois a redução de riscos, ou sua relativa diminuição, é um dos propósitos fundamentais do processo de securitização.

Edgar da Silva Ramos, Presidente do Conselho de Administração da Cetip S.A., em obra dedicada à securitização, também aponta as vantagens do instituto:

A securitização de ativos, hoje bastante disseminada no mercado brasileiro, oferece grandes vantagens, tanto para o investidor como para o tomador de recursos financeiros.

Segrega o risco de crédito do emissor e maximiza o retorno. [...].

Acompanhando os avanços de nossa legislação e economia, os ativos originados da securitização se mostram importantes

³³CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, pp. 333-334

instrumentos de captação e, conseqüentemente, são de extrema relevância para o desenvolvimento do país.³⁴

De acordo com Luiz Ferreira Xavier Borges³⁵, dentre as diversas razões para a realização de um financiamento através de meios alternativos à intermediação de instituições financeiras, destacam-se: (i) necessidade de caixa; (ii) conveniência de se liquidar, antecipadamente, um empréstimo, cujo custo financeiro seja superior ao daquele obtido pela securitização; (iii) melhoria da apresentação das demonstrações financeiras da originadora; (iv) enquadramento, no caso das instituições financeiras, aos requisitos de patrimônio exigidos no Acordo da Basileia; (v) transformação de um crédito ilíquido em um título ou valor mobiliário que possua liquidez.

Esta ferramenta, portanto, tem grande potencial de crescimento no Brasil, vez que o mercado brasileiro se apresentava carente ao se tratar de financiamentos de longo prazo no processo produtivo. Até poucos anos atrás as fontes de recurso de longo prazo se restringiam àqueles disponibilizados pelos Bancos de Desenvolvimento e Econômico Social, Fundos Constitucionais (Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste, Fundo Constitucional de Financiamento do Centro Oeste, Fundo de Investimentos do Nordeste e Bancos de Investimento) e organismos multilaterais (Banco Mundial, Banco Interamericano de Desenvolvimento), além do mercado de capitais nacional e internacional, cujos recursos eram caracterizados pela restrição, onerosidade e grande complexidade.

4.4. Participantes da securitização

Apenas para finalidade didática, apresentamos os agentes mínimos necessários para a efetivação do processo de securitização: o originador (cedente), o veículo e o investidor, brevemente destacados a seguir.

³⁴ RAMOS, Edgar da Silva. In: DOS SANTOS, Claudio Gonçalves e CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: Novos rumos do mercado financeiro*.

³⁵ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. "Securitização como parte da segregação de risco". In Revista do BNDES, v.6, nº 12, 1999, Rio de Janeiro, p. 126.

a) Originadores ou Cedentes: Na maioria das vezes, são sociedades de diversas áreas da economia (do setor financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil, de prestação de serviços e outros), que possuem títulos, provenientes de suas atividades, a receber e, geralmente, com vencimento no futuro;

b) Veículos: São empresas ou ferramentas financeiras, constituídas com o único objetivo de adquirir os ativos do originador, para, no segundo momento, emitir títulos ao mercado de capitais, tendo aludidos ativos como lastros. Os veículos mais utilizados no Brasil são: FIDCs, SPEs e as Companhias Securitizadoras; e

c) Investidores: Os investidores são os responsáveis por aplicar seu capital nas estruturas negociais oferecidas pelo mercado e nos recebíveis disponíveis, com o objetivo de alavancar lucros. Têm a sua participação tão destacada que, em alguns casos, são caracterizados como investidores qualificados, já descritos no presente trabalho.

5. CESSÃO FIDUCIÁRIA DE DIREITOS DE CRÉDITO E RECUPERAÇÃO JUDICIAL DE EMPRESA

Muito se tem tratado atualmente, dada a importância que os recebíveis têm no mercado de crédito, sobre o tratamento que deve ser concedido ao crédito garantido por cessão fiduciária de recebíveis quando o devedor se encontra em processo de recuperação judicial ou de falência.

Será analisado, a partir de agora, o regime jurídico aplicável à cessão fiduciária de direitos de crédito na LFR, tema que gera bastante polêmica na doutrina e na jurisprudência, sendo possível se identificar duas correntes diversas. A primeira, embasada no parágrafo terceiro do artigo 49 da LFR, defende a não sujeição dos créditos objeto de cessão fiduciária ao regime de recuperação judicial. Já a segunda, com embasamento, principalmente, no parágrafo quinto do artigo 49 e no artigo 47 da LFR, sustenta a sujeição dos créditos cedidos fiduciariamente ao regime falimentar.

Antes de tudo, porém, cabe apresentar um breve resumo a respeito dos primórdios da cessão fiduciária.

5.1. As origens da cessão fiduciária

A ideia de transmitir obrigações surgiu no antigo direito romano, no qual as dívidas eram consideradas como de caráter personalíssimo, não sendo admitida a transferência destas a terceiros estranhos à obrigação original – salvo nos casos “mortis causa”³⁶, em que era admitida a cessão – tendo em vista que os romanos consideravam que a obrigação era vinculada exclusivamente à pessoa do credor e do devedor.

Os romanos, então, ainda que não admitissem o instituto da cessão, foram os pioneiros na criação de estruturas visando o mesmo resultado deste, tais como a novação, na qual é constituída uma nova obrigação com o objeto comum ao da obrigação anterior, pelo que esta, conseqüentemente, é extinta.

³⁶ WALD, Arnold. *Curso de Direito Civil Brasileiro: Obrigações e Contratos*. 2. ed. p. 143.

Orlando Gomes³⁷ aponta que a cessão de créditos constitui um negócio translativo, mediante o qual ocorre a transferência dos direitos do credor originário, praticando, este, um ato de disposição.

A cessão de créditos, portanto, pode ser conceituada como o negócio jurídico realizado com o intuito de constituir direito real em garantia, com base na titularidade fiduciária dos créditos cedidos pelo originador desta garantia.

Este instituto, atualmente, encontra-se positivado no CC, nos artigos 286 a 298, sendo seus sujeitos o cedente e o cessionário: o primeiro cede o crédito, enquanto o segundo, o aceita.

Em obra específica sobre o tema, Luís Manuel Teles de Menezes Leitão³⁸ aduz que a cessão tem como cerne a transmissão do crédito para o cessionário, o qual passa a figurar como único titular do crédito, devendo este exigir o cumprimento da obrigação do devedor, sendo o cedente uma parte contratual no pacto celebrado do qual é oriundo o crédito objeto da cessão.

Os créditos ou as obrigações oriundas dos créditos são transmitidos com seus acessórios e garantias – com exceção dos casos em que haja disposição expressa em sentido contrário. Entre tais acessórios do crédito podem ser citados o direito de preferência, os direitos de garantia real fidejussória do crédito, os juros, o direito de constituir devedor em mora, entre outros.

Nos casos em que o crédito cedido está arrolado em processo de recuperação judicial ou de falência, integra o rol de direitos transmitidos com o crédito, outrossim, o direito de voto em assembleia geral de credores do devedor, de forma que o cedente perde o direito de manifestação de voto em referida assembleia, por não ser mais titular do crédito, tampouco do direito de voto, que também fora cedido.³⁹

³⁷ GOMES, Orlando. *Introdução ao Direito Civil*. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1995. p. 330.

³⁸ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Cessão de Créditos*. Coimbra: Alamedina, 2005. p. 314.

³⁹ SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (Org.); PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Org.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, 2ª. ed. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2007. p. 2010.

5.2. Efeitos ex ante e ex post da legislação falimentar

A LFR tem trazido à tona controvérsias a respeito da cessão fiduciária de títulos de crédito e de direitos creditórios em garantia de créditos e financiamentos de qualquer natureza, tendo sido estabelecidas duas principais correntes: a maior parte dos estudiosos sustenta que a cessão fiduciária de recebíveis não está sujeita aos efeitos da falência e da recuperação judicial, enquanto a menor parcela afirma que excluir tais créditos do procedimento da recuperação e da falência do devedor-fiduciante importa em conceder vicioso privilégio aos bancos em prejuízo dos interesses dos demais credores.

O Direito sempre busca realizar uma análise dos fatos que norteiam a situação enfrentada, ainda mais em épocas de grandes revoluções tecnológicas, científicas e técnicas, que fazem desaparecer velhas necessidades e anseios e emergir novas demandas e reclamações por outros bens e serviços, que exigem o desenvolvimento de mecanismos e formas legais prontos para atendê-los. É o caso patente da cessão fiduciária em garantia de recebíveis a qual, como estudado, surgiu da demanda do mercado por soluções flexíveis.

Ao se estudar uma empresa com dificuldades financeiras, devemos analisar os efeitos da insolvência com duplo enfoque: *ex ante* e *ex post*.

Os efeitos *ex post* são aqueles que se verificarão apenas quando o processo falimentar ou de recuperação judicial já estiver iniciado, ou seja, após a determinação legal de que haverá intervenção. Sobre isso, existe consenso em torno da ideia de que o processo de recuperação judicial ou de falência é essencial para assegurar um sistema coletivo e organizado de todos os credores sobre o patrimônio do devedor, a fim de se evitar o fenômeno conhecido na literatura econômica como “asset grabbing” (busca desorganizada e com o intuito de “agarrar” o máximo possível do ativo da empresa interdita pelos credores, a fim de quitar a dívida da aludida empresa).

Em momentos de insolvência ou insolvabilidade, a corrida individual e desordenada de credores em busca da satisfação de seus créditos produz, sem qualquer dúvida, resultado desgastante e prejudicial para todas as partes. Isso porque a liquidação desordenada de bens integrantes do patrimônio do devedor acarreta na diminuição do valor total dos bens, vez que corrói o valor intangível

decorrente da organização do complexo de bens e de seu encaminhamento ao exercício da atividade empresarial, o reconhecido “good will” (que integra valores como marca, clientela, relacionamento com fornecedores, logística, localização etc). Tanto o Direito Empresarial como os relacionamentos comerciais reconhecem que o valor individual de bens integrantes do patrimônio de uma empresa devedora é, necessariamente, inferior quando comparado ao do conjunto organizado desses mesmos bens para o exercício da atividade empresarial. Portanto, o valor obtido para pagamento aos credores na corrida individual e desorganizada é ilimitadamente mais baixo ao que se obteria no caso de um procedimento devidamente regulamento e ordenado.

Outra consequência negativa da corrida individual e desordenada dos credores é a possibilidade de ocorrer favorecimento de alguns credores em detrimento de outros, sem qualquer critério e sem que sejam obedecidas as garantias legais e contratuais próprias de cada uma das espécies creditórias. O princípio fundamental que rege a corrida individual é o princípio de uma verdadeira competição, que proporciona o recebimento para aqueles que chegarem em primeiro lugar. Não há qualquer tipo de organização com relação aos conjuntos de credores, buscando determinar a ordem e as condições de recebimento dos respectivos valores a receber, obedecidas as prerrogativas legais e contratuais próprias de cada um deles.

Portanto, fica clara a necessidade e o objetivo da legislação falimentar ou recuperacional em qualquer sistema jurídico: evitar a corrida individual ao propor um procedimento coletivo e ordenado que conjugue, de um lado, o conjunto de credores e seus direitos e, de outro, o devedor e suas prerrogativas. Dessa forma, é apresentada uma perspectiva global do problema, indispensável para a busca da melhor solução do problema, assim considerada a solução que: (i) valoriza ao máximo os bens integrantes do patrimônio do devedor, e (ii) reparte esse valor, de maneira justa, entre todos os credores de acordo com as prerrogativas legais e contratuais correspondentes a cada tipo de crédito.

As leis falimentares ou recuperacionais que atingem esses objetivos são avaliadas com sucesso quanto aos seus efeitos *ex post*. Para se atingir tais objetivos, a experiência nos mostra que a empresa deve ser (i) reorganizada; (ii) liquidada mediante a excussão do fundo de comércio como um todo; ou (iii)

liquidada mediante a excussão de cada um de seus bens de forma individual, sendo respeitado o objetivo de se atingir o maior valor em cada uma dessas alternativas. Ainda, deve-se preocupar em que sejam conferidas garantias de que, em qualquer uma das opções escolhidas, esse valor será dividido corretamente entre cada grupo de titulares creditórios.

Ainda, o Direito falimentar e recuperacional, além de se preocupar com os efeitos *ex post*, deve levar em conta os efeitos *ex ante*, ou seja, os efeitos que a lei estimula com relação ao tipo de comportamento dos diversos agentes econômicos independentemente da existência ou não de procedimento de recuperação ou de falência. Devem ser considerados, principalmente os efeitos produzidos pela lei falimentar e recuperacional em relação ao custo e volume de crédito disponível, além de interagir com a forma de condução da empresa por parte de seus sócios, controladores, administradores e conselheiros.

O tempo é um elemento decisivo no momento de se captar créditos: quanto menos ágeis e efetivos forem os procedimentos previstos na lei para implementar um plano de recuperação ou para liquidar os ativos de uma empresa em caso de falência, mais longo será o período em que os credores permanecerão sem receber seus créditos em atraso e, possivelmente, menor a probabilidade de reaverem o valor que lhes é devido por direito. Um desses motivos é a deterioração do valor e dos ativos da empresa com o decorrer do tempo. Esse conjunto, sem sombra de dúvidas, compromete diretamente o custo e o volume de crédito disponível na sociedade.

Há de se considerar, também, que a possibilidade de eventual modificação das obrigações e dos contratos, que definem previamente as condições e a ordem de preferência dos créditos, como consequência do regime falimentar ou de recuperação empresarial (fenômeno denominado de “*deviation from absolute priority of claims*” pela literatura especializada norte-americana), gera inúmeros efeitos *ex ante*, sendo ora positivos, ora negativos.

O primeiro efeito negativo direto é a diminuição do volume de crédito e o conseqüente aumento do seu custo, vez que do credor podem ver suprimidas as suas garantias e condições que havia contratado no momento inicial, independentemente de sua aprovação, o que lhe gera insegurança e incerteza; por outro lado, o procedimento em comento pode gerar efeito positivo com relação ao

devedor, que terá estímulo para procurar planos viáveis de recuperação, pois a medida de “violação à prioridade absoluta” (“violation of absolute priority”) lhe permite assegurar uma parcela do valor da empresa.

Mais uma vez, deve-se ter em conta que legislações falimentares e recuperacionais que oferecem elevado nível de proteção ao devedor, poderão desencadear uma crise moral nas relações empresarias, pois haverá riscos elevados dos devedores deixarem de empreender todos os esforços para saldar suas dívidas, o que aumentará a taxa de inadimplência e, novamente, prejudicará o mercado de crédito.

Por outro lado, o regulamento falimentar ou recuperacional deve se preocupar em não estabelecer um sistema que proporcione proteção excessiva ao credor.

Por meio dessa perspectiva, o devedor é que evitará ao máximo a captação de crédito, o que não é o objetivo, pois o crédito é a ferramenta fundamental para o investimento da empresa.

A previsão de proteção excessiva ao credor, que elimine toda e qualquer possibilidade de participação do devedor nos resultados da recuperação, pode estimular o credor a investir em projetos demasiadamente arriscados e a postergar ao máximo o pedido de recuperação ou de falência do devedor, prejudicando, novamente, a obtenção de resultados eficientes nos procedimentos falimentares.

O credor, ao possuir excessiva proteção por parte da legislação, adotará comportamento irresponsável na concessão de seu crédito, ou seja, não procederá ao exame detalhado e minucioso que deveria realizar a respeito da capacidade de pagamento do devedor e da viabilidade do projeto financiado.

Assim, com relação aos efeitos *ex ante*, a regulamentação falimentar deve buscar soluções que: (i) fomentem o desenvolvimento do mercado de crédito; (ii) estimulem a condução das empresas de maneira responsável; e (iii) desestimulem o comportamento negligente na concessão de financiamento.

O desafio da legislação falimentar e de recuperação de empresas consiste basicamente em estruturar e organizar essa diversidade de interesses em torno das inúmeras finalidades apresentadas, mesmo sabendo-se que aludidos

interesses não se encontram alinhados, mas normalmente posicionados em pontos divergentes e antagônicos.

Uma solução eficiente em termos *ex ante*, que gera, por exemplo, a valorização absoluta da empresa, pode ser ineficiente quando analisada da perspectiva *ex post*, sendo o inverso verdadeiro.

As soluções legais, portanto, devem sempre possuir essa visão em duplicidade, buscando uma visão ampla e global do problema, de forma a procurar o equilíbrio entre os interesses e as finalidades em questão. Ao se produzir uma solução impensada quanto a uma questão individualizada, pode-se desequilibrar todo o sistema regulatório, gerando consequências negativas na busca de maiores eficiências em termos *ex ante* e *ex post*.

5.3. Recuperação judicial e finalidade dos seus institutos

Serão estudados, em breve síntese, os institutos (i) da suspensão provisória das ações e execuções contra o devedor durante o período determinado estabelecido pela lei; (ii) da ordem hierárquica de recebimento dos créditos; (iii) da divisão dos credores em classes previamente estabelecidas; e (iv) da determinação da vontade da maioria dos credores em cada uma de suas classes.

O exame de cada um dos institutos acima será procedido nos limites do que é indispensável para a compreensão do regime aplicável à cessão fiduciária de créditos, objeto principal deste estudo.

A suspensão provisória das ações judiciais e das execuções contra o devedor (período denominado “automatic stay” ou “stand still” pela doutrina norte-americana) constitui um procedimento de recuperação determinado pela LFR, a qual adota uma concepção absolutamente rígida quanto ao “automatic stay” ao fixar o prazo improrrogável de 180 dias de suspensão, contados da determinação inicial o processamento da recuperação. A legislação norte-americana, por sua vez, apresenta maior flexibilidade acerca de referida suspensão, outorgando ao juízo responsável pela interdição a faculdade de estender a suspensão com relação a determinados créditos.

Apesar da rígida determinação legal positivada, a jurisprudência tem flexibilizado tal prazo, de forma que tem sido admitida a prorrogação do “automatic stay”, tendo em vista que o mero decurso do prazo dos mencionados 180 dias não acarreta a retomada imediata das execuções suspensas:

FALÊNCIA E RECUPERAÇÃO JUDICIAL. RECURSO ESPECIAL. EXECUÇÃO. AJUIZAMENTO. ANTERIOR. LEI 11.101/05. SUSPENSÃO. PRAZO. 180 (CENTO E OITENTA) DIAS. PLANO. APROVAÇÃO. IMPROVIMENTO. I. Salvo exceções legais, o deferimento do pedido de recuperação judicial suspende as execuções individuais, ainda que manejadas anteriormente ao advento da Lei 11.101/05. II. Em homenagem ao princípio da continuidade da sociedade empresarial, o simples decurso do prazo de 180 (cento e oitenta) dias entre o deferimento e a aprovação do plano de recuperação judicial não enseja retomada das execuções individuais quando à pessoa jurídica, ou seus sócios e administradores, não se atribui a causa da demora. III. Recurso especial improvido.⁴⁰

Ainda neste sentido, é pertinente citar decisão proferida recentemente pelo Ministro Luis Felipe Salomão, do STJ, em que foi acatada uma decisão monocrática no sentido de que “mostrando-se insuficiente o prazo legal de 180 dias, **a suspensão das execuções individuais deve ser prorrogada em atenção ao princípio consagrado na nova lei de recuperação judicial e falência voltado para a preservação (ou continuidade) da empresa**”⁴¹. [grifos nossos]

A suspensão das ações e execuções contra o devedor tem como finalidade principal interromper a já mencionada corrida individual dos credores contra a sociedade, evitando a liquidação precipitada dos ativos do devedor, até que sejam reunidas e classificadas as diversas ordens e classes de credores e que seja apresentado um plano de recuperação que satisfaça sua maioria.

De acordo com a LFR, durante o período de suspensão, devem ser relacionados e classificados todos os credores interessados na instauração do

⁴⁰ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1193480. Rel. Min. Aldir Passarinho Junior. Data de Julgamento: 05/10/2010, Data de Publicação: 18/10/2010.

⁴¹ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recurso Especial nº 1278819. Rel. Min. Luis Felipe Salomão. Data de Julgamento: 11/05/2015, Data de Publicação: 08/06/2015.

procedimento de recuperação judicial do devedor, ficando este incumbido de apresentar o plano de recuperação, que será apreciado pelos credores, reunidos em assembleia designada especialmente para este fim.

O futuro do devedor, então, será decidido por seus credores, os quais podem escolher entre a determinação da sua recuperação ou decretação de falência. Nas duas hipóteses, é evitada a tão prejudicial corrida individual buscando a satisfação dos créditos.

Fica clara, portanto, a importância fundamental do prazo de suspensão, que garante a máxima valorização da empresa na recuperação e a prévia organização dos credores, de acordo com as prerrogativas legais e contratuais de seus créditos.

Assim, é possível afirmar que o procedimento do “automatic stay” constitui condição indispensável à viabilização de qualquer procedimento de recuperação judicial, uma vez que é praticamente impossível alcançar os resultados desejados sem a preservação, ainda que temporária, da integridade do patrimônio da empresa.

Aludida proteção da integridade patrimonial do devedor é importante, como não poderia deixar de ser, também para a hipótese de falência. Isto porque, caso seja decretada, os ativos intangíveis, ou o valor universal da empresa, poderão ser preservados, o que não ocorreria caso fosse permitida a continuação indefinida da corrida individual e da conseqüente liquidação individual dos bens integrantes do patrimônio do devedor.

Entretanto, ao se observar sob a perspectiva *ex ante*, o prazo de suspensão significa a atribuição de maior poder de barganha ao devedor perante seus credores, vez que estes ficam impedidos de efetivar constrições atinentes à cobrança de seus créditos nesse período. Maior será o poder de barganha do devedor e a restrição ao direito de crédito, assim quanto maior flexibilidade houver para prorrogações do prazo de suspensão. Exemplo disso é o que ocorre no direito norte-americano. Nesse determinado aspecto, a lei brasileira optou por uma regra muito mais rígida e, assim, protetora dos credores, na medida em que fixou o prazo de suspensão em 180 dias. Por se tratar de prazo relativamente curto quando se pensa em recuperação de uma empresa em dificuldades financeiras, não se pode

assumir que apenas essa suspensão seja suficiente para conferir ao devedor poder de barganha suficientemente capaz de acarretar desvios significativos de ordem hierárquica de recebimento dos créditos.

A ordem hierárquica dos créditos está claramente definida na legislação, inclusive quando da hipótese de falência (artigo 83 da LFR), mas indiretamente relaciona-se com a divisão das classes dos credores na recuperação judicial.

Havendo concurso de credores, é preciso organizá-los de acordo com as prerrogativas e vantagens legais ou contratuais, de modo a definir-se claramente quem recebe primeiro e em que condições, de acordo com a legislação. Assim, uma classe de credores recebe antes, em razão de seus direitos ou garantias, passando-se ao pagamento da classe seguinte apenas quando houver ocorrido o recebimento da integralidade do crédito pela primeira classe.

A divisão hierárquica dos credores tem como finalidade primordial obedecer às prerrogativas legais, ou seja, as proteções oferecidas pela lei a determinados créditos, bem como às prerrogativas contratuais.

Portanto, essa divisão é formulada ao se observar por meio da perspectiva *ex ante*. Na negociação dos contratos, as partes têm condições de avaliar exatamente a hierarquia de seu crédito, em razão da disciplina legal adotada e das garantias contratadas. Isso confere maior segurança, transparência e certeza às negociações, estimulando o mercado de crédito. Em função da natureza do crédito, o credor pode avaliar antecipadamente os riscos assumidos na negociação, de forma clara e adequada, o que lhe possibilita organizar uma mitigação dos riscos assumidos.

Neste aspecto, a LFR trouxe inovações de grande relevância, ao limitar os créditos derivados da legislação trabalhista, de forma privilegiada, ao montante equivalente a 150 (cento e cinquenta) salários mínimos por credor e, ainda, ao classificar o crédito com garantia real em segundo lugar na ordem de pagamentos, antes, portanto, do crédito tributário. Em comparação ao regime regulamentar brasileiro anterior, houve uma inversão do posicionamento dos créditos tributários e daqueles com garantia real (artigo 83); tal inversão foi bastante positiva quando analisada no contexto do sistema de legislação falimentar.

Por sua vez, na recuperação judicial a ordem hierárquica dos créditos, ainda que sem necessidade da observância exata das espécies previstas no mencionado artigo 83, determina-se pelas classes de credores definidas para efeito de votação na assembleia geral de credores.

A reunião dos credores em classe objetiva, acima de tudo, visa assegurar que a vontade dos credores na recuperação seja manifestada de forma coerente com as características e prerrogativas legais e contratuais de uma das classes de crédito, evitando-se, dessa forma, desvios da ordem hierárquica dos créditos e, portanto, soluções que acarretem o recebimento de credores de hierarquia inferior em detrimento de credores de hierarquia sabidamente superior.

Caso não houvesse a divisão dos créditos em classes, as deliberações na recuperação judicial produziriam efeitos *ex ante* viciosos, vez que os credores, ao negociarem seus contratos no momento prévio à concessão do crédito, não teriam qualquer segurança quanto às prerrogativas de seu crédito. De fato, as pré-estabelecidas prerrogativas legais e contratuais poderiam vir a ser superadas por planos de recuperação aprovados pelo voto de credores titulares de crédito absolutamente distintos.

Mister se faz destacar que o voto de um credor com crédito de posição hierárquica inferior poderia vencer na votação de um plano que, ao se desviar das prerrogativas legais e contratuais de cada classe de crédito, viesse a oferecer-lhe maiores vantagens no recebimento.

Passa-se, agora, à análise do último instituto referido, o da prevalência do voto da maioria.

É extremamente claro que o princípio do voto da maioria na recuperação judicial somente ganha sentido ao se tratar de cada classe de credores individualmente. Ou seja, a regra da maioria depende obrigatoriamente da definição de um grupo de credores titulares de direitos de natureza bastante semelhante, suficiente para terem condições de votarem em conjunto. A maioria apresentada a partir de créditos de natureza distinta, em termos de prioridade de recebimentos, implica, como destacado anteriormente, desvios prejudiciais da “absolute priority rule”, com resultados *ex ante* altamente danosos, resultando em consequências sérias a mercado de crédito.

Por outro lado, o princípio da votação majoritária dentro de cada classe de crédito é inevitável, em termos de efeitos *ex post*, para evitar algumas situações típicas, nas quais algum credor, por conta de uma situação particular, poderia, isoladamente e contra a vontade da maioria, impedir egoisticamente uma solução sabida como melhor para todos os demais. A regra de unanimidade, nesse aspecto, causaria danos irreparáveis para a recuperação ou falência, pois conferiria a credores determinados o poder de isoladamente impedir determinada decisão conhecida como benéfica para todos. Esse poder de veto individual, poderia ser utilizado, inclusive, para obter vantagens injustificadas quando comparados a outros credores da mesma classe, titulares de crédito de natureza semelhante.

Para garantir equilíbrio e eficiência entre os efeitos apresentados *ex ante* e *ex post*, é notável, portanto, a necessidade da disciplina sistemática e concertada dos institutos da suspensão provisória das ações e execuções, da ordem hierárquica dos créditos, da divisão dos credores em classes e do princípio da votação majoritária. A organização inadequada ou sem a necessária sintonia desses institutos acarreta desvios viciados no sistema da recuperação, chegando a conduzir a resultados pouco satisfatórios quando analisados das perspectivas *ex ante* e *ex post* conjuntamente.

5.4. Efeitos da falência

Desde os primórdios do direito obrigacional, o credor tem no patrimônio do devedor a garantia do cumprimento do que foi pactuado. Evoluindo-se das concepções primitivas enraizadas no direito romano, que enxergavam o inadimplemento da dívida como hipótese de punição, para as regras específicas da execução patrimonial.

É representante desse movimento, portanto, o direito de crédito, visto que este nada mais é do que um direito real de garantia que incide sobre o patrimônio do devedor.

Assim, inadimplida a obrigação, o credor poderá se socorrer dos meios de execução individual para satisfazer seu crédito.

O problema surge quando o patrimônio do devedor se encontra onerado pelo inadimplemento em valor muito maior do que é capaz de pagar. Nesse momento, a execução individual torna-se injusta, beneficiando-se os credores que agem com maior agilidade.

Diante dessa problemática, a melhor solução é o tratamento paritário, tendo preferências os créditos mais necessitados, conforme definição legal, evitando-se a beneficiação de credores simplesmente por serem mais ágeis.

Assim, no processo de falência, arrecada-se todo o patrimônio disponível do devedor como forma de garantia das obrigações inadimplidas, concentrando-se os credores no outro polo, sendo afastada pelo ordenamento jurídico a regra da execução individual em favor de uma execução em concurso.

O foco da falência não se encontra meramente na insolvência do devedor, mas sim no atendimento aos ditames positivados pelo artigo 94 da LFR, sendo mais expressivas a impontualidade justificada de montante razoável e a insolvência jurídica.

Diante da execução em concurso, os débitos que integram o patrimônio do falido não podem ser saldados de maneira individual, devendo ser reunido em um só procedimento a totalidade de todos os passivos e ativos do devedor, bem como a totalidade dos credores, de modo a respeitar igualdade entre cada um deles. O que ocorre é uma reorganização do referido patrimônio, com normas específicas, sendo inclusive lícito ao administrador retomar a posse de bens arrecadados.

O tratamento igualitário entre credores pode ser visto como uma ferramenta que possibilita ao Direito regulamentar o crédito, possibilitando uma maior eficiência no despenho de suas funções econômicas e sociais.

No processo de falência, a alienação dos ativos deve ser desempenhada de forma a aumentar a receita gerada com suas vendas, beneficiando-se assim o maior número de credores possível. Na distribuição dos valores arrecadados também existe outro mecanismo de proteção aos credores, que tem seus créditos priorizados de acordo com a natureza a saber:

Recebem preferência os credores protegidos por garantias reais; em segundo lugar, temos as despesas extraconcursais; em terceiro lugar estão os

créditos trabalhistas referente ao período máximo de 90 dias anteriores à decretação da falência; em quarto lugar vêm os demais credores, ocupando a última posição de prioridade os créditos tributários.

Dentro desse procedimento, conforme artigo 108 da LFR, torna-se dever do administrador reunir todos os bens integrantes do patrimônio do devedor, estando estes em posse de terceiros ou não, para que seja formada a massa falida. Da mesma forma, é dever do administrador integrar ao patrimônio da massa os ativos que estejam vinculados a atos jurídicos ineficazes em relação a esta.

Segundo o artigo 130 da LFR, também é obrigação do administrador reaver ativos cuja disposição trouxe prejuízo aos credores.

Feitas essas considerações iniciais, passamos à análise dos efeitos da falência do cedente na cessão de créditos onerosa.

Como contrato bilateral que é, a cessão onerosa de créditos encontra-se sob a tutela dos artigos 117 e 119, ambos integrantes da LFR. Entretanto, a aplicação desses dispositivos não é, de maneira alguma, simples. Isso se deve ao fato de que é possível que o contrato esteja em diversos momentos.

Note-se, o cedente vê adimplida a sua obrigação a partir do momento em que se opera o efeito translativo de transferência da propriedade do crédito. Já sob a ótica do cessionário, o adimplemento só se realiza mediante o pagamento. Em caso de nenhum dos atos ter acontecido, o cessionário deverá aguardar a decisão da massa antes de realizar o devido pagamento. Em casos como esse, é de praxe que no instrumento hajam cláusulas resolutórias do contrato, via pela qual desaparece o dever de pagar e ceder.

Sendo firmada em contrato cláusula de rescisão em caso de falência, não poderão os órgãos integrantes da falência desrespeitar a vontade das partes.

Muito embora a jurisprudência pátria majoritária entenda de maneira diferente, não se pode considerar a adoção de uma cláusula de resolução uma atitude contrária ao *caput* do artigo 117 da LFR, dispositivo de seguinte redação:

Art. 117. Os contratos bilaterais não se resolvem pela falência e podem ser cumpridos pelo administrador judicial se o cumprimento reduzir ou evitar o aumento do passivo da massa falida ou for

necessário à manutenção e preservação de seus ativos, mediante autorização do Comitê.

No silêncio das partes, o contrato permanecerá em vigor, conforme determina o artigo, não sendo defesa a estipulação de cláusulas rescisórias em caso de falência.

No regime jurídico francês, é imperioso saber se ocorreu anuência do devedor no que diz respeito à cessão de crédito. Para o direito alemão, e para as ordens jurídicas nele inspiradas, é a celebração do contrato que o considera transmitido. Muito embora o direito pátrio estabeleça que a translatividade perfeita é atingida com a definição do preço e objeto, a devida eficácia do instrumento frente a terceiros depende de prévio registro.

Para que o cessionário possa reivindicar seu crédito, não basta a mera definição de um objeto e de um preço. Para que se possa exercitar o direito de reivindicação, mister é que a coisa vendida esteja paga, em caso contrário, a massa de credores do vendedor pode usar de todos os direitos que a lei conferia a este, tais como o direito de resolução etc.

Assim, enquanto o contrato não estiver registrado, qualquer pessoa com interesse na declaração da ineficácia da transferência de crédito estará amparada por todos meios legais existentes no ordenamento para essa finalidade.

Existe possibilidade de interpretar-se que não seria necessária sequer a mencionada provocação por ação própria para anular um contrato de cessão ainda não registrado, isso por conta da redação do artigo 129 da LFR, cuja a redação abaixo se transcreve:

Art. 129. São ineficazes em relação à massa falida, tenha ou não o contratante conhecimento do estado de crise econômico-financeira do devedor, seja ou não intenção deste fraudar credores:

I – o pagamento de dívidas não vencidas realizado pelo devedor dentro do termo legal, por qualquer meio extintivo do direito de crédito, ainda que pelo desconto do próprio título;

II – o pagamento de dívidas vencidas e exigíveis realizado dentro do termo legal, por qualquer forma que não seja a prevista pelo contrato;

III – a constituição de direito real de garantia, inclusive a retenção, dentro do termo legal, tratando-se de dívida contraída anteriormente; se os bens dados em hipoteca forem objeto de outras posteriores, a massa falida receberá a parte que devia caber ao credor da hipoteca revogada; IV – a prática de atos a título gratuito, desde 2 (dois) anos antes da decretação da falência;

V – a renúncia à herança ou a legado, até 2 (dois) anos antes da decretação da falência;

VI – a venda ou transferência de estabelecimento feita sem o consentimento expresso ou o pagamento de todos os credores, a esse tempo existentes, não tendo restado ao devedor bens suficientes para solver o seu passivo, salvo se, no prazo de 30 (trinta) dias, não houver oposição dos credores, após serem devidamente notificados, judicialmente ou pelo oficial do registro de títulos e documentos;

VII – os registros de direitos reais e de transferência de propriedade entre vivos, por título oneroso ou gratuito, ou a averbação relativa a imóveis realizados após a decretação da falência, salvo se tiver havido prenotação anterior.

Não obstante grandes nomes do Direito brasileiro sustentarem esta posição, dela discordamos, tendo em vista que a declaração da ineficácia obedece aos critérios instaurados pelo devido processo legal, de forma que, os casos onde a providência é possível devem estar expressamente previstos na legislação, sendo o artigo acima transcrito um rol taxativo.

Comprovada a validade e existência do ato, a ineficácia por ausência de registro só poderá ser declarada mediante provocação de terceiro legitimado, devendo ser o pleito formulado junto ao administrador, com a inclusão dos créditos transferidos ao patrimônio da massa falida.

Dessa maneira, nota-se que o registro da cessão de crédito é fundamental para que exista a transmissão eficaz em relação aos credores do falido. Entretanto, eventual caso de ineficácia perante a massa não tem o condão de invalidar o ato praticado entre o cedente e o cessionário, trata-se de ineficácia relativa.

Importante ainda ressaltar que a fundamentação dessa invalidade não se encontra no artigo 129 da LFR, ainda que próximos seus efeitos. Os fundamentos para se restituir bens ao patrimônio da massa falida de dera de acordo

com o CCB. Por outro lado, para o cessionário que já saldou o valor da cessão, a providência é a habilitação de seu crédito.

Uma situação que deve ser mencionada é a falência do cedente dentro do prazo legal de registro do contrato.

Nesse caso, o cessionário se depara com um ato ineficaz, isso porque não existe a proteção da retroatividade, por força do disposto no artigo 215 da LFR, dispositivo segundo o qual são nulos os registros apresentados após a sentença de abertura de falência, ou do termo legal nele fixado, salvo se a apresentação tiver sido feita anteriormente.

Outros fatores relevantes são a interpretação da cessão de crédito como negócio real, ou como um negócio simulado. Uma análise completa dependerá de fatores como o preço da cessão ou a sua vinculação a outro negócio. Entretanto, o meio para desconstituir o ato é a ação revocatória, tanto no caso de fraude contra credores quanto no de simulação.

Neste capítulo serão analisados os efeitos da falência com relação aos direitos de crédito *vis a vis* à sua forma de constituição.

5.5. Da alienação fiduciária aos direitos de crédito

Não será o objetivo da dissertação analisar, em profundidade, o desenvolvimento legislativo brasileiro quando da alienação fiduciária, mas apresentar algumas características fundamentais desse processo, que contribuem para compreender a função que esse instituto exerce no nosso sistema legal e comercial.

Nesse diapasão, é fato que o acúmulo de ações e execuções judiciais por períodos demasiados longos e o corrente insucesso na excussão dos direitos reais de garantia para os direitos dos credores (pignoratício e hipotecário, por exemplo, duas das mais conhecidas formas de garantias reais), geraram a necessidade de se criar novas formas de fidúcia ou negócio fiduciário, sob diversas formas, a saber:

- a) a alienação fiduciária em garantia de coisa móvel;
- b) a alienação fiduciária em garantia de coisa fungível;
- c) a propriedade fiduciária de coisa móvel infungível;
- d) a alienação fiduciária em garantia de bem imóvel;
- e) a cessão fiduciária de direitos provenientes da alienação de unidades habitacionais;
- f) a cessão fiduciária de direitos creditórios provenientes de contratos de alienação de imóveis;
- g) a cessão fiduciária de direitos creditórios sobre coisas móveis ou de títulos de crédito; e, mais recentemente;
- h) a cessão fiduciária de recebíveis em garantia de empréstimos e financiamentos bancários.

Dessa forma, logo após a publicação da Lei de Mercado de Capitais, que incorporou ao direito brasileiro, o instituto da alienação fiduciária em garantia de coisa móvel, foi promulgada a lei nº 4.864/65, que teve a finalidade de estimular a construção civil, criando, por meio de seu artigo 22, a cessão fiduciária de direitos decorrentes de alienação de unidades habitacionais. Mais adiante, a lei nº 9.514/97, foi a responsável por instituir a cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis.

Finalmente, foi promulgada a lei nº 10.931/04, que dispõe sobre a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis ou de títulos de crédito, além de direitos creditórios, presentes e futuros.

Com isso se demonstra uma continuidade no Direito Econômico na busca de normatizar de forma clara e técnicas institutos que atendam corretamente as exigências de um mundo cada vez mais moderno e de serem respostas prontas e eficazes às novas, crescentes e instáveis exigências de uma sociedade em total transformação, sem suprimir ou esmagar os direitos já existentes e individuais de cada cidadão.

A figura da alienação fiduciária no Brasil foi criada pela Lei de Mercado de Capitais, que a restringiu às instituições financeiras, como credoras e aos bens móveis infungíveis, como seu objeto a serem alienados fiduciariamente. Em seguida, por meio do Decreto Lei nº 911/69, foram introduzidas no nosso sistema algumas modificações, estabelecendo normas processuais a respeito desse instituto.

O objetivo da criação desse instituto foi claramente o de conferir às instituições financeiras um instrumento mais ágil para recuperação dos créditos inadimplentes. Isso porque, a grande vantagem da alienação fiduciária é a divisão da propriedade entre credor e devedor, de tal maneira que, quando ocorre o inadimplemento, o credor-proprietário fiduciário pode buscar e apreender o bem diretamente, vendendo-o extrajudicialmente e utilizando o produto obtido na devida satisfação de seu crédito.

Ainda, fora a busca e apreensão do bem móvel objeto da alienação fiduciária, a lei outorgou ao credor o direito de ajuizar ação de depósito contra o devedor, uma vez que este passa a ser equiparado ao depositário, ou seja, é o responsável pela guarda e conservação do bem objeto da garantia, até o completo pagamento do crédito.

A possibilidade de busca e apreensão e de venda extrajudicial do bem consiste em eficiente instrumento de recuperação do crédito, muito mais ágil e vantajoso para o credor que a propositura de ação de execução, seguida de penhora e liquidação judicial do bem. Isso porque, dada a conhecida morosidade da execução judicial e da dificuldade de liquidação do bem no âmbito desse processo, o credor perde tempo considerável na obtenção do pagamento do seu crédito, sem falar nos altos custos de se manifestar judicialmente.

Há de se constatar que, com as reformas empreendidas no começo da última década em relação ao processo de execução, sua força foi revigorada como instrumento de recuperação de crédito. Mesmo nesse novo quadro, a possibilidade da venda extrajudicial do bem, concedida pela alienação fiduciária, a torna um instrumento dotado de maior segurança e celeridade previamente conhecidas pelo credor, que passa a depender apenas de suas decisões e atitudes para reaver seu crédito, não dependendo, assim, do Judiciário.

O sucesso e a eficiência da alienação fiduciária como instrumento de recuperação de crédito apresentaram notáveis consequências quanto ao volume e custo do crédito disponível no mercado. No Brasil, existem estudos estatísticos que demonstram historicamente, a relação direta de menores taxas de juros serem verificadas exatamente na concessão de empréstimos garantidos por alienação fiduciária. Foi constatado, ainda, que as menores taxas estão relacionadas a bens que podem ser facilmente objeto de busca e apreensão, e dotados de alta liquidez como, por exemplo, o caso de alienação fiduciária dos automóveis.

A agilidade da alienação fiduciária como instrumento de recuperação de crédito, aliada à ineficiência do processo de execução, verificada especialmente antes das reformas legislativas empreendidas na última década, geou uma progressiva ampliação da utilização da primeira em detrimento da segunda.

Na contínua evolução do instituto da alienação fiduciária, a lei nº 9.514/97 estendeu a aplicação dessa figura aos bens imóveis, permitindo, ademais, com relação a tais bens, que no polo ativo da relação figurassem não mais apenas instituições financeiras. A ideia nesse momento foi proporcionar um instrumento mais eficiente de recuperação de crédito, fomentando a concessão de crédito no crescente e importante mercado imobiliário.

Um pouco mais adiante, o CC inovou ao apresentar normas gerais a respeito da propriedade fiduciária (artigos 1.361 a 1.368). E, mais recentemente, a lei nº 10.931/04 ampliou definitivamente e de maneira ainda mais considerável a aplicação desse instituto de sucesso, ao estendê-lo a todos os bens móveis e direitos, inclusive fungíveis, e aplicáveis ao mercado financeiro e de capitais. Portanto, foi a lei em comento que permitiu a possibilidade da cessão fiduciária de direitos de crédito.

A evolução legislativa do instituto demonstra claramente a gradual ampliação de seu campo de incidência, sempre com o intuito de levar as vantagens decorrentes de sua eficiência como instrumento de recuperação de crédito a outros segmentos e setores econômicos. Afinal, novamente apresenta-se a conclusão de que, quanto menor o risco (ou mais ágil for o instrumento de recuperação de crédito), maior o volume e menor o custo do financiamento.

As reformas introduzidas no processo de execução na última década como, a introdução da chamada penhora on-line de eventuais recursos financeiros e a extinção dos efeitos suspensivos automático dos embargos do devedor, foram muito relevantes para tornar o aludido processo mais eficiente, reduzindo, ao menos, a diferença em relação à tão ágil e eficaz alienação fiduciária como instrumento de recuperação de créditos. Quanto maior a eficiência do processo de execução, menor será a necessidade de se utilizar da figura da alienação fiduciária, que se baseia inteligentemente na alienação extrajudicial do bem objeto da garantia para a recuperação futura do crédito.

Especialmente no que diz respeito aos direitos creditórios, cada vez mais utilizados como garantia nos negócios de empréstimo, pode-se afirmar que a alienação fiduciária pouca diferença apresenta quando comparada ao instituto do penhor, ao menos na hipótese de solvência do devedor.

O penhor de direitos e títulos de crédito está disciplinado por meio dos artigos 1.451 a 1.460 do CC e possibilita ao credor pignoratício cobrar os créditos empenhados diretamente dos respectivos devedores, utilizando o produto obtido para pagamento do valor de seu crédito pendente e, posterior devolução ao devedor pignoratício do eventual saldo remanescente.

Trata-se, portanto, também, de hipótese de auto liquidação ou liquidação extrajudicial da dívida, exatamente similar a que ocorre no caso da cessão fiduciária de créditos, como apresentada acima.

Realmente, na cessão fiduciária de direitos de crédito, da mesma forma, pode o credor receber diretamente dos devedores o pagamento dos créditos alienados fiduciariamente, ressarcindo-se ao devedor eventual saldo remanescente.

Não há, como se observa, diferença sensitiva (se é que existe alguma) entre os meios para recuperação de créditos pignoratícios ou de cessão fiduciária, como anteriormente afirmado. Apesar dessa verdadeira conclusão, o que justifica, então, o crescente aumento do volume de créditos concedidos sob a alienação fiduciária, em detrimento da utilização da garantia por meio do penhor? É expressivo o aumento de frequência com que é utilizada a cessão fiduciária de direitos de crédito como garantia nos financiamentos, inclusive, nas operações de capital utilizado como caixa na sociedade, e a utilização cada vez menos expressiva do penhor de direitos de crédito, modalidade anteriormente tão popular dessa forma de financiamento.

Ao que tudo indica, a preferência pela cessão fiduciária de créditos em detrimento do penhor, decorre exclusivamente da diferença de tratamento outorgada a ambas as figuras na legislação brasileira de falência e recuperação judicial. Dessa forma, passaremos a analisar esse estudo de maneira mais apurada a partir do próximo tópico.

5.6. A cessão fiduciária de direitos creditórios

A Lei nº 10.931/04, além de resolver a questão da pertinência da propriedade fiduciária sobre bens móveis fungíveis, esclareceu também a respeito da possibilidade de ter o aludido instituto por objeto títulos de crédito e outros direitos creditórios. No texto do artigo 66-B, § 3º, da Lei de Mercado de Capitais, atualizado pela Lei nº 10.931/04:

É admitida a alienação fiduciária de coisa fungível e a cessão fiduciária de direitos sobre coisas móveis, bem como de títulos de crédito, hipóteses em que, salvo disposição em contrário, a posse direta e indireta do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é atribuída ao credor, que, em caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independentemente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da

realização da garantia, entregando ao devedor o saldo, se houver, acompanhado do demonstrativo da operação realizada.⁴²

Percebe-se, assim, que os institutos da alienação fiduciária em garantia e a cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios encontram-se disciplinados em vários diplomas legais. No artigo 66-B da Lei de Mercado de Capitais, sintetiza-se o regramento aplicável ao contrato de alienação fiduciária em garantia celebrado no âmbito do mercado financeiro e de capitais ou com o intuito de garantir créditos fiscais ou previdenciários. Por meio desse dispositivo, não há dúvida de que a propriedade fiduciária pode instituir-se sobre qualquer tipo de bem móvel, fungível ou infungível, ou sobre direitos a eles relativos.

O conceito de cessão fiduciária de direitos creditórios abarca o negócio jurídico mediante o qual o cedente fiduciante cede direitos de crédito que possui junto a terceiros para o cessionário fiduciário, como garantia ao cumprimento das obrigações. Acerca deste instituto, Fabio Ulhôa Coelho ensina:

É negócio jurídico em que uma das partes (cedente fiduciante) cede à outra (cessionário fiduciário) seus direitos de crédito perante terceiros (“Recebíveis”) em garantia do cumprimento de obrigações, geralmente as de mutuário. O cessionário fiduciário titula a propriedade (ou “titularidade”) fiduciária dos “Recebíveis”, de modo que o inadimplemento da obrigação garantida importa a consolidação deles em seu patrimônio. Na cessão fiduciária de títulos de crédito, o cessionário fiduciário tem, também, as posses direta e indireta do documento representativo dos “Recebíveis” (duplicata, nota promissória, cheque etc.). O cessionário fiduciário, destaque, é titular do direito de crédito cedido pelo devedor. Não se trata de uma simples caução de títulos de crédito, mas de verdadeira transferência do direito à instituição financeira. O direito ao crédito cedido passa, em outros termos, a integrar o patrimônio da instituição financeira como objeto de propriedade resolúvel. Se ocorrer o adimplemento da obrigação garantida pela cessão fiduciária, essa propriedade se resolve e o direito objeto da cessão fiduciária deixa de integrar o patrimônio da instituição financeira para retornar ao do antigo mutuário. Mas se não ocorre o adimplemento da obrigação, a propriedade se consolida e o mesmo direito que integrava condicionalmente ao patrimônio da instituição

⁴² ALVES, José Carlos Moreira. *Da alienação fiduciária em garantia*. Rio de Janeiro: Forense, 1987, 3ª edição, pp. 9-13.

financeira passa a integrá-lo incondicionalmente (isto é, consolida-se a propriedade sobre ele).⁴³

A cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios, dessa forma, é o negócio jurídico em que a cedente fiduciante cede à cessionária fiduciária seus direitos de crédito perante terceiros (os "recebíveis") em garantia do cumprimento de qualquer tipo de obrigação, geralmente as de mutuário. O cessionário fiduciário possui a propriedade (ou "titularidade") fiduciária dos "recebíveis", de modo que o inadimplemento da obrigação garantida gera a incorporação dos "recebíveis" em seu patrimônio.

Na cessão fiduciária de títulos de crédito, o cessionário fiduciário possui, ainda, as posses direta e indireta do título representativo dos "recebíveis" (duplicata, nota promissória, cheque etc.).

De acordo com o instituto em comento, deve-se destacar que o cessionário fiduciário é o titular do direito de crédito cedido pelo devedor.

De acordo com Antônio da Silva Cabral⁴⁴, o cessionário sub-roga-se nos direitos do credor, inclusive nos de ação. O autor aponta, ainda, que são efeitos da cessão:

a) *Quanto ao cedido*: há mudança de ordem subjetiva, isto é, o cessionário passa a ocupar a posição do cedente, para efeitos do cumprimento das obrigações que lhe foram atribuídas anteriormente;

b) *Quanto ao cedente*: antes da cessão representava uma das partes contratantes; após a cessão, continua gravado com seus deveres para com o cedido, embora os créditos contra este último tenham cessado, uma vez que passaram para o cessionário.

Clóvis Belviláqua⁴⁵, quanto à cessão de créditos – instituto que se aplica ao presente estudo por analogia – escreveu:

⁴³ COELHO, Fábio Ulhôa. *In Revista Magister de Direito Civil e Processual Civil. Cessão Fiduciária de Títulos Creditórios e a recuperação Judicial do Devedor Cedente*. Porto Alegre: Magister, v.37-jul/ago-2010. p.21.

⁴⁴ CABRAL, Antônio da Silva. *Cessão de Contratos*. São Paulo: Saraiva, 1987. p. 151.

⁴⁵ BELVILÁQUA, Clóvis. *Código Civil*. v.4, 1958, p.188.

A sua garantia refere-se à existência do crédito, no momento da cessão. E a sua responsabilidade [do cedente] pode verificar-se em três casos: 1º) cedeu um crédito inexistente. A cessão é nula por falta de objeto, e o ato é, bem caracterizadamente, ilícito; 2º) contra o crédito há exceção, que o inutiliza, como a de dolo ou de compensação; 3º) o crédito existe, mas não em favor do cedente. O cedente alienou coisa alheia. A responsabilidade abrange o crédito e os seus acessórios, como fiança, o penhor e a hipoteca. O cedente assegura a existência dessas garantias, mas não a sua eficácia.

Não se trata de uma simples caução de títulos de crédito, mas de verdadeira transferência do direito ao patrimônio do cessionário. O direito ao crédito cedido passa a integrar, em outras palavras, o patrimônio do cessionário, como objeto de sua propriedade. No caso de adimplemento da obrigação garantida pela cessão fiduciária, a propriedade se extingue e o direito objeto da cessão fiduciária deixa de integrar o patrimônio do cessionário para tornar ao do antigo mutuário.

Porém, quando não ocorre o adimplemento da obrigação, a propriedade se confirma e o mesmo direito que integrava, antes condicionalmente, o patrimônio do cessionário passa a integrá-lo de forma incondicional, ou seja, confirmar-se a propriedade sobre ele.

5.7. Cessão fiduciária de direitos creditórios de empresas em recuperação judicial

Da mesma forma que a antiga lei falimentar brasileira excluía determinados credores dos efeitos da concordata, também a atual preserva alguns dos da recuperação judicial. A extinta concordata produzia seus efeitos apenas para os credores quirografários posteriores à impetração. O credor que, na falência, possuísse qualquer tipo de preferência, não era afetado pelos efeitos da concordata. Ou seja, o processamento do pedido ou mesmo a concessão do favor legal na figura da concordata não implicavam qualquer alteração no valor do crédito ou vencimento dessa obrigação privilegiada.

A exclusão dos efeitos da concordata dos créditos com preferência na falência justificava-se, como muitos outros aspectos da antiga lei falimentar, em parte pela tutela de interesses caracterizados como individualistas dos credores.

Com exceção da preservação dos créditos trabalhistas e fiscais, a exclusão dos efeitos da concordata das demais espécies creditórias com preferência visava atender ao interesse de seus titulares em receber o devido no vencimento, pelo valor integral, do que amparar quaisquer interesses difusos ou coletivos, cuja importância ultrapassava os direitos individuais dos credores do concordatário.

A LFR, em seu artigo 49 estabelece categoricamente que estão sujeitos à recuperação judicial “*todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos*”, como se observa da transcrição abaixo:

Art. 49. Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos.

(...)

§ 3º Tratando-se de 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, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.

§ 4º Não se sujeitará aos efeitos da recuperação judicial a importância a que se refere o inciso II do art. 86 desta Lei.

§ 5º Tratando-se de crédito garantido por penhor sobre títulos de crédito, direitos creditórios, aplicações financeiras ou valores mobiliários, poderão ser substituídas ou renovadas as garantias liquidadas ou vencidas durante a recuperação judicial e, enquanto não renovadas ou substituídas, o valor eventualmente recebido em pagamento das garantias permanecerá em conta vinculada durante o período de suspensão de que trata o § 4º do art. 6º desta Lei.⁴⁶

Como se observa, entretanto, nos parágrafos terceiro e quarto do aludido artigo, a LFR excepciona do regime da recuperação judicial os créditos expressamente apresentados. Ainda, o parágrafo quinto, embora não excepcione do regime de recuperação judicial os créditos referidos em seu texto, estabelece

⁴⁶ Artigo 49, da LFR.

um tratamento diferenciado em relação aos termos da proteção da garantia, durante todo o período da suspensão das ações judiciais e das execuções (prazo já conhecido de cento e oitenta dias).

Conclui-se, portanto, que diferentemente do que o *caput* do artigo 49 da LFR apresenta, não estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos da empresa interdita. Da simples leitura do artigo em comento, pode-se estabelecer uma notável diferença quanto ao regime aplicável aos créditos existentes no momento do pedido de recuperação judicial: (i) créditos diretamente sujeitos à recuperação judicial; (ii) créditos não submetidos à égide da recuperação judicial e cuja exigibilidade não é atingida por esse procedimento (parágrafo quarto do artigo 49): créditos provenientes de adiantamento de contratos de câmbio para exportação; (iii) créditos não submetidos ao procedimento da recuperação judicial, mas obedientes, ainda que indiretamente, ao período de suspensão dos 180 dias, na medida em que fica impedida a venda ou retirada do bem do estabelecimento do devedor: apenas nos casos em que seja essencial à manutenção da sua atividade empresarial; e (iv) créditos sujeitos à recuperação judicial e ao prazo de suspensão de ações e execuções por 180 dias, porém sua garantia é objeto de proteção especial de acordo com a exigência de depósito do valor correspondente em conta vinculada ao procedimento de recuperação (parágrafo quinto).

Todavia, as exclusões dos credores dos efeitos da recuperação judicial (já no escopo da nova legislação falimentar), buscam, na moderna economia brasileira, proporcionar meios e novas maneiras de se baratear o custo do crédito e, conseqüentemente aumentar o seu volume, durante a criação das condições para o desenvolvimento econômico, valores esses muito superiores aos antigamente prestigiados.

O parágrafo 4º, por sua vez, remete ao inciso II do artigo 86 da LFR, relacionado aos pedidos de restituição na falência:

Art. 86. Proceder-se-á à restituição em dinheiro:

(...)

II - da importância entregue ao devedor, em moeda corrente nacional, decorrente de adiantamento a contrato de câmbio para exportação, na forma do art. 75, §§ 3º e 4º, da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, desde que o prazo total da operação, inclusive

eventuais prorrogações, não exceda o previsto nas normas específicas da autoridade competente,⁴⁷

Assim, os credores excluídos dos efeitos da recuperação judicial são: (i) o proprietário fiduciário; (ii) o arrendador mercantil; (iii) o proprietário ou promitente vendedor de imóvel com cláusula de irretratabilidade e inalienabilidade ou com reserva de domínio; (iv) a instituição financeira que tenha antecipado ao exportador recursos com base em contrato de câmbio para exportação.

Os objetivos da exclusão, como já apresentados, destinam-se a criar e desenvolver as condições para o desenvolvimento econômico. Ao retirar dos efeitos da recuperação judicial determinados tipos de credores, a lei falimentar teve como objetivo maior possibilitar o barateamento dos negócios em que eles se envolvem, atendendo ao interesse de toda a sociedade brasileira.

A exclusão de certas espécies de créditos do regime da recuperação significa que o seu titular não participa da deliberação sobre o plano, vez que seus efeitos não o atingem de qualquer maneira. A LFR confere, expressamente e de maneira legal, ao titular de créditos dessa natureza, portanto, uma prerrogativa especialíssima em relação aos demais credores. Ele estará incluído entre os credores divididos em classe na recuperação e, em consequência, sua vontade não pode ser vencida pela da maioria. O titular dessa espécie de crédito está, portanto, em posição totalmente diversa dos demais credores, consequência da natureza especial do seu crédito, conforme tratada na lei.

Há de se esclarecer, entretanto, que a exclusão de créditos do regime da recuperação deve sempre ocorrer em caráter excepcional e seguir estritamente o sistema legal.

Deve-se esclarecer a expressa legitimidade de haver prerrogativas especiais para certos tipos de crédito, o que estimula a sua concessão e, dessa forma, diminui o custo e aumento o volume do crédito no mercado, uma das principais preocupações da regulamentação falimentar e de recuperação empresarial.

⁴⁷ Art. 86, da LFR.

A LFR prevê expressamente que todos os créditos existentes na data do pedido de recuperação judicial estarão a ela subordinados. Entretanto, como apresentado, o legislador criou uma exceção a determinados créditos que, por sua natureza específica, não devem se submeter ao procedimento de recuperação judicial. Se encaixam nesse caso créditos como aqueles garantidos por propriedade fiduciária de bens móveis e imóveis, cujos credores podem exercer o direito de propriedade sobre o respectivo bem, mesmo na hipótese de o devedor estar em recuperação judicial.

Leonardo Adriano Ribeiro Dias⁴⁸, por exemplo, entende que os créditos existentes na data do pedido de recuperação judicial estão sujeitos à esta. Os créditos posteriores a esta data, por outro lado, estão sujeitos à execução:

O tratamento conferido pelo ordenamento pátrio ao financiamento das empresas em crise consiste na exclusão dos novos créditos dos efeitos da recuperação judicial, por decorrência lógica do que dispõe o caput do art. 49 da LRE, que sujeita à recuperação judicial os créditos existentes na data do pedido. Tratando-se de crédito posterior ao pedido de recuperação, os efeitos desta não o atingem, podendo o respectivo credor executar a dívida em caso de inadimplemento.

Buscaremos apresentar alguns argumentos que têm sido utilizados pela jurisprudência para dar subsídio à inclusão ou exclusão do crédito garantido por cessão fiduciária de recebíveis da recuperação judicial (ou seja, se tal crédito deveria ser regido por tratamento similar conferido ao crédito garantido por propriedade fiduciária), bem como identificar a supremacia do posicionamento atual nos principais tribunais do país.

A corrente minoritária, defensora da inclusão do crédito garantido por cessão fiduciária de recebíveis (conhecida como "travas bancárias") na recuperação judicial, entende que coisas incorpóreas, tais como direitos creditórios, não foram expressamente excepcionadas pela LFR. Sustentam seu argumento no fato de o artigo 49, parágrafo terceiro da lei em comento, excepcionou expressamente a propriedade fiduciária de bens móveis e imóveis, mas nada tratou sobre a cessão fiduciária de bens incorpóreos, como os recebíveis. Segundo essa

⁴⁸ DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014. p. 170.

corrente apenas benéfica para o devedor, que se encontra em situação de intervenção, caso o legislador pretendesse prever a cessão fiduciária de recebíveis no rol de exceções do artigo 49, deveria tê-lo feito de maneira expressa.

A jurisprudência que ainda acata esse posicionamento tenta sustentar, ainda, que a não submissão do cessionário fiduciário de recebíveis à recuperação judicial contrariaria alguns princípios fundamentais da nova legislação falimentar, como os da preservação e função social da empresa.

Ainda, de acordo com essa corrente, para incluir os cessionários de recebíveis na recuperação judicial, foi decretada a descaracterização da natureza jurídica da cessão fiduciária de recebíveis e, conseqüentemente, classificada como penhor, que, de maneira equivocada, foi interpretado como o instituto que mais se aproximaria da real intenção das partes.

Por meio desses argumentos, novamente deixam de ser analisados os princípios da segurança jurídica, da ordem e da transparência no Direito Empresarial. Com isso, a grave consequência do aumento do custo do crédito e a diminuição do seu volume voltam a assombrar o mercado creditório brasileiro.

Por isto, ao invocar tal conceito de preservação da empresa é necessário compreender que deve ser protegida pelo instituto da recuperação judicial a atividade empresarial, o que não compreende qualquer empresa passando por dificuldades financeiras, mas sim empresas viáveis, corretas, que vinham zelando por sua importância social até se depararem com uma crise. Paulo Fernando Campos Salles de Toledo ensina que “talvez o texto legal (que se presume não tenha palavras inúteis) esteja se referindo à empresa enquanto atividade, ou seja, à empresa no sentido funcional...”⁴⁹.

Isso posto, vale apresentar que os créditos objeto de alienação fiduciária, com o intuito de fomentar a sua utilização e conseqüente aumento do mercado de crédito, foram excluídos do procedimento de recuperação judicial.

É claro o objetivo do legislador ao excluir os créditos sujeitos à alienação fiduciária do regime da recuperação empresarial. A não sujeição dos créditos objeto de cessão fiduciária à recuperação judicial parte da clara interpretação do parágrafo

⁴⁹ TOLEDO, P.F.C.S. *Recuperação Judicial, a principal inovação da Lei de Recuperação de Empresas* – LREF. Revista do Advogado, ano XXV, nº 83, set. 2005, p. 103.

terceiro do artigo 49 da LFR, acima apresentado. Aludido dispositivo trata da alienação fiduciária de bens móveis, sem diferenciar bens móveis fungíveis ou infungíveis. Ora, é certo que direitos de crédito, nos termos da lei civil, são qualificados como bens móveis. Realmente, não há dúvida quanto ao fato, de que os direitos pessoais de natureza patrimonial são equiparados legalmente a bens móveis, como estabelecido expressamente no artigo 83, inciso III, do CC, transcrito abaixo:

Art. 83. Consideram-se móveis para os efeitos legais:

I - as energias que tenham valor econômico;

II - os direitos reais sobre objetos móveis e as ações correspondentes;

III - os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações⁵⁰ (grifos nossos).

Ainda, a cessão fiduciária constitui nada mais que espécie do gênero negócio fiduciário, de modo que, por todos os motivos apresentados, não há maneira de excluí-la do âmbito de aplicação do parágrafo terceiro do artigo 49 da LFR, sem flagrante quebra da lei.

Dentro desse escopo, faz-se necessária a análise objetiva da controvérsia em questão. Assim, deve-se esclarecer que a:

Cessão fiduciária em garantia de recebíveis é a transferência, limitada e resolúvel, que faz o devedor-fiduciante ao credor-fiduciário, do domínio e posse direta, mediante tradição efetiva, de direitos creditórios oriundos de títulos de crédito próprios e impróprios ou de contratos em garantia do pagamento de obrigação a que acede, resolvendo-se o direito do credor-fiduciário com a liquidação da dívida garantida e a reversão imediata e automática da propriedade ao devedor-fiduciante uma vez satisfeito o débito.⁵¹

⁵⁰ Art. 83 do CC.

⁵¹ LOBO, Jorge. *Cessão fiduciária de recebíveis na recuperação*. Disponível em: http://falimentar.blogspot.com/2010/03/cessao-fiduciaria-de-recebiveis-na_10.html acesso em 12/12/2016.

Ao ser acometido o devedor de mora ou inadimplemento da obrigação garantida, o credor poderá exercer, independentemente de qualquer anuência do devedor, todos os direitos inerentes e decorrentes dos créditos anteriormente cedidos, aplicando as importâncias recebidas no pagamento do valor principal da dívida, acrescido dos juros convencionados, eventual pena arbitrada, honorários advocatícios e todas as despesas incorridas na cobrança, devendo devolver ao devedor o eventual saldo que for gerado.

Melhim Namen Chalhub ensina que a cessão fiduciária e a alienação fiduciária são institutos que possuem a função de garantir o crédito, sendo o objeto da cessão fiduciária um direito creditório, enquanto na alienação fiduciária o objeto da transferência é um bem móvel ou imóvel:

A cessão fiduciária e a alienação fiduciária são institutos similares, exercendo a mesma função de garantia do crédito e alicerçando-se nos mesmos fundamentos; enquanto na alienação, o objeto do contrato é um bem (móvel ou imóvel), na cessão o objeto é um direito creditório; em ambas, a transmissão do domínio fiduciário ou da titularidade fiduciária subsiste enquanto perdurar a dívida garantida.⁵²

Por esse motivo, o tratamento legal da cessão fiduciária em garantia de recebíveis se direciona pelos mesmos princípios da alienação fiduciária em garantia de bens móveis e imóveis.

Desse modo, a lei 11.101/05, ao apresentar no texto do seu artigo 49, parágrafo terceiro (acima destacado), o "proprietário fiduciário de bens móveis", engloba tanto o proprietário fiduciário, que adquiriu essa característica em razão de válido e eficaz contrato de alienação fiduciária em garantia de bens móveis, quanto o proprietário fiduciário, que possui a aludida posição em decorrência de contrato de cessão fiduciária em garantia de recebíveis, pois ambos são espécies do negócio fiduciário ou, em outras palavras, "venda para garantir".

Esses institutos do Direito Econômico, que têm a finalidade intrínseca de servir de instrumentos, tanto ao Estado, como aos particulares, e buscar atingir o

⁵² CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2009.

desenvolvimento econômico e social do país, são regulados por princípios jurídicos próprios, que não ministram a ideia de justiça, mas de eficácia técnica em primeiro lugar. Isso esclarece ainda mais, justifica e fundamenta a sua exclusão dos procedimentos de recuperação judicial e de falência do devedor-fiduciante.

Ao contrário da situação do penhor, a cessão fiduciária de direitos de crédito fica totalmente excluída do procedimento de recuperação judicial, conforme parágrafo terceiro do artigo 49, não podendo o plano de recuperação judicial atingir tais créditos e, assim, o aludido credor não participará, também, da assembleia destinada a deliberar a respeito de mencionado plano.

No caso de falência, ainda, o titular da cessão fiduciária deverá pleitear a sua restituição, independente do encaminhamento do procedimento falimentar, ficando, portanto, em posição hierárquica privilegiadíssima para recebimento do pagamento.

A orientação acima apresentada não apenas é depreendida da interpretação sistemática dos parágrafos terceiro e quinto do artigo 49, como é coerente com os princípios informativos apresentados da recuperação judicial, conforme o já exposto até o momento.

Mister destacar, aqui, o aspecto histórico relevante: quando do advento da LFR, no ano de 2005, era extremamente dominante no mercado a utilização do penhor de direitos de crédito como modalidade de garantia dos financiamentos, sobretudo, aqueles de curto prazo. Naquela oportunidade, então, foi longamente discutida a introdução do parágrafo quinto ao artigo 49 da LFR, considerado principalmente pelas instituições financeiras como fundamental para conferir segurança, transparência e certeza a esses tipos de financiamentos. A alienação fiduciária, até aquele momento, ainda não difundida como modalidade de garantia sobre direitos creditórios, veio a ser radicalmente difundida e utilizada nas operações envolvendo bens imóveis ou móveis infungíveis, quando da concessão de crédito, estimulando verticalmente o mercado (baixo custo e grande volume) do crédito.

5.8. A cessão fiduciária de direitos creditórios e falência

O presente trabalho se filia à teoria da transmissão plena e completa do direito creditório na cessão fiduciária, mesmo que o fiduciário não cumpra a convenção mediante a qual este é obrigado a fazer uso limitado dos poderes conferidos quando da cessão, ou até mesmo que o fiduciário haja com abuso de confiança depositada nele pelo fiduciante e em quaisquer outros eventos, haja vista que o fiduciante jamais poderá reivindicar a coisa alienada do adquirente, ou de terceiros, tampouco exercer qualquer direito relacionado ao crédito anteriormente alienado. Nos casos em que o fiduciário aja com abuso, dolo ou má-fé, deve o fiduciante ingressar com pedido de indenização por perdas e danos em face do fiduciário, nada mais.

José Beleza dos Santos⁵³, quanto a isto, explica que, caso seja declarada a falência do fiduciário, de acordo com a teoria da transmissão completa do direito, o fiduciante jamais poderá reivindicar que o objeto transferido fiduciariamente seja restituído, haja vista que referida restituição só poderá ser exigida quando aquele que a reivindica é legítimo dono da coisa transferida, e o falido mero detentor, e, no caso em análise (falência do fiduciário), o legítimo dono da coisa é o falido, para quem o fiduciante a transmitiu, de maneira que este transmitente será apenas um credor do falido pelo não cumprimento do pacto fiduciário.

Ou seja, em breve síntese, é fato que decorre da alienação fiduciária a transferência efetiva da titularidade dos direitos creditórios, pelo fiduciante ao fiduciário, até que a dívida seja quitada pelo devedor, de modo que os créditos em posse do fiduciário não serão afetados pelos efeitos da falência ou recuperação judicial do devedor fiduciante, uma vez que o credor fiduciário é a pessoa titular dos créditos.

Reforça tal entendimento o disposto na própria LSFI, a qual, em seu artigo 20, prevê que na hipótese da falência do devedor cedente, e se não tiver havido a tradição dos títulos representativos dos créditos cedidos fiduciariamente,

⁵³ DOS SANTOS, José Beleza. *A simulação em direito civil*. 2. Ed. São Paulo: Lejus, 199. p. 91

ficará assegurada ao cessionário fiduciário a restituição na forma da legislação pertinente, ou seja, neste caso, a restituição será na forma da LFR.

Entretanto, a questão do tratamento a ser dado à cessão fiduciária de direitos creditórios nos casos de falência do devedor ainda não foi pacificada pelos tribunais, pois há quem entenda que o parágrafo 3º do artigo 49 da LFR – a qual exclui dos efeitos da recuperação judicial os proprietários de bens móveis e imóveis – possui rol restritivo, não se aplicando à cessão fiduciária dos direitos creditórios.

Este estudo, como já dito, é partidário do entendimento de que o artigo 49 da LFR inclui os direitos creditórios outrora cedidos, os quais não deverão ser afetados pela insolvência, falência ou recuperação judicial do devedor, uma vez que a cessão fiduciária consiste na efetiva transferência dos direitos creditórios para o cessionário, o que significa que os direitos cedidos não pertencem mais ao cedente, como assevera Navarro Martorell:

Não cabe discutir se é ou não propriedade o direito transmitido: é óbvio que o é, porque somente o sendo é possível alcançar o fim que se pretende.

A titularidade transmitida deve ser verdadeiramente propriedade, posto que haja de surtir, ao menos potencialmente, os efeitos desta.⁵⁴

Além disso, é importante considerar que o artigo 49 versa sobre a exclusão da recuperação judicial os titulares fiduciários de bens móveis, e a doutrina é pacífica no sentido de que direitos são, nada mais, do que bens móveis, levando em conta o disposto no artigo 83 do CC:

Consideram-se móveis para efeitos legais:

[...]

III- os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações.

⁵⁴ MARTORELL, Antônio Navarro. *La propiedad Fiduciária*. Barcelona: Casa Editorial, 1950. p. 174

O STJ, no mesmo sentido, e visando consolidar o dissídio jurisprudencial, se manifestou acerca do tema e decidiu, por unanimidade, que os créditos cedidos por cessão fiduciária não se submetem aos efeitos da recuperação judicial, justamente em virtude do argumento acima elencados:

A LFR estabelece que estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, ainda que não vencidos (art. 49, *caput*).

Da regra geral excepciona a lei certos créditos, os quais, embora anteriores ao pedido de recuperação judicial, não se sujeitam aos seus efeitos.

[...]

O "credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis" não se submete, pois, aos efeitos da recuperação judicial. Trata-se de expressa disposição legal.

Segundo o art. 83 do Código Civil de 2002, consideram-se móveis para os efeitos legais "os direitos pessoais de caráter patrimonial e respectivas ações".

Não se pretende e nem seria razoável sustentar que títulos de crédito não configurem "direitos pessoais de caráter patrimonial", bens móveis, portanto.⁵⁵ [grifos nossos]

Sendo assim, ainda que reconhecido pelo STJ o fato de que os direitos creditórios cedidos fiduciariamente não são afetados pela falência ou insolvência do devedor, quando decretada a falência deste, ficará a cargo do administrador judicial a arrecadação dos bens que estiverem sobre a posse daquele, o que pode incluir bens de terceiros.

Deve ser feito, então, o pedido de restituição dos títulos de crédito que estiverem na posse do devedor, mas que foram outrora objeto de alienação fiduciária, podendo, o magistrado: (i) prolatar sentença determinando a entrega da coisa, excluindo os direitos creditórios cedidos dos efeitos da falência do devedor; (ii) prolatar sentença negando a restituição requerida.

5.9. Proposições finais sobre a LFR e a cessão de direitos creditórios

⁵⁵ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Recuperação Judicial. Recurso Especial nº 1.263.500. Rel. Min. Maria Isabel Gallotti. Julgado em 05/12/2013.

Com todo o exposto acima, é clara a maior consequência da exclusão da cessão fiduciária de créditos do regime da recuperação judicial: elevação crescente da utilização dessa figura, inclusive, para finalidades ainda mais abrangentes às típicas dessa modalidade de garantia. Realmente e em benefício do mercado de crédito, a cessão fiduciária passou a constituir a modalidade de garantia mais comum nos financiamentos de curto prazo e de capital de giro, em substituição ao quase extinto penhor de recebíveis, predominante quando da promulgação da LFR.

Como apresentado, há correntes que adotam postura inversa e racionalmente mais objetiva, ao entenderem que os créditos garantidos por cessão fiduciária de recebíveis não devem, em hipótese alguma, se sujeitar aos efeitos da recuperação judicial. Em razão da LFR excluir os créditos garantidos por propriedade fiduciária de uma forma geral, não fazendo qualquer tipo de ressalva à cessão fiduciária de recebíveis, não há como se interpretar a lei de outra forma, sem prejuízo de seu conteúdo e objetivo.

Os tribunais que assim entendem, interpretam a legislação da maneira como está positivada: por ser a cessão fiduciária de recebíveis uma espécie pertencente ao gênero propriedade fiduciária, também está automaticamente excluída por meio do texto do supramencionado artigo 49, parágrafo terceiro. Esse entendimento, como dito, já foi consolidado pelo TJSP, TJPR e começou mais recentemente a ser adotado também pelo TJMT.

Ainda, há de se apresentar o artigo 83, incisos II e III, do CC, que classifica os direitos creditórios como bens móveis.

O TJRJ, por sua vez, recentemente proferiu decisão reconhecendo que o crédito garantido por cessão fiduciária de recebíveis não deve ser submetido ao procedimento de recuperação judicial. Aludido tribunal entendeu que, por mais que a exclusão desse crédito possa comprometer o caixa da sociedade, não se pode ignorar a proteção conferida pela LFR à garantia fiduciária. Ainda, entendeu sabiamente que, principalmente em momentos de crise econômica como o vivenciado, deve ser estimulada a utilização de mecanismos de crédito confiáveis, que atendam às exigências do mercado creditório.

Nesse escopo, a corrente majoritária entende que recebíveis são bens como qualquer outro e a eles se aplica, devidamente, a disciplina jurídica das coisas móveis. Assim, tanto a propriedade fiduciária em garantia de coisas corpóreas quanto a cessão fiduciária de coisas incorpóreas têm a mesma natureza jurídica de acordo com a legislação brasileira, estando as duas imunes aos efeitos da recuperação judicial e falimentar.

Há de se destacar de forma veemente, o parecer nº 534, de 2004, da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal. De acordo com o mencionado parecer, a sujeição da garantia estabelecida por direitos creditórios à recuperação judicial prejudicaria imediatamente a expansão do crédito e a redução dos seus custos no Brasil, uma vez que tais linhas de créditos só são concedidas nessas condições pois sabe-se da proteção regulamentada pela legislação. Ou seja, o legislador reconhece que a sujeição desses créditos aos efeitos da recuperação judicial e falência extinguiria, na prática, aludidos tipos de crédito, pois ou concessão se tornaria muito onerosa ou seus elevados valores os tornariam inviáveis.

Isso é particularmente claro na questão relativa à exclusão da instituição financeira na operação de contrato de câmbio para exportação. É notório que um dos grandes desafios do Brasil desde sua inserção na economia globalizada e estabilização monetária, ocorridas a partir de meados dos anos 1990, tem sido o de aumentar as exportações. Com a balança comercial positiva nossa economia tem condições de reduzir a dependência de divisas externas e fortalecer seu processo de desenvolvimento. Há benefícios gigantescos, portanto, para toda a sociedade brasileira, por isso, o estímulo às exportações.

Os estímulos por meio de tecnologias financeiras capazes de proporcionar o barateamento do financiamento aos exportadores representam, portanto, medida de interesse nacional. Quanto maiores forem as garantias de recuperação do capital adiantado aos exportadores pelos bancos, menores serão os juros cobrados. Isso porque, como dito, parte das taxas cobradas pelas instituições financeiras é frutos dos riscos associados à insolvência, inadimplemento do devedor e a dificuldade em reaver tais capitais.

Nesse sentido, a LFR estabelece duas medidas buscando neutralizar essa pressão sobre os juros praticados no financiamento à exportação.

Primeiramente, prevê a restituição das quantias adiantadas ao exportador falido com base num contrato de câmbio. Ao definir, dessa forma, o crédito da instituição financeira como extraconcursal, a lei atenua o risco associado à insolvência e, conseqüentemente, estimula a redução dos juros cobrados nessa linha de financiamento. E, ademais, estabelece a não sujeição ao procedimento da recuperação judicial do crédito da instituição financeira proveniente da antecipação com base em contrato de câmbio. Com isso, o credor não tem necessidade de incluir em seus valores de juros nenhuma taxa associada ao risco do exportador encarar uma recuperação judicial, podendo praticar juros sensivelmente menores.

Em relação aos demais credores excluídos dos efeitos da recuperação judicial, a racional é a mesma. A o desenvolvimento econômico necessita obrigatoriamente de juros bancários relativamente baratos, nos limites que o controle do processo inflacionário pode permitir. Ou seja, os custos dos financiamentos bancários garantidos por leasing não são pressionados pelo risco associado à recuperação judicial do devedor, vez a lei expressamente exclui o crédito decorrente de arrendamento mercantil dos efeitos da recuperação judicial.

O titular de propriedade fiduciária, como apresentado, também tem seu crédito excluído dos efeitos da recuperação judicial. Em outras palavras, não deve haver nenhuma consequência para o crédito garantido por alienação fiduciária da constituição, do devedor fiduciante, em procedimento de recuperação judicial. Também não deve produzir nenhuma implicação relativa aos direitos do titular da propriedade fiduciária o despacho de processamento da recuperação judicial. Portanto, a obrigação do devedor fiduciante não pode ser objeto de nenhuma cláusula durante a elaboração do plano de reorganização, pois do mesmo não faz parte. Qualquer menção a ela no plano é sem qualquer dúvida inválido e ineficaz, vez que contraria o art. 49, § 3º, da LFR.

O cessionário fiduciário, na cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios, é titular, como dito, da propriedade resolúvel do crédito cedido. Aludido crédito integra o patrimônio da instituição financeira cessionária. Em razão de integrar o patrimônio na condição de resolubilidade, o adimplemento da obrigação garantida pelo cedente fiduciante importa seu retorno ao patrimônio deste. Entretanto, quando a obrigação não é quitada, o direito cedido fiduciariamente se consolida no patrimônio do cessionário fiduciário.

A cessão fiduciária de títulos de crédito ou de direitos creditórios, observa-se, cria sobre o objeto cedido um direito real (um direito real em garantia) e não um direito pessoal. A cessionária torna-se efetivamente proprietária desses títulos ou direitos e não apenas credora. É esta a grande implicação do instituto da cessão fiduciária em garantia cujo objeto são títulos de crédito ou direitos creditórios do cedente.

Há, portanto, uma diferença importantíssima entre a cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios, e as operações de penhor ou caução de títulos (também de crédito, valores mobiliários, aplicações financeiras etc.). Enquanto na cessão fiduciária de títulos de crédito ou direitos creditórios, aludidos títulos ou direitos passam efetivamente ao patrimônio da cessionária e nele permanecem enquanto não cumprida totalmente a obrigação garantida, nas operações de penhor ou caução de títulos, estes são apenas transferidos à posse da credora, não passando nunca a compor o patrimônio dela tais direitos creditórios neles incorporados.

Essa diferença é refletida exatamente no tratamento dispensado pela LFR, quando disciplina a recuperação judicial. Para os títulos de crédito e direitos creditórios outorgados fiduciariamente ocorre a exclusão dos efeitos da recuperação judicial. Por sua vez, nas operações de penhor ou caução de títulos vigora norma de aplicação totalmente diferente, que as submete a todos os efeitos da recuperação judicial.

O depósito em conta vinculada é razoável porque o crédito relacionado ao título empenhado ou caucionado é ainda de propriedade do devedor “sofredor” da recuperação judicial. Apesar do instrumento de dívida estar em posse do credor pignoratício, a efetivação dessa garantia fica suspensa em razão de estar submetida ao plano de reorganização.

A LFR deve, como o tem feito, respeitar e preservar as prerrogativas legais e contratuais dos créditos, de modo a conferir certeza, transparência e segurança ao mercado de crédito (efeito *ex ante*). Assim, seja porque decorre de interpretação sistemática e teleológica dos parágrafos terceiro e quinto do tão comentado artigo 49, seja porque condiz com os princípios informadores do processo de recuperação judicial, a orientação mais adequada sem dúvida é a de

os créditos objeto de cessão fiduciária não se subordinam aos procedimentos de recuperação judicial e falência na legislação brasileira.

O mesmo procedimento não cabe para os títulos de crédito ou direitos creditórios cedidos fiduciariamente, vez que não pertencem mais ao patrimônio do devedor impetrante da recuperação judicial. Eles pertencem efetivamente ao patrimônio da cessionária e não há necessidade de mantê-los, quando vencidos e satisfeitos, em conta vinculada ao juízo da recuperação judicial. Ademais, caso a LFR eventualmente pretendesse estender aos títulos de crédito e direitos creditórios fiduciariamente cedidos a sistemática do art. 49, § 5º, reservada apenas às operações de penhor ou caução de títulos, ela seria, nessa extensão, inconstitucional. Agindo desse modo, desrespeitaria o direito de propriedade do cessionário fiduciário constitucionalmente assegurado.

6. A CARACTERIZAÇÃO DA “TRUE SALE”

Neste capítulo será analisado de forma detalhada o instituto da “true sale”, desde sua evolução histórica no Direito Norte Americano, passando por sua importância para o instituto da securitização de créditos e, por fim, mediante análises empíricas de sua aplicação em diversos tipos de cessão de crédito passíveis de serem securitizados através de FIDCs-NP.

6.1. Conceito

Conforme já fora discutido nos capítulos anteriores, a securitização de créditos é precedida da cessão dos mesmos, o que geralmente é feito através de contratos ou operações que visem a transferência definitiva e juridicamente protegida dos ativos que lastrearão a operação objeto da securitização.

Na doutrina norte-americana entende-se como basilar para as operações de securitização o conceito de “true sale”, qual seja:

True sale implies the economic Independence of assets from the seller, once the sale has taken place. [...] the absence of such independence is called recourse to the seller; and a true sale requires that there be no seller recourse⁵⁶

Por outro lado, os estudiosos do instituto da “true sale” admitem que ainda não existe uma definição correta deste:

Defining true sale is the holy grail of the securitization market, a market in which hundreds of billions of dollars flow in transactions structured around constantly evolving ideas of what true sale means.⁵⁷

⁵⁶ R&R Consulting. *The legal foundations of structured finance*. In: Practical Techniques for Asset Securitization. New York, 2006.

⁵⁷ PANTALEO, Peter V., EDELMAN, Herbert S., FELDKAMP, Frederick L., MCNEILL, Jason Kravitt, Walter, PLANK, Thomas E., MORRISON, Kenneth P., SCHWAM Steven L., SHUPACK, Paul, and ZARETSKY, Barry: *Rethinking the Role of Recourse in the Sale of Financial Assets*. The Business Lawyer. v. 52, November 1996.

Em Portugal, o instituto da “true sale” é chamado de “venda firme”, definida por João Pinto e Manoel Marques como evento necessário para que ocorra a chamada segregação entre os títulos cedidos e os ativos do cedente⁵⁸:

“Os activos seleccionados são transferidos do promotor para a empresa veículo. Esta (ou outra entidade para a qual a empresa veículo transfere os activos - depositário (trust)) emite títulos de dívida no mercado de capitais, os quais são geralmente adquiridos por investidores institucionais. A contrapartida financeira da emissão destes títulos concede à empresa veículo os meios necessários à aquisição dos activos. A transferência dos activos do promotor para a empresa veículo assume geralmente a forma de venda firme (true sale) necessária para retirar os activos da esfera dos impactos da falência ou insolvência do promotor (segregação).”

Neste estudo, por outro lado, defende-se que a “true sale” engloba não somente ato de vender, ou seja, a transferência da posse sobre o bem ou direito, mas também a transferência efetiva da propriedade sobre estes, a qual é plena, irreversível, irrevogável e não deve estar sujeita à quaisquer condições ou termos.

Em estudo realizado pelo “Ifc Technical Working Group on Securitisation”, na Rússia – o qual faz parte de um projeto patrocinado criado com o intuito de aprimorar o ambiente legal e regulatório na Rússia no que diz respeito ao mercado de securitização – foram apontadas as distinções entre uma “securitização sintética” e uma “true sale”, de maneira que trata-se a primeira de um negócio jurídico em que os recebíveis não são efetivamente transferidos,

58 PINTO, João e MARQUES, Manuel, O movimento de titularização de activos em Portugal (Asset Securitization in Portugal), estudo datado de 26 de abril de 2007 e disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2368617> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2368617>

enquanto a segunda trata-se da transferência efetiva dos recebíveis para uma SPE⁵⁹:

In a true sale securitisation, a company sells assets to a special purpose vehicle/company (the SPV) which funds the purchase by issuing bonds to the capital markets. In a synthetic securitisation, the company does not sell any assets, but transfers the risk of loss associated with certain of its assets to an SPV or a bank against payment by such company of a premium or fee to the SPV.

Os autores ensinam, ainda, que para efetiva caracterização da “true sale”, é necessária a retirada dos ativos transferidos do balanço do cedente:

A true sale securitization may move the assets off the Originator's balance sheet, contributing to an improvement of the relevant balance sheet ratios. For instance, to the extent that proceeds of the securitization are used to repay existing liabilities, this may reduce the Originator's leverage

Ou seja, o bem securitizado, para que a securitização seja efetivamente segura e esteja adequadamente respaldada e garantida, deve passar de forma definitiva para o cessionário.

Para tanto, faz-se necessária a observância dos requisitos legais exigidos para que a transferência de tais ativos possua tal natureza definitiva, caracterizando, então, a ocorrência do instituto da “true sale”.

Nota-se, então, que a cessão de créditos feita de forma não definitiva ou que não possua um caráter definitivo certamente tornaria o lastro das operações de securitização deficiente, o que aumentaria de forma exponencial o risco de tais operações.

Dentro deste raciocínio, verifica-se que um dos elementos principais da “true sale” é a efetiva segregação do bem securitizado do ativo contábil do cedente.

Dito isto, verifica-se a importância de que seja caracterizada a “true sale” nas operações de securitização, sem a qual a operação pode ser considerada um

⁵⁹ IFC Technical Working Group on Securitization in Russia: Securitization, *Key Legal and Regulatory Issues*. Copyright 2004, disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~igiddy/articles/securitization_legal.pdf

empréstimo ou financiamento, garantido pelos recebíveis, tornando-se, o cedente, credor do cessionário.

É pertinente para o presente trabalho um estudo publicado pela agência de “rating” Moody’s, com o intuito de desmistificar a securitização de recebíveis para potenciais investidores, no qual os autores salientaram que, legalmente, quando ocorre a “true sale”, os ativos cedidos são separados dos ativos do cedente. Ou seja, os ativos cedidos são isolados dos demais ativos do cedente, pertencendo somente ao cessionário:

Through a “true sale” or “absolute transfer” of an asset pool to a SPE, the assets are legally separate from those of the originator. This means that if the originator files for bankruptcy protection, the unsecured creditors of the originator would not have any claim against the asset pool and its related cash flows. Conversely, asset-backed investors would not have a claim against the originator’s estate in the event of the originator’s bankruptcy. The investor looks only to the cash flows generated from the asset pool as well as credit support “built into” the transaction for repayment of the ABS – legally speaking, there is no recourse to the originator. However, in many cases, much of the credit support built into the transaction have been provided by the originator from the outset⁶⁰.

Do trecho acima transcrito também é interessante notar que os estudiosos americanos, diferentemente dos portugueses, entendem como sinônimo do termo “true sale” o termo “absolute transfer”, o que significa, em tradução livre, “transferência absoluta”. A utilização deste termo vai de encontro com o conceito de que a “true sale” engloba a transmissão plena e completa do direito creditório na cessão fiduciária, garantindo segurança jurídica para as operações de securitização, conforme defendido neste estudo.

⁶⁰ Moody’s Investors Service: *Demystifying Securitization for Unsecured Investors*. Datado de janeiro de 2003, disponível em: <https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodyRatingsAttachments/2001700000415918.pdf>

A "true sale", portanto, pode ser considerada como a cessão final e de um determinado crédito, oponível contra quaisquer terceiros em qualquer situação, inclusive de insolvência, falência ou início de procedimento de recuperação judicial, extrajudicial ou instituto semelhante, dependendo da jurisdição.

Ou seja, se efetivamente ocorre a "true sale", os créditos securitizados não serão considerados como parte da massa passiva criada a partir de um procedimento de natureza falimentar ou recuperacional, uma vez que a securitização tem como pré-requisito a efetiva transmissão dos recebíveis, pela qual estes recebíveis deixam de ser contabilizados no balanço patrimonial do originador, de maneira que, se o originador entrar em processo de falência ou recuperação judicial, estes recebíveis não serão incorporados à massa falida, fenômeno que fora estudado neste trabalho, em capítulo próprio.

Steven Schwarcz, autor do artigo "The Alchemy of Asset Securitization", explica que existe o risco de que os recebíveis cedidos na operação de securitização não sejam pagos na data devida, contudo, estes títulos podem ser objeto de uma operação de securitização caso haja a transferência do título para uma SPE ou veículo similar, e então se caracterizaria a "true sale" e, portanto, a separação de qualquer risco relacionado ao originador seria segregada dos ativos cedidos:

*A company that wants to obtain financing through securitization begins by identifying assets that can be used to raise funds. & These assets typically represent rights to payments at future dates and are usually referred to as "receivables". The company that owns the receivables is usually called the "originator." The risk that these payments may not be made in time is an important factor in valuing the receivables. As long as the originator can reasonably predict the aggregate rate of default, however, it can securitize even those receivables that present some risk of uncollectibility. Therefore, a statistically large pool of receivables due from many obligors, for which payment is reasonably predictable, is generally preferable to a pool of a smaller number of receivables due from a few obligors. After identifying the assets to be used in the securitization, the originator transfers the receivables to a newly formed special purpose corporation, trust, or other legally separate entity—often referred to as a special purpose vehicle, or "SPV." **The transfer is intended to separate the receivables from risks associated with the originator. For this reason, the originator will often structure the transfer so that it constitutes a "true sale" which is a sale that is sufficient under bankruptcy law to remove the***

receivables from the originator's bankruptcy estate. To raise funds to purchase these receivables, the SPY issues securities in the capital markets. The SPY, however, must be structured as "bankruptcy remote" to gain acceptance as an issuer of capital market securities. Bankruptcy remote in this context means that the SPY is unlikely to be adversely affected by a bankruptcy of the originator.

Se filiam ao entendimento de Steven Schwarcz os autores brasileiros Cláudio Gonçalves dos Santos e Luiz Roberto Calado, que explicam que é perfeitamente possível que sejam securitizados ativos que possuam risco de que não sejam “performados”, desde que seja atribuída a estes ativos notas de rating condizentes com a sua probabilidade de performance, o que proporciona ao investidor total ciência da probabilidade de perda em seu investimento:

Qualquer ativo pode ser securitizado, desde que a operação tenha a nota de rating apropriada e o investidor esteja disposto a assumir os riscos associados à operação em troca de um prêmio (taxa de juros).

As estruturas de securitização são montadas de forma a garantir ao investidor que os riscos associados ao ativo lastro, ao originador ou ao tomador foram segregados.

A nota de rating indica para o investidor a probabilidade de default no fluxo de pagamento da operação, qualquer que seja ela.

Quanto maior for a nota de rating, menor a probabilidade de default. Quanto menor for a nota de rating, maior a probabilidade de default, portanto, maior o prêmio exigido pelo investidor.⁶¹

Vinod Kothari, em artigo chamado “The True Sale Question”, voltado para os aspectos financeiros do fenômeno, entende que a suma importância da “true sale” nas operações de securitização se dá pelo fato de que, nas hipóteses em que a operação configura uma “true sale”, o investidor passa a ter o direito sobre os recebíveis cedidos, o que ocorre partindo da premissa de que ocorra a aquisição legal dos ativos, a qual pressupõe, por exemplo, a retirada dos recebíveis do balanço do cedente:

⁶¹ DOS SANTOS, Claudio Gonçalves e CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: Novos rumos do mercado financeiro*. p. 13.

True sale is at the very heart of legal issues in securitization. If securitization is a true sale, the investors get a legal right over the receivables. If it is not a true sale, investor may be either at par with unsecured lenders, or even worse. The true sale question also the foundation of off-balance-sheet accounting treatment, regulatory relief, etc.

The genesis of securitization lies in giving the investors rights over specific assets of the originator. This would obviously necessitate that the investors, or the SPV which is a conduit on behalf of the investors, has legally acquired the assets.⁶²

É possível afirmar, portanto, que, se a securitização não se tornar uma “true sale”, não será garantido aos investidores o privilégio legal sobre os recebíveis securitizados, de forma que a operação não será isolada como se espera, ou seja, caso a operação não configure uma “true sale”, os ativos cedidos ainda podem ser atingidos por quaisquer situações envolvendo o originador destes.

Assim, é crucial que a operação de securitização se dê de forma efetiva e irrevogável, ou seja, uma “true sale”, sob pena de que ocorra confusão patrimonial entre o patrimônio do cedente e do veículo, e frustrar-se a mitigação do risco almejada pela securitização.

Quanto a isto, é pertinente para o presente estudo a análise da jurisprudência americana, mais especificamente de embate acerca dos conceitos da “true sale” nos Estados Unidos: *Major's Furniture, Inc. v. Castle Credit Corp*⁶³, caso em que uma vendedora de móveis realizou uma venda de recebíveis para outra empresa, com um desconto acarretado pelo risco da operação, tendo esta empresa, posteriormente, ingressado com uma ação pleiteando o recebimento dos valores pagos pelos títulos.

A discussão, em suma, se resumiu ao fato de que existiam dúvidas acerca da natureza jurídica do contrato de cessão de crédito celebrado entre as partes, o qual podia tratar-se de uma “true sale” dos recebíveis ou de mero financiamento. O tribunal, por sua vez, decidiu que a operação se tratava de um

⁶² KOTHARI, Vinod. “*Tre True Sale Question*”, disponível em <http://vinodkothari.com/truesale/#>, acesso em 09/12/2016.

⁶³ ESTADOS UNIDOS DA AMÉRICA. *Jurisprudência Americana*. *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp.*, 602 E2d 538 (3d Cir. 1979).

financiamento, tendo a empresa cedente (Castle) recuperado o preço pago pelos títulos.

A decisão da corte americana no caso *Major's Furniture Mart, Inc. v. Castle Credit Corp* foi chamada de “recharacterização” da operação de compra e venda de recebíveis, tendo alguns autores entendido referida “manobra” como meio de através do qual o cedente possa invalidar a cessão outrora realizada, visando ser ressarcido do pagamento feito pelos títulos, uma vez que a operação seria considerada um financiamento:

“On occasion, a transferor would seek to recharacterize a sale as a loan in order to recover the surplus above the purchase price plus interest that the transferee of the asset had collected.”⁶⁴

Os autores Diogo Leite Campos e Cláudia Saavedra Pinto⁶⁵ entendem que, para possibilitar a “true sale”, o crédito deverá ser cedido de forma plena, irrevogável e não deve estar sujeita a quaisquer condições ou termos, sendo que a transferência deve ocorrer de maneira real e efetiva, e os créditos devem passar a fazer parte do patrimônio do veículo e se torne propriedade do investidor, indiretamente, o qual subscreve o valor mobiliário ou os títulos emitidos.

Nos casos de cessão dos créditos para um FIDC, operação objeto deste estudo, é importante lembrar que é celebrado um contrato de cessão de créditos entre o cedente e o fundo, pelo qual são transferidos todos os direitos e responsabilidades, do cedente para o fundo, logo, a empresa cedente dos recebíveis não deve responder caso estes não sejam quitados em qualquer momento posterior à cessão.

Os contratos são, ainda, enviados para um custodiante, todos os documentos são devidamente registrados e os recebíveis submetidos a um processo normal de cobrança bancária.

⁶⁴ PANTALEO, Peter V., EDELMAN, Herbert S., FELDKAMP, Frederick L., MCNEILL, Jason Kravitt, Walter, PLANK, Thomas E., MORRISON, Kenneth P., SCHWAM Steven L., SHUPACK, Paul, and ZARETSKY, Barry: *Rethinking the Role of Recourse in the Sale of Financial Assets*. The Business Lawyer. v. 52, November 1996.

⁶⁵ CAMPOS, Diogo Leite; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal*. Coimbra: Alamedina, 2007. p. 15.

Em resumo, a “true sale” neste caso se dá quando a cedente realiza a cessão acabada e perfeita dos títulos para o fundo, subrogando-se, o fundo, na pessoa do cedente, para nada mais reclamar deste.

Dependendo da jurisdição, a caracterização da “true sale” terá uma característica mais objetiva ou subjetiva, conforme será abaixo demonstrado.

Na prática, a securitização tem como pressuposto a venda real do crédito, pela qual referido crédito é efetivamente transferido e, portanto, retirado do balanço patrimonial da cedente, de forma que, se esta tiver sua falência decretada, o crédito não será incorporado à massa falida.

É importante esclarecer que a eficácia desta cessão de créditos com relação ao cedido pressupõe que o devedor seja notificado de referida cessão dos créditos, uma vez que, o CC prevê, em seu artigo 290, que a cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada.

Existe, entretanto, um entendimento minoritário que considera que o devedor configura um terceiro à operação de cessão de créditos, aplicando-se, por conseguinte, o disposto no artigo 288 do CC, o qual considera que a transmissão de um crédito, com relação a tais terceiros, torna-se eficaz quando celebrada mediante instrumento público ou particular, desde que observadas as formalidades previstas no parágrafo primeiro do artigo 654 do mesmo ordenamento.

Consideramos referido entendimento equivocado, uma vez que o devedor, numa cessão de crédito, constitui parte interessada, não podendo, portanto, ser tido como terceiro, estranho ao pacto celebrado. Fábio Comparato ensina, na mesma linha, que “na cessão de crédito, o cedido, embora não participando da convenção de transferência, é titular de um interesse na relação de obrigação que lhe constitui objeto e, portanto, é parte em sentido material.⁶⁶”

Destarte, esclarecemos que é condição de eficácia de uma cessão de créditos, portanto, é condição de eficácia para a caracterização da “true sale”, a notificação do devedor, conforme o disposto no artigo 290 do CC. Lembra-se, ainda, que é considerado notificado o devedor quando, através de instrumento

⁶⁶ COMPARATO, Fábio Konder. *Novos Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981. p. 357.

público ou particular, se manifesta ciente da cessão, ou acusa o recebimento desta, tomando, então, conhecimento do fato.

6.2. Aspectos contábeis e econômicos acerca da “true sale”

A ICVM 356/2001 define a cessão de direito creditório em seu inciso II, art. 2º, como o ato de “transferência pelo cedente, credor originário ou não, de seus direitos creditórios para o FIDC, mantendo-se inalterado os restantes elementos de sua relação obrigacional”, de maneira que a cessão é utilizada pelos FIDCs para receber tais direitos creditórios em troca aos valores negociados entre as partes para viabilizar esta operação.

A cessão de créditos pode ou não ser realizada mediante uma operação de securitização, mas toda e qualquer securitização de créditos deve, obrigatoriamente, ser precedida de uma cessão de créditos, sendo este instrumento imprescindível para sustentar uma operação desta natureza.

Segundo Landsman⁶⁷ a cessão é o elemento essencial para blindar os ativos para proteger os investidores contra possível ação de credores do cedente em caso de decretação de falência ou deferimento do processamento de recuperação judicial deste último.

Greenbaum e Takor⁶⁸, apontam as diferenças entre a cessão pura e simples e a securitização: A cessão pura e simples constitui uma atividade atinente ao setor bancário, sendo o ativo originado transferido, para todos os efeitos, idêntico ao recebido pelo cessionário, sendo tanto ilíquido quanto aquele originado. A securitização, de outra banda, acarreta uma transformação qualitativa dos ativos transferidos, tendo em vista a diversificação e o reforço creditício oferecido, o qual objetiva contribuir para a obtenção investimentos na emissão de títulos ao mercado pela securitizadora.

É desta forma, portanto, que a securitização proporciona liquidez: reduzindo o risco de crédito e reestruturando o fluxo de caixa relacionado ao ativo original.

⁶⁷ LANDSMAN, W. R., PEASNELL, K. V., & SHAKESPEARE, C. (2008). *Are asset securitizations sales or loans?* The Accounting Review, 83(5), 1251–1272. doi:10.2308/accr.2008.83.5.1251

⁶⁸ GREENBAUM, S. I., & THAKOR, A. V. (1987). Bank funding modes. *Journal of Banking & Finance*, 11(3), 379–401. doi:10.1016/0378-4266(87)90040-9

No Brasil, de acordo com o CC e a Resolução do BACEN nº 2836, a cessão pode ser realizada coobrigando-se o cedente, o que potencializa a potencial existência de reforço de crédito – ainda nas hipóteses de cessão pura e simples (sem securitização). Em uma securitização, é imprescindível a cessão de direitos creditórios, de maneira que se pressupõe a possibilidade de existência de cláusula de coobrigação do cedente nas operações de securitização.

Referida coobrigação consta do manual de informações de negociações de operações do BACEN⁶⁹, cuja previsão é de que tal coobrigação é pautada pela responsabilidade de pagar ou substituir o crédito cedido em caso de inadimplência do tomador. Destarte, é possível afirmar que a faculdade do cessionário em pleitear o cumprimento da coobrigação se dá apenas nos casos de inadimplemento.

Segundo pesquisas realizadas sobre o tema (Gorton & Souleles⁷⁰; Landsman⁷¹), a fonte de valor para o cedente no uso da securitizadora ou FIDC está diretamente ligada à “bankruptcy remoteness” ser atendida, tendo como consequência a redução de custos de captação para o cedente, em função da inexistência ou redução dos custos de falência para os investidores (os ativos transferidos não entrariam na massa falida do cedente). Verifica-se, portanto, que a existência da “true sale” jurídica, de acordo com esta teoria, é fundamental para a motivação econômica da operação de securitização de ativos.

Em termos econômicos, se dá a “true sale” econômica caso todos os riscos e benefícios dos ativos forem transferidos para a securitizadora ou para o FIDC – os veículos. Contudo, em termos práticos, tal condição não pode ser alcançada, pois se assim fosse, não seria caracterizada a “bankruptcy remoteness”. Novamente, para evitar a descaracterização da operação como uma venda, do ponto de vista contábil e jurídico, o acordo de reforço deve ser implícito.

É possível afirmar que a cessão de créditos na securitização, desde que atendidas as condições prescritas no CC, será considerada como “true sale”.

69 Disponível em:

http://www.bcb.gov.br/fis/crc/ftp/scr3040_manual_de_informacoes_de_negociacao_de_operacoes.pdf

⁷⁰ GORTON, G. B., & SOULELES, N. S. (2005). *Special purpose vehicles and securitization*^o SSRN Electronic Journal. doi:10.2139/ssrn0713782

⁷¹ LANDSMAN, W. R., Peasnell, K. V., & SHAKESPEARE, C. (2008). *Are asset securitizations sales or loans?* The Accounting Review, 83(5), 1251–1272. doi:10.2308/accr.2008.83.5.1251

Destarte, tendo em vista as características do ambiente regulatório brasileiro acerca do tema, a insegurança advinda de uma eventual descaracterização da “true sale” é quase irrelevante, e não está sujeita à forma de representação contábil.

Tal fato é reforçado com as características das operações praticadas através dos FIDCs e em atendimento as diretrizes das instruções expedidas pela CVM que regulam a constituição dos FIDCs, haja vista que a maioria das operações de securitização de recebíveis em que são utilizados os FIDCs como veículos, estão registradas no balanço do cedente, sendo, então, registradas contabilmente como empréstimos garantidos.

Passando para a análise contábil da questão, tem-se que as normas contábeis que norteiam as operações de cessão de ativos financeiros entre entidades são o pronunciamento técnico CPC nº 38/2009; a ICVM 489/2011; e a Resolução 3533/2008 do BACEN, tendo estas sido elaboradas a partir da “International Accounting Standard 39”, do “International Accounting Standards Board”, uma vez que apresentam algumas disposições em comum.

Lembra-se que a ICVM 489/2011 é de aplicação obrigatória para os FIDCs, enquanto a Resolução nº 3533/2008 é de aplicação obrigatória para as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN.

Para Schipper & Yohn⁷², o cerne da legislação contábil acerca da transferência dos ativos financeiros é prever o momento e sob quais condições o ativo deixará de constar das demonstrações financeiras do cedente.

O CPC nº 38/2009 considera que a baixa dos ativos financeiros constitui a transmissão definitiva dos riscos relacionados ao ativo transferido, de modo que no primeiro momento, consolidam-se todas as empresas controladas e SPEs, conforme as determinações legais, depois aplicam-se os critérios estabelecidos para a unidade econômica consolidada. Parte-se da premissa de uma unidade econômica consolidada, tendo em vista que seria inútil aplicar a análise dos riscos e benefícios transferidos se, no final, os ativos retornassem para as demonstrações financeiras da unidade consolidada.

⁷² Schipper, K., & Yohn, T. L. (2007). *Standard-setting issues and academic research related to the accounting for financial asset transfers*. *Accounting Horizons*, 21(1), 59–80. doi:10.2308/acch.2007.21.1.59

Caso de tal análise de risco infira-se que não houve retenção, pela entidade, dos riscos inerentes à propriedade do ativo transferido, deve ser baixado tal ativo e, neste caso, é reconhecida no resultado da entidade (receita ou despesa) a diferença entre o valor escriturado do ativo financeiro e a soma da contraprestação recebida mais qualquer ganho ou perda do ativo financeiro que estiver reconhecido em outros resultados abrangentes.

Na hipótese de que a entidade não realize a transferência dos riscos e benefícios de propriedade do ativo financeiro, tampouco os retenha a análise estipulada pela norma recai sobre o controle, de forma que a entidade se torna obrigada a dar seguimento ao registro do negócio jurídico realizado como se este fosse com uma transferência substancial de riscos e benefícios. Caso a entidade retenha o controle, ela continua reconhecendo o ativo financeiro na extensão do seu envolvimento continuado, sendo este equivalente à extensão em que a entidade continuará exposta às variações de valor do ativo transferido.

Pode a análise de controle recair sobre o cessionário caso este tenha capacidade prática e não haja restrições na venda integral do ativo para um terceiro estranho à operação.

A transferência dos riscos e benefícios relacionados à propriedade do ativo transferido leva em conta a exposição deste à variabilidade do valor e distribuição do fluxo de caixa líquido do ativo transferido, antes e depois da transferência.

De acordo com Schipper e Yohn⁷³, existe a imposição de que sejam quantificadas e comparadas as várias classes de riscos e benefícios associadas ao ativo financeiro, quais sejam: (i) mudanças nas taxas de juros inicialmente aplicáveis; e (ii) risco de crédito e até de pré-pagamento.

Em tal comparação deve-se levar em conta a variabilidade até onde seja razoavelmente possível, sendo que os resultados com maior probabilidade de ocorrência devem ter maior peso.

A ICVM 489/2011 tem previsões semelhantes àquelas previstas no CPC nº 38/2009, uma vez que foi elaborada com base na Internacional

⁷³ Schipper, K., & Yohn, T. L. (2007). *Standard-setting issues and academic research related to the accounting for financial asset transfers*. *Accounting Horizons*, 21(1), 59–80. doi:10.2308/acch.2007.21.1.59

Accounting Standard 39. A ICVM 489/2011, por outro lado, passou por uma adaptação visando sua aplicação aos FIDCs.

A ICVM 489/2011 lista as hipóteses em que é vedada ao FIDC a aquisição substancial de todos os riscos e benefícios de propriedade dos direitos creditórios objeto da operação e, como consequência, não ensejam a baixa do direito creditório nos registros contábeis do cedente:

- a) cessão de direito creditório em conjunto com compromisso de revenda do mesmo ativo a preço fixo ou preço de compra adicionado de quaisquer rendimentos;
- b) cessão de direito creditório em conjunto com operações de derivativos ou seguros nas quais o cedente ou parte relacionada garanta um retorno mínimo a quaisquer classes de cotas ou transfira a exposição ao risco de mercado ou de crédito de volta ao cedente ou parte relacionada;
- c) cessão de direitos creditórios para os quais o cedente ou parte relacionada, garanta, por qualquer forma, inclusive com a aquisição de cotas subordinadas, compensar o fundo, no mínimo, pelas perdas de crédito prováveis de ocorrer, observado o disposto no art. 4º; e
- d) quaisquer outros mecanismos, fora das condições normais de mercado, que visem mitigar a exposição ao risco de mercado ou de crédito do fundo, tais como recompra, substituição ou permuta de direitos creditórios ou ainda aporte de cotas subordinadas pelo cedente ou parte relacionada, de forma recorrente ou sistemática.

O artigo 4º da ICVM 489/2011 dispõe que “a avaliação quanto à aquisição ou não dos riscos e benefícios de propriedade do direito creditório é de responsabilidade da instituição administradora, devendo ser estabelecida com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, utilizando-se como metodologia, preferencialmente, o nível de exposição do fundo à variação no fluxo de caixa esperado associado ao direito creditório objeto da operação”, o qual

positiva o critério de mensuração da transferência de riscos e benefícios, sendo citada, no parágrafo 2º, como critério, a exposição à variabilidade do valor presente do fluxo de caixa futuro do ativo financeiro:

§2º Presume-se que o fundo não está substancialmente exposto à variação do fluxo de caixa esperado associado ao direito creditório quando o cedente ou parte relacionada, em relação à operação de cessão, assumir obrigação não formalizada (garantia implícita) ou quando garantir, por qualquer outra forma, compensar as perdas de crédito associadas ao direito creditório objeto da operação (coobrigação), inclusive com a aquisição de cotas subordinadas do fundo em montante igual ou superior às perdas esperadas associadas ao direito creditório.

É possível afirmar que a ICVM 489/2011 traz um rol taxativo das operações a serem classificadas como sem aquisição substancial dos riscos e benefícios.

Fica claro, portanto, que o interesse que passa a ser retido pelo cedente, advindo das cotas subordinadas, se torna um sinalizador da retenção dos riscos – nos casos em que este é igual ou maior às perdas estimadas.

De acordo com a ICVM 489/2011, o interesse retido pelo cedente torna-se, inclusive, fator de não exposição do FIDC à variabilidade no valor presente do fluxo de caixa futuro relacionado ao ativo financeiro.

A Resolução nº 3533/2008 do BACEN possui previsões similares às da ICVM 489/2011.

Está prevista na referida resolução, por exemplo, a aquisição de cotas subordinadas do FIDC como critério de retenção de risco pelo cedente.

Assim, de acordo com tal Resolução, são operações sem transferência substancial dos riscos e benefícios:

- a) venda de ativo financeiro em conjunto com compromisso de recompra do mesmo ativo a preço fixo ou o preço de venda adicionado de quaisquer rendimentos;
- b) contratos de empréstimo de títulos e valores mobiliários;
- c) venda de ativo financeiro em conjunto com swap de taxa de retorno total que transfira a exposição ao risco de mercado de volta ao

vendedor ou cedente;

d) venda de ativo financeiro em conjunto com opção de compra ou de venda cujo exercício seja provável de ocorrer; e

e) venda de recebíveis para os quais o vendedor ou o cedente garanta por qualquer forma compensar o comprador ou o cessionário pelas perdas de crédito que venham a ocorrer, ou cuja venda tenha ocorrido em conjunto com a aquisição de cotas subordinadas do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) comprador, observado o disposto no art. 3º.

O artigo 3º da resolução positiva o que foi estudado anteriormente neste capítulo ao prever que a avaliação quanto à transferência ou retenção dos riscos e benefícios de propriedade dos ativos financeiros é de responsabilidade da instituição.

Segundo a Resolução, tal transferência ou retenção dos riscos e benefícios deve ser efetuada com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, utilizando-se como metodologia, preferencialmente, a comparação da exposição da instituição, antes e depois da venda ou da transferência, relativamente à variação no valor presente do fluxo de caixa esperado associado ao ativo financeiro descontado pela taxa de juros de mercado apropriada. O parágrafo 2º deste artigo define quando ocorre exposição à variabilidade no valor presente do fluxo de caixa futuro esperado associado ao ativo financeiro:

§2º Presume-se que os riscos e benefícios do ativo financeiro foram retidos pelo vendedor ou cedente quando o valor da garantia prestada, por qualquer forma, para compensação das perdas de crédito, for superior à perda provável ou ainda quando o valor das cotas subordinadas de FIDC adquiridas for superior à perda provável.

6.3. Importância da caracterização da “true sale” na securitização de créditos

Já foram abrangidas pelo presente estudo as vantagens da realização das operações de securitização, como, por exemplo, a transferência do risco da

operação; a antecipação de recuperações futuras sobre créditos inadimplidos; a alocação de recursos que se tornam disponíveis para a administração dos créditos em curso normal; a melhora da posição de liquidez da instituição vendedora e o fortalecimento da estrutura de capital e rentabilidade para o acionista.

Da mesma maneira é inegável que a “true sale” é indispensável às operações de securitização, sob pena de que todas as vantagens da realização de referidas operações caiam por terra, vez que a concretização da “true sale”, na securitização é responsável pela mitigação dos riscos e completo isolamento da operação de cessão de crédito, almejados pela securitização.

A “true sale” proporciona a irrevogável segregação dos ativos, de maneira que estes ativos são totalmente desvinculados da pessoa do cedente como se tivessem sido vendidos para o cessionário, não respondendo pelo patrimônio daquele.

Além disso, uma das principais vantagens é que se reduz o custo de falência, uma vez que, quando caracterizada a “true sale”, diminui-se o risco de os ativos serem requeridos pelos credores do cedente na hipótese de que ocorra a falência deste.

Ou seja, ocorre a diminuição dos custos do mercado, uma vez que o risco do cedente é inversamente proporcional ao aumento na precificação dos títulos, uma vez que os investidores ainda se importam com a possibilidade de falência do cedente.

Quanto aos aspectos contábeis, o cerne da questão contábil quando da “true sale” é verificar o momento em que o ativo será baixado da demonstração financeira de uma parte da operação e reconhecido na demonstração financeira de outra, sendo que a “true sale” para fins contábeis é baseia-se na transferência efetiva dos benefícios e dos riscos oriundos dos ativos.

Quanto aos aspectos contábeis, então, a maior vantagem da caracterização da “true sale” na operação é a transformação na qualidade creditória dos ativos, tendo em vista que, contabilmente, quando caracterizada a “true sale” são baixados os ativos do cedente.

Como já dito, a caracterização da “true sale” garante uma cessão de créditos acabada, perfeita, e minimiza – ou extingue – o risco de que o negócio

jurídico seja revertido posteriormente. No caso da recuperação judicial e na falência, portanto, o ideal é que se caracterize a “true sale” para que a falência e recuperação judicial não transcendam o que foi perfeitamente pactuado pelas partes na cessão.

6.4. A caracterização da “true sale” de créditos para um FIDC Não Padronizado

De acordo com a legislação, todos os créditos são passíveis de cessão, a não ser que haja óbice com relação à lei, convenção com o devedor, ou à natureza da obrigação:

Art. 286: O credor pode ceder seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa fé, se não constar do instrumento da obrigação.

Quanto a isto, ensina Antunes Varela⁷⁴:

O fato de um direito ser impenhorável (em regra, do interesse do titular e de sua família) não implica forçosamente que ele seja incedível ou intransmissível.

[...]

Sucede, entretanto, que a generalidade dos créditos impenhoráveis, constantes no elenco do artigo 649 do Código de Processo Civil, é constituída por créditos naturalmente incedíveis. A sua impenhorabilidade assenta em razões que transcendem à vontade do credor.

Prossegue o autor⁷⁵, ensinando que o efeito principal da cessão constitui a transferência do direito à prestação, do cedente para o cessionário, de forma que, cessionário, além do poder formal de exigir a prestação, adquire o efetivo direito à

⁷⁴ VARELA, Antunes. *Direito das Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 312.

⁷⁵ Op cit., p. 322

prestação, e, inclusive, aos danos moratórios, caso o devedor incorra em mora ou inadimplência.

Portanto, não há dúvidas de que não há nada que vede ou descaracterize a cessão dos títulos para o FIDC-NP, mesmo que se tratem de recebíveis lastreados em créditos com risco elevado, os chamados créditos exóticos.

Ocorre que, em algumas hipóteses, os ativos objeto da “true sale”, podem ser mais difíceis de precificar, por se tratarem de créditos futuros acerca dos quais ainda resta pendente o cumprimento de obrigações pelo credor originário.

Pode ocorrer também que os recebíveis objeto da cessão não sejam “performados”, de modo que o chamado risco de performance deve sempre ser levado em conta pelos investidores.

Salvatore Milanese chama referidos títulos não “performados” de “non-performing loans”, quais sejam, de acordo com o autor:

Os non-performing loans - NPLs são créditos que não estão em conformidade com as condições originais do contrato, encontrando-se em situação de calote (default) e cujo risco de recuperação é alto, pois seu valor nominal é maior que o valor dos ativos que o garantem ou do fluxo de caixa disponível para repagá-los.

[...]

*Os NPLs não são os únicos ativos tratados pelo mercado de securitização de créditos não performados. Os investidores incluem também nesta categoria os ativos *subperforming*, uma variante dos NPLs, que se caracterizam por serem créditos reestruturados cujo risco de potencial *default* é ainda alto, e, conseqüentemente, seu valor de mercado está bem abaixo de seu valor nominal.⁷⁶*

Nestes e em outros casos – em que as operações envolvem os chamados títulos exóticos, de alto risco, ou, ainda, os títulos podres⁷⁷ – é

⁷⁶ MILANESE, Salvatore. *Histórico e perspectivas para o mercado de Securitização de Créditos Não Performados (NPLs) no Brasil*. In: ROQUE, José Roberto Romeu (org.). *Otimização na Recuperação de Ativos Financeiros*. v. 2, São Paulo: IBeGI, 2013, p. 203.

⁷⁷ GUTIERREZ, Marcelle. “Crédito podre rende crédito de 30% a setor de recuperação”. In: *Diário do Comércio, Indústria e Serviços*. São Paulo, 21/03/2012, disponível em: <http://www.dci.com.br/financas/credito-podre-rende-lucro-de-30--a-setor-de-recuperacao-id286940.html>

recomendado que seja solicitada uma opinião de uma agência de risco independente para que se certifique o valor justo da venda, baseado na probabilidade de realização do ativo em questão.

A tarefa principal da agência de classificação de riscos é avaliar a qualidades da carteira de recebíveis que será objeto da securitização, e, na maioria das vezes, é possível aferir o risco da operação através da análise das características jurídicas do regulamento do FIDC e no relatório de uma auditoria dos ativos.

É relevante para o presente estudo o fato de que a atribuição do *rating* do cedente por agências de risco também é importante para descaracterizar questionamentos futuros quanto à fraude contra credores, diminuindo ainda mais o risco de descaracterização da operação.

Para João Pinto e Manuel Marques, a atribuição do *rating* do cedente por agências de risco é chamada de “credit enhancement”, termo oriundo da melhoria da qualidade do crédito, ou seja, a diminuição do risco da operação acarretada por referida atribuição:

Inerentemente aos ativos titularizáveis está associado risco de crédito, o que origina perdas no colateral, perdas para os investidores e atrasos nos pagamentos. Este risco cria incerteza sobre o momento e o montante de tesouraria disponível para a empresa veículo cumprir com as suas obrigações. A requalificação do crédito é utilizada para reduzir esta incerteza e limitar a exposição dos investidores a perdas ou atrasos nos pagamentos. O montante de requalificação requerida (ou perdas esperadas) é geralmente determinado pelas agências de notação de risco de crédito (agências de rating) que, avaliam o desempenho histórico dos ativos, a experiência do cedente dos ativos (seller) e da entidade que efetua o serviço da dívida. Existe uma grande variedade de suportes de crédito para reduzir o risco dos investidores.⁷⁸

É fato que é infinitamente menos complexa a caracterização da “true sale” com relação a ativos ou recebíveis que já estão “performados” e precificados

⁷⁸ PINTO, João e MARQUES, Manuel, *O movimento de titularização de activos em Portugal (Asset Securitization in Portugal)*, estudo datado de 26 de abril de 2007 e disponível em: <https://ssrn.com/abstract=2368617> ou <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2368617>

no momento da cessão, mas deve-se considerar, de outra banda, que o *rating* fornecido por agência de auditoria independente, quando satisfatório, garante a expectativa de realização dos ativos, de maneira que nada obsta que seja caracterizada a “true sale”.

Isto posto, nos capítulos seguintes serão analisadas, de forma empírica, a possibilidade ou não de caracterização da “true sale” em operações de securitização específicas ou hipotéticas.

6.5. A validade de cessão de créditos que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o FIDC

A securitização dos créditos que estejam vencidos e pendentes de pagamento – ou créditos vencidos e não pagos ou, ainda, créditos inadimplidos – quando de sua cessão para o FIDC-NP é uma operação que atrai empresas que não veem alternativas face à inadimplência que, nos tempos de crise, tem afetado o mercado quase como um todo, uma vez que o mercado de cessões de crédito cresce em paralelo ao cenário da inadimplência.

Além disso, referida operação tem capacidade de beneficiar investidores interessados nos papéis lastreados nestes recebíveis, benefício este que é vinculado à chance de que os títulos vencidos e não pagos sejam recuperados, de forma que o investidor almeja que o retorno do capital investido seja a receita obtida da recuperação de mencionados créditos, subtraídos todos os custos, como os impostos, e, inclusive, os prejuízos incorridos com outros créditos decorrentes de ações judiciais que tiveram resultado contrário do esperado.

Neste caso, por outro lado, é necessária atenção para o risco da operação, uma vez que a cobrança visando a recuperação dos títulos vencidos e não pagos pode ser questionada, ainda que, ao nosso ver, de forma absurda e não fundamentada:

Vistos etc. O MINISTÉRIO PÚBLICO DO ESTADO DE SÃO PAULO [...] Alega que a ré Atlântico adquire de várias empresas [...] carteiras de créditos inadimplidos, referentes a supostos débitos de consumidores.

[...]

Diante do exposto, julgo parcialmente a procedente a presente demanda coletiva e: (a) imponho à Ré Atlântico Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados o cumprimento da obrigação de não fazer, consistente na abstenção da realização da cobrança de débitos de consumidores oriundos de cessões de crédito celebradas com quaisquer empresas [...] multa de R\$ 5.000,00 para cada dia que em que se der/persistir o inadimplemento da obrigação negativa [...] Imponho [...] abstenção da inscrição dos nomes dos consumidores em bancos de cobrança se as supostas dívidas forem relacionadas a cessão de créditos [...] Reconheço a abrangência nacional da presente sentença e de seus efeitos [...]”⁷⁹

Da leitura do julgado acima, é possível concluir que o Ministério Público considerou os créditos vencidos e não pagos como sendo créditos inadimplidos e, por isso, segundo este – opinião da qual discordamos em absoluto – impossíveis de serem cobrados, mesmo tendo os cessionários ciência disto à época da cessão e mesmo considerando o fato de que tais operações são capazes de atrair investidores e trazer lucratividade para estes, bem como de movimentar grandes carteiras de crédito no mercado, sem falar do fato de que a cessão onerosa dos créditos inadimplidos, para as empresas, pode representar a única saída para lidar com a inadimplência de seus clientes.

Por outro lado, é completamente pertinente para o presente estudo analisar a decisão do STJ, nos autos do AgRg no AGRADO EM RECURSO ESPECIAL Nº 74.818 - SP (2011/0189006-1), em que fora considerada válida a cessão de créditos vencidos e não pagos feita através de instrumento de cessão de créditos, o qual previa a quitação, do cedente para o cessionário.

O pleito, pelo cessionário, aduzia que os créditos foram tidos, posteriormente, como inexistentes à época de sua cessão e, com base no art. 1.073 do Código Civil de 1916, os cessionários pretendiam a recuperação do valor pago pelos créditos cedidos ou a substituição por outros créditos de valor equivalente, alegando que os créditos anteriormente cedidos eram ineficazes ou incobráveis na época da cessão.

O Tribunal sustentou:

⁷⁹ BRASIL. Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo. Trecho da sentença proferida em 23/08/2011, em recurso de apelação ainda pendente de julgamento Processo nº: 583.00.2010.138173-6, da 3ª Vara Cível do Foro Central Cível de São Paulo, Estado de São Paulo.

A demanda teve por origem acertos efetivados por ocasião do término do processo de liquidação extrajudicial do Banco Auxiliar S/A e demais empresas do mesmo grupo financeiro, quando alguns de seus credores quirografários, que não tinham logrado receber a totalidade de seus créditos, aceitaram, em pagamento, a cessão de direitos de crédito de que o referido Grupo Financeiro era detentor, em face de diversas empresas, **créditos esses denominados de "difícil recuperação"**, dentre os quais se encontravam os da empresa Lanífico do Rio Grande do Sul Thomaz Albornoz S/A.

[...]

Os apelados cumpriram com o pagamento de 25% em dinheiro aos credores quirografários e ocorreu a cessão dos créditos restantes de difícil reposição, conforme cláusulas quinta e seguintes do instrumento de cessão.

[...]

Os cessionários tinham total ciência de que tais créditos eram classificados como de difícil reparação e, mesmo assim, aceitaram correr o risco. O apelante Cláudio aceitou receber, através de sociedade especialmente constituída para esse fim, créditos de difícil recuperação, **por se tratarem de créditos de pouca liquidez, conforme retratado no voto proferido pelo Bacen ao aprovar a forma de pagamento em questão. Por ocasião da formalização do negócio, ficou expressamente previsto que o que se estava garantindo, nada além disso, era tão somente a existência do crédito.**
[grifos nossos]

Da leitura dos trechos da decisão acima é possível concluir que, pelo pagamento pelo valor do crédito e pela previsão, no instrumento de cessão, de que os créditos eram “de difícil recuperação”, o STJ reconheceu a validade da cessão realizada na época, bem como a ciência do cessionário de que os créditos poderiam não ser recuperados.

Além disso, quando da interpretação do art. 1.073 do antigo Código Civil, utilizado pelos autores da ação como forma de invalidar a cessão, o Tribunal reconheceu que para a correta interpretação do artigo deve ser levada em conta a validade dos créditos cedidos à época da cessão, bem como salientou, citando a doutrina, que:

É evidente que o crédito, de regra, transfere-se com todas as suas vantagens e riscos e o cedente "fica responsável ao cessionário pela existência ao tempo em que lhe cedeu" (Curso de Direito Civil - Direito das Obrigações,

Washington de Barros Monteiro, Saraiva, 2003, 32ª edição, revista e atualizada por Carlos Alberto Dabus Maluf, pg. 242). [grifos nossos]

É importantíssima a leitura da decisão proferida pelo STJ também pelo fato de que, em todo o corpo do acórdão, fora reconhecida a “true sale”, notadamente no momento em que os julgadores afirmaram que a responsabilidade pelo recebimento do crédito passara a ser do cessionário a partir da cessão, restando excluído o cedente de qualquer responsabilidade:

Destarte, tem-se por inegável que aceitaram esses credores receber parte do que lhes era devido através da cessão de créditos de difícil recuperação, **cuja incumbência de tentar recebê-los junto a seus devedores originais, passou a ser dos credores da massa, através da empresa que constituíram para esse específico fito.**

Restou então avençado que os credores que aceitavam aderir a esse empreendimento estavam **perfeitamente cientes da situação a envolver os créditos objeto de cessão, especialmente a pouca liquidez de que se revestiam e, por óbvio, as mínimas chances de êxito, ao tentar recuperá-los em Juízo.**

Quando da formalização do negócio, restou expressamente previsto, embora se tratasse de efetiva redundância, que o que se estava garantindo era tão somente a existência do crédito, nada além disso.

É essa, aliás, a correta interpretação que se colhe da dicção da norma do artigo 1073 do Código Civil em vigor à época dos fatos, que faz expressa referência à responsabilidade, por parte do cedente, acerca da existência do crédito, ao tempo que o cedeu, o que aqui é indubitável que tenha ocorrido.

Aliás, a efetiva desconsideração desse direito de crédito apenas veio a ocorrer através da prolação de decisões judiciais, pelo Poder Judiciário do Estado do Rio Grande do Sul, proferidas cerca de dez anos mais tarde.

Inviável, destarte, pretender o co-requerente Cláudio a reposição de valores que aceitou receber através de cessão de créditos de difícil recuperação, em regular operação a que voluntariamente aderiu e que respeitou os ditames legais então exigíveis e, especialmente, que teve por objeto créditos efetivamente existentes ao tempo de sua celebração.

Não é demais ressaltar, também, que quando da formalização dessas operações, ampla quitação foi outorgada pelos credores da massa, com relação aos créditos de que eram então ainda titulares, satisfeitos que se deram com a aludida cessão, remanescendo, apenas, hipótese de substituição desses créditos, que se constitui no pedido alternativo deduzido nestes autos.

Não lhes é dado, pois, pretender, tantos anos mais tarde, obter uma alteração nessa situação fática já consolidada, em decorrência da avença que firmaram, com fundamento em normas legais absolutamente inaplicáveis à exegese do caso presente. [grifos nossos]

Isto posto, é possível afirmar que restou reconhecida pelo STJ a validade da cessão de créditos vencidos e não pagos, bem como da “true sale” nestes casos, sendo certo que tal interpretação é correta, visto inexistir no ordenamento jurídico pátrio, conforme exaustivamente descrito no presente estudo, óbices para a cessão de créditos de tal natureza, sendo “true sale” caracterizada de forma clara com o simples cumprimento das formalidades legais atinentes à cessão de créditos.

6.6. Da cessão de créditos decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da união, dos estados, do distrito federal e dos municípios, bem como de suas autarquias e fundações

Visando auferir receita para os cofres públicos, o Estado não utiliza somente as receitas advindas dos tributos, mas arrecada, outrossim, créditos oriundos de dívidas não tributárias.

Aliomar Baleeiro⁸⁰, quando a isto, ensina que “para auferir dinheiro necessário à despesa pública, os governos, pelo tempo afora, socorrem-se de uns poucos meios universais: a) realizam extorsões sobre outros povos ou deles recebem doações voluntárias; b) recolhem as rendas produzidas pelos bens e empresas do Estado; c) exigem coativamente tributos ou penalidades; d) tomam ou forçam empréstimos; e) fabricam dinheiro metálico ou de papel”.

Definidos os créditos de natureza não tributária advindos de receitas públicas, sejam originadas dos Entes Federados ou de Autarquias ou Fundações – distinção que não é pertinente para o presente estudo, sendo considerado apenas que o crédito advém de receitas por entes públicos – passará a ser estudada a validade da cessão de tais créditos.

⁸⁰ BALEEIRO, Aliomar. *Curso de Direito Tributário*. Forense: 1990, p. 115.

A CVM se posicionou no sentido de que é inegável que os créditos advindos de receitas públicas possam ser objeto de operações realizadas por FIDCs-NP.

A Autarquia, outrossim, determina no art. 7º, inciso 9º da já estudada ICVM 444/06, que é indispensável autorização do Ministério da Fazenda, conforme art. 32 da Lei complementar 101/00, para que seja permitida a operação de aplicações em direitos creditórios decorrentes de receitas públicas por FIDCs-NP, quando a operação é classificável como operação de crédito.

Em parecer⁸¹ emitido sobre a própria Autarquia acerca de um caso específico em que um FIDC-NP, com destinação exclusiva aos investidores qualificados que pretendem adquirir direitos creditórios advindos de receitas do Município de São Paulo, decorrentes de obrigações da Companhia de Saneamento do Estado de São Paulo – SABESP.

Explica-se: Considerando que a SABESP tem a obrigação de repassar 7,5% da Receita Bruta por ela obtida ao Município⁸², haveria a cessão, para o FIDC-NP, pelo Município, dos créditos equivalentes à quantia a ser paga futuramente pela SABESP.

O parecer versou sobre a necessidade de aprovação da operação de cessão dos direitos creditórios advindos de receitas públicas para o FIDC-NP pelo Ministério da Fazenda, de forma que a Autarquia entendeu tratar-se de operação de crédito, de acordo com a definição da Lei Complementar 101/00 que define as operações de crédito como:

Compromisso financeiro assumido em razão de mútuo, abertura de crédito, emissão e aceite de título, aquisição financiada de bens, recebimento antecipado de valores provenientes da venda a termo de bens e serviços, arrendamento mercantil e outras operações assemelhadas, inclusive com o uso de derivativos financeiros

⁸¹ BRASIL. *Comissão de Valores Mobiliários*. Parecer nº 107/2014/PFE-CVM/PGF/AGU, publicado em 17 de junho de 2014.

⁸² Obrigação advinda da Cláusula 35 do Contrato de Prestação de Serviços Públicos de Abastecimento de Água e de Esgotamento Sanitário, celebrado entre o Município de São Paulo e a SABESP em 26/10/2016.

Dito isto, a CVM se manifestou no sentido de que o Município se compromete a entregar ao fundo o valor recebido da SABESP, existindo, então, um compromisso financeiro, já que o Município assume obrigação de entregar os valores recebidos, em evento futuro, em troca da antecipação de uma quantia previamente fixada, comprometendo, logo, parcela da receita futura. Para a Autarquia:

Em outras palavras, como a cessão do fluxo financeiro dos direitos creditórios teria a finalidade de antecipar recursos que somente poderiam ser utilizados após o repasse realizado pela SABESP, mediante a promessa de entregar, em momento futuro, a integralidade dos valores repassados, estaria demonstrada sua natureza de operação de crédito.

Ou seja, como o titular dos direitos creditórios é o Município e essa operação gera, na prática, a diminuição de suas receitas futuras (ainda que sem data certa de ingresso nos cofres públicos), esse fato gera compromisso financeiro e pode impactar no orçamento das futuras administrações, enquadrando-se, portanto, no conceito previsto no art. 29, inciso III, da Lei de Responsabilidade Fiscal.

Do estudo da doutrina, bem como do posicionamento da CVM e da legislação correlata, fica claro que não é vedada a busca, pelos Entes Federados, de adiantamento de sua receita futura através da cessão de seus créditos a FDICs-NP, instituições, inclusive, já abordadas pelo presente estudo.

Entretanto, é importante que estas operações – das quais não restam dúvidas acerca de sua validade – sejam reconhecidas como operações de crédito, com compromisso financeiro.

Reconhecida a natureza das operações como operações de crédito com compromisso financeiro, nada obsta sua realização, sendo, portanto, obrigatória a observância dos parâmetros previstos na Lei Complementar 101/00.

No que diz respeito à caracterização da “true sale” em tais operações, tem-se que entendemos que a mesma depende, além dos requisitos formais de cessão já estudados, da existência de legislação que autorize tal procedimento, em função da observância dos princípios da estrita legalidade e motivação que regem o Direito Público, e de todas as aprovações previstas na referida legislação, inclusive inclusão de tal operação na dotação orçamentária competente.

6.7. Da cessão de créditos originados de ações judiciais não transitadas em julgado

É também objeto do presente estudo verificar a validade da cessão de créditos e originados de ações judiciais e seus efeitos quando se trata de uma cessão realizada no intercurso das ações ou processos.

Referida possibilidade de cessão de créditos foi abarcada no CPC, o qual prevê a possibilidade de cessão dos créditos inclusive quando o processo está em fase de conhecimento.

De acordo com o previsto no NCPD acerca destes casos, deve ser aplicado, então, o instituto da intervenção de terceiros:

Art. 109. A alienação da coisa ou do direito litigioso por ato entre vivos, a título particular, não altera a legitimidade das partes.

§ 1º O adquirente ou cessionário não poderá ingressar em juízo, sucedendo o alienante ou cedente, sem que o consinta a parte contrária.

§ 2º O adquirente ou cessionário poderá intervir no processo como assistente litisconsorcial do alienante ou cedente.

§ 3º Estendem-se os efeitos da sentença proferida entre as partes originárias ao adquirente ou cessionário. [grifos nossos].

Segundo o parágrafo terceiro do artigo 109 do NCPD, transcrito acima, os efeitos da sentença passam a ser com relação ao cessionário, conforme defendido por este trabalho, no qual foi salientado que o cessionário subroga-se na pessoa do cedente.

No caso da execução também é permitida a cessão de créditos antes do trânsito em julgado, a qual ocorre por meio do instituto da substituição processual, previsto no art. 18 do CPC e também amplamente reconhecido pela jurisprudência:

Ementa: PROCESSUAL CIVIL. RECURSO ESPECIAL. PREQUESTIONAMENTO CONFIGURADO. TÍTULO EXECUTIVO JUDICIAL CESSÃO DE CRÉDITO. SUBSTITUIÇÃO PROCESSUAL. POSSIBILIDADE. ART. 567 II, DO CPC (REsp 1091443/SP, CORTE ESPECIAL, JULGADO SOB O RITO DO ART. 543-C DO CPC). 1. Não se aplicam os óbices previstos nas Súmulas 282 e 356/STF, uma vez que a matéria indicada no recurso especial por malferida foi ventilada no acórdão que apreciou os declaratórios na origem. 2. As normas que dispõem sobre cessão de créditos no processo de conhecimento não são aplicáveis ao processo de execução, ante a existência da disciplina legal específica constante do art. 567, II, do CPC. 3. Hipótese em que o agravo regimental ataca outros questionamentos de ordem processual, além da matéria tratada sob o rito do art. 543-C do CPC, razão pela qual não se aplica a multa prevista no art. 557, § 2º, do CPC . 4. Agravo regimental não provido.⁸³

É preciso mencionar que para a cessão possuir validade neste caso, é necessário que o devedor seja informado da cessão. Não é necessária a anuência, mas a ciência do devedor quanto à cessão:

PROCESSUAL CIVIL - TÍTULO EXECUTIVO JUDICIAL - CESSÃO DE CRÉDITO - SUBSTITUIÇÃO PROCESSUAL - POSSIBILIDADE - ART. 567 , II , DO CPC - INSURGÊNCIA CONTRA ORIENTAÇÃO FIRMADA SOB O RITO DO ART. 543-C DO CPC - APLICAÇÃO DE MULTA - ART. 557 , § 2º , DO CPC . 1. A desnecessidade de consentimento do executado para que o cessionário passe a integrar o pólo ativo da execução decorre do que dispõe o art. 567 , II , do Código de Processo Civil , tratando-se de matéria apreciada pela Corte Especial no REsp 1091443, submetido ao rito do art. 543-C do CPC . 2. Insurgindo-se a agravante contra o mérito de julgamento proferido sob o rito do art. 543-C do Código de Processo Civil, máxime se assim já indicado na decisão agravada, faz-se de rigor a imposição da multa prevista no art. 557, § 2º, do CPC. 3. Agravo regimental não provido, com aplicação de multa de cinco por cento do valor corrigido da causa, nos termos do art. 557, § 2º, do CPC⁸⁴.

Especificamente em relação à caracterização da “true sale” nestes casos, entendemos que, além dos requisitos formais atinentes à cessão, deve

⁸³ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo regimental em Recurso Especial. Rel. Min. Eliana Calmon. Julgado em 01/10/2013.

⁸⁴ BRASIL. Superior Tribunal de Justiça. Agravo Regimental no Recurso Especial nº 1035154, da 2ª Turma. Rel. Min. Eliana Calmon. Julgado em 10/05/2013.

haver competente decisão judicial transitada em julgado aprovando a cessão, tornando-a, desta forma, definitiva e inquestionável.

6.8. Da cessão de créditos cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco

Diante de todo o exposto no presente trabalho, é permitido afirmar, notadamente diante dos institutos da cessão de direitos e da regulamentação da CVM acerca da constituição dos fundos de investimento, que a cessão dos créditos cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco é válida e eficaz.

No entanto, para que se constitua um fundo de investimento, o pedido de registro deverá ser instruído, entre outros, por parecer de advogado acerca da validade da constituição e da cessão dos direitos creditórios ao fundo, conforme art. 7º, parágrafo 1º da ICVM 444/06.

No caso a que se refere este capítulo, a CVM realizará análise do parecer do advogado acerca da validade jurídica da cessão dos direitos creditórios para o FIDC e, caso seja aferido que referida validade pode ser considerada um fato preponderante de risco, os custos de captação do fundo tendem a ser majorados.

Tal fato, todavia, não possui o condão de eivar a validade da cessão de tais créditos.

A análise do risco deste tipo de operação deve levar em consideração fatores que possibilitem aos cotistas do FIDC-NP a adequada delimitação de risco, notadamente na ocorrência ou não de “true sale” na cessão de tais créditos.

Para tanto, devem ser levados em consideração critérios como (i) histórico de relacionamento com as contrapartes, (ii) média ponderada de pontualidade de pagamento de tais operações, (iii) mecanismos de formalização de tais operações, (iv) volumes médios de aquisições históricas com projeção futura em vista de demanda e capacidade de produção do cedente, (v) efetivo conhecimento da cessão pelos devedores sem que tal fato acarrete consequências comerciais negativas, como, por exemplo, rompimento de contratos ou condições

comerciais que possam trazer como decorrência o aumento de risco da operação, e (vi) inexistência de cláusula de vencimento antecipado ou compensação cruzada (“cross default”) em decorrência da cessão de créditos.

Recomenda-se, ainda, que tais fatores sejam avaliados e validados por agências de “rating”, de forma a transmitir aos investidores uma correta percepção do risco envolvido em tal tipo de investimento.

6.9. Da validade de cessão de créditos originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial

Para que se emitam opiniões acerca da validade da cessão de créditos originados de empresas em recuperação judicial ou extrajudicial, é necessário que sejam utilizados os conceitos abordados anteriormente por este estudo.

Do presente estudo, então, é possível concluir que a cessão dos créditos originados de empresas em processo de recuperação é válida.

Intrigante é o fato de que a palavra “originados”, empregada pela CVM na elaboração da ICVM nº 444/06⁸⁵ é extremamente abrangente, restando dúvidas se a interpretação correta da Instrução é a de que esta se refere aos direitos creditórios devidos pelas empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial ou aos créditos de propriedade de referidas empresas.

Como já estudado, tanto os créditos como os débitos das empresas em recuperação judicial ou extrajudicial podem ser securitizados, no entanto, é necessário entender se tais créditos ou débitos devem ser securitizados por FIDCs ou FIDCs-NP.

Do edital da Audiência Pública 4/2006, na qual foi originada a ICVM nº 444/06, consta que o objetivo de um FIDC-NP, constitui adquirir direitos creditórios não-padronizados, quais sejam:

⁸⁵ Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados (...) § 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: (...) V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;

Os direitos creditórios que, no entender da CVM, demandam do investidor uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos (como na hipótese em que a validade jurídica da cessão para o FIDC é considerada um fator preponderante de risco), bem como de aspectos operacionais (como no caso de créditos existência futura e montante desconhecido).

Da leitura do edital acima, é possível argumentar no sentido de que os direitos creditórios que demandam uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos são aqueles oriundos dos direitos creditórios devidos por empresas em recuperação judicial ou extrajudicial, uma vez que os FIDCs-NP têm como objeto de suas aplicações os créditos exóticos, podres ou de alto risco, como visto neste estudo, que são, por conseguinte, créditos dotados de características diferenciadas, das quais advém, por óbvio, um risco de crédito maior para o investidor.

Além disso, conclui-se que a inclusão dos créditos contra as empresas em recuperação no FIDC-NP é necessária, uma vez que os riscos demandam análise aprofundada e maiores riscos para o investidor tendo em vista que é possível ainda que uma decisão judicial suspenda as ações e execuções da empresa com base no art. 6º da LFR, já estudado, e os créditos tenham de ser novados, alongados e que tenham de ter reduções de valor.

Muito diferente são os créditos em favor das empresas em recuperação judicial, porque, quanto a estes, os direitos creditórios não dependem da situação futura do originador, não acarretando risco adicional para os cessionários, o que justifica que referidos créditos sejam administrados pelos FIDCs, sem necessidade de classificação como Não Padronizados.

Em memorando⁸⁶ sobre o tema, a CVM entendeu neste sentido, ensinando:

Nessa seara nos parece razoável que o ponto-chave para a interpretação do art. 1º, §1º, V, da ICVM 444, está no risco a que o fundo encontra-se exposto, mesmo que parcialmente. Consequentemente, se for ao da empresa em recuperação judicial

⁸⁶ BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. Consulta sobre possibilidade de FIDC adquirir créditos de sociedade empresária em recuperação judicial. Memorando nº 21/2015-CVM/SIN/GIE, datado de 10 de junho de 2015.

(o risco), tais créditos são elegíveis tão somente aos FIDC-NP, do contrário, não encontramos óbice regulatório para que o mesmo venha compor a carteira de ativos de um FIDC

[...]

Nesse sentido, em que pese à utilização do termo “originados”, insculpido no art. 1º, §1º, V, da ICVM 444/06, esta área técnica entende que, nesse dispositivo, estão enquadrados somente os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou os operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial. Logo, a condição de originador e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a tais direitos serem adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP. Por outro lado, quando esse tipo de sociedade empresária for devedor, os direitos creditórios devem ser classificados como não padronizados.

A Autarquia, visando esclarecer ainda mais seu posicionamento, exemplificou situações nas quais o direito creditório adquirido deve ser classificado como não-padronizado, nos termos art. 1, §1º, V, da ICVM 444/06, quando envolvendo empresas em recuperação:

- a) subscrição de cotas subordinadas por sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial, com compromisso de manter a relação mínima prevista no inciso XV do art. 24 da ICVM nº 356/2001;
- b) na hipótese de tais sociedades prestarem fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma em relação aos direitos creditórios a serem adquiridos pelo Fundo; ou
- c) quando os direitos creditórios originados e/ou cedidos por tais sociedades forem não performados ou de existência futura, o que os enquadraria no disposto no art. 1º, §1º, inciso VI, da ICVM nº 444/06, sendo sua aquisição permitida apenas para FIDC-NP.

6.10. Da validade de cessão de créditos de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas

Quando da cessão dos créditos de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, restam discussões acerca da validade da cessão, uma vez que os créditos são de existência futura.

Isto porque, conforme já estudado, a cessão é nula quando são transmitidos direitos inexistentes, e o crédito futuro *per se*, neste caso, realmente inexistente à época da cessão.

Realmente, numa primeira análise, a cessão dos créditos de existência futura e montante desconhecido parece nula, no entanto, é imprescindível a análise acerca da regulamentação acerca deste instituto, qual seja, a ICVM 444/06, já estudada.

A ICVM 444/06, quando trata da constituição do FIDC-NP das aplicações que podem ser realizadas por estes fundos de investimento, destaca-se, *refere-se a direitos creditórios, e não a créditos*.

Com relação aos FIDCs, ainda que os direitos creditórios e os créditos versem sobre o cumprimento de determinada prestação, é possível afirmar que a distinção entre estes dois institutos mora no fato de que os direitos creditórios abrangem, além dos créditos constituídos, os direitos que têm por objeto créditos constituídos ou não.

Desta forma, a existência de um crédito é correlata à obrigação anteriormente constituída, sendo, então, um direito adquirido.

De outra banda, constituem os direitos creditórios, justamente, direitos à titularidade de créditos ainda não constituídos, ou seja, direitos sobre créditos subordinados ao adimplemento de uma condição incerta.

Em processo julgado antes da ICV 444/06, Marcelo Trindade tratou sobre o assunto, e explicou, a validade da cessão a que se refere este capítulo, mesmo antes de que fosse regulamentada:

Os FIDC são, na forma da Instrução CVM 356/01, condomínios que têm por objeto direitos creditórios. [...]

Tais créditos futuros, por sua vez, podem representar (e freqüentemente representam), quando de sua cessão para o fundo, a contraprestação pela entrega futura de produtos ou serviços. Tais créditos são normalmente denominados de não performados, em oposição àqueles (performados) em que já existe uma obrigação de pagamento por parte do devedor desvinculada de qualquer conduta do credor. A Instrução CVM 356/01 refere-se a tais créditos não performados no § 8º do art. 40, para condicionar a concessão de registro automático de um FIDC pela CVM à existência de garantia de seguro, nesses casos.⁸⁷ [grifos nossos]

Em momento posterior, após a regulamentação, o então Presidente da CVM ensinou:

Mais recentemente discutimos, no âmbito dos FIDC, a distinção entre os conceitos de créditos e de direitos creditórios, identificando que "**[a] regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque freqüentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos (cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período**" (Processo CVM RJ2004/6913, de que fui Relator, decidido em 04.10.2005). **Finalmente, com a edição da Instrução 444/06, que disciplina os FIDC não padronizados, ficou claro que os direitos creditórios podem ter por objeto créditos "de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas"** (art. 1º, §1º, VI). Assim, a regulamentação estabeleceu que mesmo os direitos creditórios deverão ter por base relações já existentes, embora a existência do próprio crédito e seu montante possam ser incertos.⁸⁸ [grifos nossos]

Eli Loria, quanto aos direitos creditórios explica que a titularidade sobre eles já existe no momento da cessão:

⁸⁷ BRASIL. *Comissão de Valores Mobiliários*. Consulta sobre Obrigações de Custodiante de FIDC - artigo 38, inciso I, da Instrução CVM nº 356/01. Processo nº RJ2004/6913. Julgado em 04 de outubro de 2005. Relator: Marcelo Fernandez Trindade.

⁸⁸ BRASIL. *Comissão de Valores Mobiliários*. *Recurso contra decisão da SER*. Processo Administrativo nº RJ2006/6905. Julgado em 10 de julho de 2007. Relator: Marcelo Fernandez Trindade.

[os direitos creditórios] são, portanto, direitos expectativos (ou eventuais) cujos direitos expectados são créditos. **Isto é, o direito expectado já foi conquistado, ainda que pela aquisição de direito a créditos "de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas", como disposto no art. 1º, §1º, VI, Instrução CVM nº 444/06 e, ainda que não estejam performados, a titularidade dos créditos (e o imperium que os torna exigíveis quando vencidos) já existe.** Reitere-se, [...] que os créditos não performados são aqueles créditos futuros que, quando cedidos para um fundo, normalmente representam a contraprestação pela futura entrega de produtos ou a futura prestação de serviços. Estão em oposição aos créditos performados, porquanto, no caso destes, a obrigação de adimplemento já existe, independentemente de qualquer conduta do credor. [grifos nossos]

No mesmo processo, que trata sobre a constituição de um fundo que tinha como objetivo a aplicação de recursos em direitos decorrentes da aplicação futura de cláusula penal em contratos de trabalho de jogadores de futebol, Eli Loria ensinou que, por se tratarem de créditos relativos à condição futura e incerta, devem ser administrados por FIDCs-NP:

Como se vê, esses créditos, relativos à cláusula penal, são futuros e incertos, uma vez que a própria cessão do jogador é incerta, sujeita à álea que impossibilita determinar a possibilidade de êxito que o fundo irá ter em cada contratação. **Sendo assim, à luz da regulamentação dos fundos de investimento, os "direitos econômicos" relativos à aquisição desses créditos não são outra coisa do que direitos expectativos, devendo o risco do negócio estar expressamente descrito no regulamento do fundo.** Como visto acima, existe na regulamentação em vigor uma gradação de risco entre créditos performados, créditos não performados e direitos expectativos que se reflete na regulação e na proteção da poupança popular. Por essa razão, concluindo em linha com a SIN, entendo que **os "direitos econômicos" objeto da consulta possuem a natureza de direitos creditórios, de existência futura e montante desconhecido, emergentes de relações já constituídas, como disposto no art. 1º, §1º, VI, Instrução CVM nº 444/06, trazendo características complexas e riscos associados incompatíveis com o perfil de um investidor não qualificado, podendo a operação ser modelada como FIP (Instrução CVM nº 391/03) ou como FIDC-NP (Instrução CVM nº 444/06).** [grifos nossos]

Do exposto, resta clara a possibilidade de validade de cessão de créditos de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações

já constituídas, visto possuir as mesmas os pressupostos de validade cominados legalmente para tal finalidade.

No que diz respeito à caracterização da “true sale” em tais operações, entendemos que a formalização da cessão de tais créditos nos moldes prescritos neste estudo caracterizará tal cessão, ainda que futura, mas contratada antecipadamente, no que se pode entender como aquisição a termo ou mediante condição suspensiva como definitiva e oponível a procedimentos falimentares e recuperacionais desde que a referida cessão, ainda que com tais características, seja feita com observância às prescrições legais aplicáveis, tais como, por exemplo, notificação do devedor acerca de sua ocorrência, ainda que futura.

6.11. Da validade da cessão de créditos de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da instrução CVM. 356/2001.

Quanto à cessão de créditos de natureza diversa, não enquadráveis no previsto no inciso I, do art. 2º da já estudada ICVM nº 356/2001, é necessário esclarecer que referido ordenamento prevê:

Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se:

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

Da leitura regulamentação legal acerca dos FIDCs, é possível afirmar que são objetos da cessão a que se refere o presente capítulo os créditos que não estão descritos no art. 2º acima transcrito.

Contudo, como o texto do inciso VII do artigo 1º da ICVM 444/06 foi muito abrangente ao prever que o FIDC-NP pode ter como objeto a aplicação de créditos de *natureza diversa*, ou seja, créditos não previstos de forma exaustiva no art. 2º acima transcrito.

E nesse sentido, entendemos que tal abrangência se faz necessária, uma vez que as relações comerciais e tecnológicas têm avançado de forma exponencial, sendo saudável a existência de uma norma aberta que abarque, sem necessidade de revisões normativas constantes, tal evolução, podendo ser citada, por exemplo, a cessão de direitos sobre operações realizadas com “bit coins” para FIDICs-NP como algo corriqueiro em um futuro próximo.

No que diz respeito à ocorrência da “true sale” em tais operações, entendemos que se as mesmas forem feitas com observância às regras de constituição e validade de cessões fiduciárias, tais como notificação aos devedores e registro do contrato pertinente, serão estas caracterizadas como perfeitas e oponíveis a processos falimentares e recuperacionais, caracterizando-se, assim, a ocorrência da “true sale”, acarretando, conseqüentemente, menores custos de captação e maior segurança aos credores.

CONCLUSÃO

No presente trabalho estudamos a caracterização da “true sale” no tocante às operações de securitização envolvendo FIDCs-NP.

Partimos do histórico brasileiro no mercado de capitais, passando pela época em que o mercado de capitais não era levado a sério no Brasil, não existindo regulamentação alguma acerca do assunto, bem como pelo “boom” da BVRJ em 1971, pela criação da CVM, até o cenário atual, em que o mercado de capitais é totalmente regulamentado, com ótima legislação acerca de governança corporativa, o que passa credibilidade e atrai investidores.

Estudamos os fundos de investimento – os quais possuem natureza jurídica de condomínio – ingressando nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, os quais são conhecidos no mercado brasileiro como fundos de recebíveis, e regulamentados pela CVM.

Depois, analisamos os FIDCs, que oferecem segurança para os investidores pela regulamentação a que estão sujeitos, bem como pela política de investimento, que deve obedecer aos parâmetros estabelecidos pela CVM, e podem assumir a forma de Não Padronizados, os quais devem possuir política de investimento diferenciada, e só admitem investidores qualificados.

Os FIDCs-NP, objeto do presente estudo, têm como objetivo o investimento em ativos específicos, direitos creditórios distintos daqueles abrangidos anteriormente à sua criação, criando mais flexibilidade para os investidores.

Analisamos os créditos que podem ser cedidos para o FIDC-NP, os quais possuem maior risco de inadimplência e, conseqüentemente, maior taxa de risco a ser cobrada pelos investidores.

Feitas as considerações acerca dos fundos de investimentos, passamos a estudar o instituto da securitização de recebíveis, criado, por exemplo, para suprir, de forma rápida e segura, a necessidade de caixa de sociedades para aquisições diversas de insumos para produção, manutenção das quantidades estocadas, financiamento e capital de giro. Sempre em busca de dar continuidade a suas atividades.

Tais empresas, com a securitização, passam a integrar o mercado de capitais na qualidade de originadoras de crédito, o que possibilita que estas captem recursos no mercado com juros menores do que aqueles oferecidos pelas instituições financeiras.

Ato contínuo, a aplicação de capital, pelos investidores, também fica com juros mais atrativos do que as aplicações tradicionais.

A securitização tem como pré requisito a cessão fiduciária de direitos creditórios, a ser realizada pelas chamadas empresas originadoras para um veículo de propósito específico, que pode ser um FIDC ou uma Sociedade por Ações.

Ocorre que, em algumas vezes, a operação de securitização pode ser anulada, após a sua realização, nas hipóteses de falência ou recuperação judicial do devedor dos créditos outrora cedidos.

Por outro lado, estudamos que o entendimento de que a cessão fiduciária de direitos creditórios pode ser anulada nas hipóteses de falência ou recuperação judicial do devedor foi ultrapassado, tendo sido acatado pela doutrina e pela jurisprudência o entendimento de que referida cessão está excluída dos efeitos da falência e recuperação judicial, integrando o rol que consta do artigo 49 da LFR, uma vez que os direitos creditórios constituem bens móveis, bem como porque a cessão fiduciária perfeita e válida, constitui a transferência efetiva dos direitos creditórios, os quais não passam mais a pertencer a quem os cedeu, mas para o cessionário.

Passamos, então, a estudar a “true sale”, instituto que ainda não foi devidamente regulamentado no Brasil, tampouco no exterior, de maneira que ainda restam dúvidas acerca do momento em que efetivamente é caracterizada a “true sale”.

Das vantagens da “true sale”, quando caracterizada, estão a mitigação dos riscos oriundos das operações de securitização e a não ocorrência de situações como a anulação das cessões de direitos creditórios nos casos de falência ou recuperação judicial dos devedores, haja vista que a “true sale” implica na transferência efetiva dos direitos, do cedente para o cessionário, de maneira que o cedente passa a não fazer parte da operação, sendo o cessionário o credor o único titular dos direitos sobre o crédito cedido.

O presente estudo, então, permite concluir que não há nada que vede ou descaracterize a cessão fiduciária de direitos creditórios para um FIDC-NP, mesmo que se tratem de recebíveis lastreados em créditos com risco elevado, os chamados créditos exóticos.

No entanto, a falta de regulamentação acerca do assunto impede que todas as operações de securitização de recebíveis sejam caracterizadas como “true sales”, gerando insegurança jurídica capaz de deixar investidores e originadores reticentes no tocante à ingressarem neste tipo de mercado.

Por todos estes motivos, entendemos ser de suma importância o tratamento legal adequado ao instituto da “true sale” no Brasil, o que traria benefícios para a economia do país como um todo: Os beneficiários da regulamentação do instituto seriam, notadamente, os investidores e as empresas que desejam ceder seus créditos para gerar caixa, os quais operariam com a devida segurança jurídica. Dado isto, ocorreria a mitigação dos riscos das operações de securitização, o que acarretaria aumento significativo na adesão dos brasileiros ao mercado de capitais. Ou seja, uma melhora na economia do país, como um todo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACIONISTA. *Mercado*. Disponível em: <<http://www.acionista.com.br/mercado/fidc.htm>>.
- ALVES, José Carlos Moreira. *Da alienação fiduciária em garantia*. Rio de Janeiro: Forense, 1987, 3. ed.
- ANDREY, Marcos. *Comentários à Nova LRFE*. São Paulo; Quartier Latin, 2005.
- ARAUJO, Aloísio P. De. *As leis de falência: uma abordagem econômica*, 2002.
- ANDIMA. Disponível em: <<http://www.andima.com.br/publicacoes/arqs/fidc.pdf>>
- BALEIRO, Aliomar. *Curso de Direito Tributário*. Forense: 1990;
- BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento ("Investment Trust")*. São Paulo: Max Limonad, 1956;
- BAUR, Dirk G. and JOOSSENS, Elisabeth, *The Effect of Credit Risk Transfer on Financial Stability* (January 2006). EUR Working Paper No. 21521 EN;
- BEBCHUK, Lucian A.; CHANG, Howard. *Bargaining and the division of value in corporate reorganization*. *Journal of Law, Economics and Organization*º v. 8, 1992.
- _____. Ex ante costs of violating absolute priority in bankruptcy. *The Journal of Finance*. nº 1, v. 57, 2002.
- BELVILÁQUA, Clóvis. *Código Civil*. v.4, 1958;
- BEZERRA FILHO, Manoel Justino, *Lei de Recuperação de Empresas e Falências Comentada: Lei 11.101/2005: comentário artigo por artigo, 10ª. Edição Revista, Atualizada e Ampliada*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2014;
- _____. *Jurisprudência da nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2006;
- _____. *Da Fiducia à Securitização: as garantias dos negocios empresarias e o afastamento da jurisdição*, Tese de Doutorado, USP, 2006.

BHATTACHARYA, Anand. e FABBOZZI, Frank J. “*The expanding frontiers of asset securitization*”. Em “*Asset-Backed Securities*. New Hope: Frank J Fabozzi Associates, 1996;

BLUM, Len, DiANGELO, Chris. *Structuring efficient asset-backed transactions. In Asset-Backed Securities*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates;

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Securitização como parte da segregação de risco*. In Revista do BNDES, v.6, nº 12, 1999, Rio de Janeiro;

BOVESPA: Disponível em: <www.bmfbovespa.com.br>

CABRAL, Antônio da Silva. *Cessão de Contratos*. São Paulo: Saraiva, 1987;

CAMARGO, Cândido. *Da alienação fiduciária em garantia e fundos contábeis de natureza financeira face à Lei de Mercado de Capitais*. Arquivos do Ministério da Justiça. Brasília: Ministério da Justiça, 1967.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

CAMPOS, Diogo Leite; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal*. Coimbra: Alamedina, 2007.

CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fábio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.

CARVALHO, Ernesto Antunes de. *Cessão Fiduciária de Direitos e Títulos de Crédito (recebíveis)*. Revista do Advogado, ano XXIX, nº 105, setembro de 2009. São Paulo.

CHALHUB, Melhim Namen. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Ed. Renovar, 2009.

CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

COELHO, Fábio Ulhoa. *A Cessão Fiduciária de Títulos de Crédito ou Direitos Creditórios e a Recuperação Judicial do Devedor Cedente*. 7ª ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

CRIPPA, Carla de Vasconcellos; MENEZES, Caio Campello de. Valor Econômico, publicado na edição de 21 de outubro 2009. *Os recebíveis na recuperação judicial*.

CVM. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/decisooes/2002/20020319_R1/20020319_D15.html

DCI. Disponível em: <http://www.dci.com.br/financas/credito-podre-rende-lucro-de-30--a-setor-de-recuperacao-id286940.html>

DE LUCCA; Newton e SIMÃO FILHO, Adalberto (coord.) – *Comentários à Nova Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, São Paulo: Quartier Latin, 2005.

DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro. *Financiamento na Recuperação Judicial e na Falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

DOS SANTOS, Claudio Gonçalves e CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: Novos rumos do mercado financeiro*.

ECO, Umberto. *Como Se Faz Uma Tese – Perspectiva*, 25ª, Edição, 2010.

EDWARDS, Franklin R. and MORRISON, Edward R. *Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?* (August 16, 2004). Columbia Law and Economics Research Paper No. 258.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; HENRIQUES, Marcus de Freitas; PARENTE, Flávia. *Mercado de Capitais, Regime Jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EIZIRIK, Nelson Laks. *Aspectos Modernos do Direito Societário*. Renovar Editora: Rio de Janeiro, 1992.

FRANÇA, Erasmo Valladão Azevedo e Novaes. *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*. São Paulo: Malheiros, 2009.

FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimentos*. São Paulo: Editora Quartier Latin 2006.

_____. *Responsabilidade civil dos administradores de fundos de investimento*. In: Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado Financeiro, Produtos e Serviços*, Qualitymark, 20. Ed., 2015.

GAGGINI, Fernando Schwatz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Ed. Universitária de Dreito, 2003.

GORTON, G. B., & SOULELES, N. S. (2005). *Special purpose vehicles and securitization*^o *SSRN Electronic Journal*. doi: 10.2139/ssrn.713782.

HART, Oliver. *Different Approaches to Bankruptcy. Governance, Equity and Global Markets, Proceedings of the Annual Bank Conference on Devel 1999*. Paris: La Documentation Française, 2000.

HSBC. *Para sua empresa*. Disponível em: <http://www.hsbc.com.br/1/2/portal/pt/para-sua_empresa/investimento/fundos-de-investimento/fidc>

JABUR, Gilberto Haddad e PEREIRA JUNIOR, Antonio Jorge (coord.). *Direito dos Contratos*. São Paulo, Quartier Latin, 2006.

KETTERING, Kenneth C., True Sale of Receivables: *A Purposive Analysis (August 12, 2008)*. *American Bankruptcy Institute Law Review*, v. 16.

LIMA, I.S, LIMA G.A.S.F de e PIMENTEL, R.C (coord). *Curso de Mercado Financeiro*. São Paulo, Atlas, 2^a. Ed. 2012.

LANDSMAN, W. R., Peasnell, K. V., & SHAKESPEARE, C. (2008). *Are asset securitizations sales or loans?* *The Accounting Review*, 83(5), 1251–1272. doi:10.2308/accr.2008.83.5.1251.

LEITE, Cristiano da Cruz. O papel do advogado na estruturação de fundos de recebíveis. In: *Securitização de ativos – a era da desintermediação financeira*. Lucas de Lima Neto (org.). Rio Grande do Sul: Gainvest Publicações.

LOBO, Jorge, em http://falimentar.blogspot.com/2010/03/cessao-fiduciaria-de-recebiveis-na_10.html, acessado em 17 de dezembro de 2011.

LUBBEN, Stephen J., *Beyond True Sales - Securitization and Chapter 11*. N.Y.U. *Journal of Law & Business*, Forthcoming.

MARTORELL, Antônio Navarro. *La propiedad Fiduciária*. Barcelona: Casa Editorial, 1950.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo e PRADO, Viviane Muller. Tentativas de desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964. Publicado na obra *Direito e Economia, 30 anos de Brasil*. Série GVLaw. Coord. LIMA, Maria Lucia L. M. Pádua.2012.

MASON, Joseph R., *Cliff Risk and the Credit Crisis (November 10, 2008)*.

MIGALHAS. *Os fundos de investimento em Direitos Creditórios*. Disponível em: <<http://www.migalhas.com.br/dePeso/16,MI2481,61044-Os+Fundos+de+Investimento+em+Direitos+Creditorios>>

MOODYS. Disponível em: <<https://www.moodys.com/sites/products/AboutMoodysRatingsAttachments/2001700000415918.pdf>>

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de Direito Civil*. Direito das Coisas. 40 ed. Atualização de Carlos Alberto Dabus Maluf. São Paulo: Saraiva, 2010.

MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1998.

_____. *Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais*. in Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais. São Paulo: Dialética, 1999.

MUNHOZ, Eduardo S. *Anotações sobre os limites do poder jurisdicional na apreciação do plano de recuperação judicial*. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. São Paulo, v. 36, abril-junho de 2007.

NEGRÃO, Ricardo. *Manual de Direito Comercial e de Empresas*. v.3, 2.ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

NETO, Eduardo Salomão. *Direito Bancário*, São Paulo, Atlas, 2005.

_____. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996.

PORTAL DO INVESTIDOR. Glossário. Disponível em: <http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Serviços/Glossario/tabid/160/Default.aspx>
R&R Consulting. The legal foundations of structured finance. In: Practical Techniques for Asset Securitization. New York, 2006.

REYES, Francisco, *Direito Societário Norte Americano – Estudo Comparativo*, São Paulo: Quartier Latin, 2013.

RODRIGUES, Silvio. *Direito Civil: Direito das Coisas*. V. 5. São Paulo: Saraiva, 2003.

SCHIPPER, K., & YOHN, T. L. (2007). *Standard-setting issues and academic research related to the accounting for financial asset transfers*. Accounting Horizons, 21(1), 59–80. doi:10.2308/acch.2007.21.1.59.

SHTATNOV, Artem, *The Elusive True Sale In Securitization* (January 4, 2012).

SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de (Org.); PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Org.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falências*, 2ª. ed. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2007.

TOLEDO, P.F.C.S; ABRAO, C.H. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, 5. Ed.: Saraiva, 2012.

TOLEDO, P.F.C.S (Org.); SOUZA JÚNIOR, F.S de (Org,). *Direito das empresas em crise: problemas e soluções*, 1. Ed. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

_____. *Recuperação Judicial, a principal inovação da Lei de Recuperação de Empresas – LREF*. Revista do Advogado, ano XXV, nº 83, set. 2005.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial: Falência e Recuperação de Empresas*. v. III, 3ª. Ed. São Paulo, Atlas, 2014, v.1.

TROVO, Beatriz Villas Boas Pimentel, *Captação de Recursos por empresas em recuperação judicial e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)*, Dissertação de Mestrado, USP, defesa em 29/05/2013.

UQBAR. *Securitização*. Disponível em:
<<http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/securitizacao.jsp>>

VARELA, Antunes. *Direito das Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense .

WALD, Arnold. *Curso de Direito Civil Brasileiro – Obrigações e Contratos*. 2. ed. São Paulo, Revista dos Tribunais, 1989.