

LIVIA ALVES VISNEVSKI FRÓES COELHO

SECURITIZAÇÃO

Mestrado em Direito

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
São Paulo
2007

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

LIVIA ALVES VISNEVSKI FRÓES COELHO

SECURITIZAÇÃO

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do grau de MESTRE em Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. Fábio Ulhoa Coelho.

PUC/SP
São Paulo - 2007

FICHA CATALOGRÁFICA

Coelho, Livia Alves Visnevski Fróes

Securitização / Coelho, Livia Alves Visnevski Fróes – São Paulo, 2007. 112

p.

Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo.

1. Securitização;
2. Cessão de Crédito;
3. Veículo de Propósito Específico;
4. Valores Mobiliários.

FOLHA DE APROVAÇÃO

Banca Examinadora:

Data de aprovação:

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo fazer uma análise da securitização no Brasil e, para tanto, analisa a sua terminologia e o seu surgimento, inicialmente nos Estados Unidos da América e, posteriormente, no Brasil. Após, serão abordados a natureza jurídica e o conceito de securitização dentro da legislação pátria, para, então, tratar de sua estrutura jurídica, que compreende (i) a constituição de um veículo de propósito específico, que pode ser um fundo de investimento ou uma sociedade de propósito específico, esta última geralmente constituída sob a forma de sociedade por ações, (ii) a cessão do crédito da sociedade originadora dos ativos para o veículo de propósito específico, analisando-se aí especialmente a questão que diz respeito à efetiva segregação dos ativos do patrimônio da originadora, e (iii) a emissão de valores mobiliários lastreados nos ativos cedidos. Serão então analisados os papéis e as responsabilidades dos demais agentes presentes na securitização, a saber, o estruturador, o agente fiduciário, o auditor independente e a agência de classificação de risco. Finalmente, serão descritas as estruturas específicas e a regulamentação de cada um dos tipos de securitização atualmente utilizados no Brasil, quais sejam, a securitização de exportações, a securitização imobiliária, a securitização de créditos financeiros e a securitização de recebíveis em geral.

PALAVRAS-CHAVES: securitização, veículo de propósito específico, cessão de crédito, valores mobiliários.

ABSTRACT

The intention of this study is to carry out an analysis of securitization in Brazil and, therefore, it will present an analysis of the securitization terminology and appearance, first in the United States of America and then in Brazil. Thereafter, the legal nature and the concept of securitization will be studied pursuant to the Brazilian legislation, after which we will verify its legal structure, including (i) the incorporation of a specific purpose vehicle, consisting of an investment fund or a special purpose company, the latter usually incorporated as a joint-stock company, (ii) the assignment of credits from the company which originates the assets to the specific purpose vehicle, at which point the issue regarding the effective segregation of the applicable specific purpose vehicle's assets from the originator's assets will be analyzed, and (iii) the issuance of asset backed securities. The roles and responsibilities of the other agents which are part of the securitization process will be verified: the institution providing the structure of the operation, the fiduciary agent, the independent auditor and the rating agency. Finally, the specific securitization structures and regulations in Brazil will be described, as follows: export securitization, real estate securitization, financial credit securitization and receivables securitization in general.

KEYWORDS: securitization, specific purpose vehicle, assignment of credits, securities.

SUMÁRIO

Introdução.....	9
1. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES.....	11
1.1 Metodologia: o direito comercial como conhecimento tecnológico.....	11
1.2 Terminologia e Histórico.....	12
1.3 Conceito e Natureza Jurídica.....	14
1.4 Disciplina Legal.....	20
2. ESTRUTURA JURÍDICA.....	22
2.1 Veículo de Propósito Específico.....	22
2.1.1 <i>Trust</i>	22
2.1.2 Sociedade de Propósito Específico.....	25
2.1.3 Fundos de Investimento.....	27
2.2 Cessão de Crédito.....	30
2.2.1 Noções Gerais.....	30
2.2.2 Requisitos.....	35
2.2.3 Espécies.....	39
2.2.4 Efeitos.....	40
2.2.5 <i>True Sale</i>	51
2.3 Emissão de Valores Mobiliários.....	52
2.3.1 Títulos de Créditos.....	53
2.3.2 Valores Mobiliários.....	56
3. OUTRAS PARTES ENVOLVIDAS.....	66
3.1 Estruturador.....	66
3.2 Agente Fiduciário.....	68
3.3 Auditor Independente.....	71
3.4 Agência de Classificação de Risco.....	75
4. TIPOS DE SECURITIZAÇÃO.....	80
4.1 Securitização de Exportações.....	80
4.2 Securitização Imobiliária.....	81
4.2.1 Fundo de Investimento Imobiliário.....	82
4.2.2 Securitização de Créditos Imobiliários.....	88
4.3 Securitização de Créditos Financeiros.....	91
4.4 Securitização de Recebíveis em Geral.....	95
5. CONCLUSÃO.....	105
Bibliografia.....	107

Introdução

Nos últimos anos temos observado uma notória evolução nas formas de captação de recursos pelas empresas, em contraposição àquelas formas mais tradicionais existentes no mercado financeiro.

Com efeito, os empréstimos e financiamentos concedidos diretamente pelas instituições financeiras às empresas vêm sendo substituídos pelo ingresso de tais empresas no mercado de capitais, de forma cada vez mais acentuada, pela captação da poupança popular.

Assim, tem se notado uma crescente desintermediação financeira, ou seja, os interessados em obter recursos acessam diretamente os investidores que, por sua vez, optam por correr um risco maior no que se refere à probabilidade de repagamento de seu investimento por parte do tomador dos recursos, mas, por outro lado, obtêm uma remuneração do capital mais vantajosa.

Este novo cenário do mercado financeiro surgiu justamente em virtude do aparecimento de novas formas de acesso ao mercado de capitais, dentre as quais, a securitização.

A securitização, em seu sentido amplo, consiste em mecanismo de acesso ao mercado de capitais e, em sentido estrito, na segregação de determinados ativos do patrimônio da respectiva empresa originadora a um veículo de propósito específico que, por sua vez, emite títulos no mercado de capitais, lastreados nos referidos ativos.

A securitização surgiu inicialmente no Brasil na década de 80 nas operações de exportação e, nos anos 90, para financiar o mercado imobiliário, a fim de evitar (pela captação junto ao público investidor) o *déficit* habitacional então existente.

Desde então, a securitização passou a ser utilizada para financiar outros setores da economia, como o de exportações, o financeiro e o das empresas em geral, originadoras de ativos passíveis de serem cedidos, conforme a regulamentação aplicável.

O presente trabalho tem por objetivo, inicialmente, analisar o conceito de securitização, para, posteriormente, discorrer sobre a estrutura jurídica necessária à sua implementação, focando então nos papéis e nas responsabilidades dos demais agentes presentes na securitização, a saber, o estruturador, o agente fiduciário, o auditor independente e a agência de classificação de risco, que visam proporcionar aos investidores maior segurança para, finalmente, tratar de cada um dos tipos de securitização atualmente regulados no Brasil.

1. CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

1.1 Metodologia: o direito comercial como conhecimento tecnológico

O direito pode ser objeto de dois níveis de conhecimento diferentes, quais sejam, o científico e o tecnológico. A esse respeito cabe observar, preliminarmente, que um não se sobrepõe ao outro, não há hierarquia ou oposição, considerando que possuem objetivos diversos.

Conforme Fábio Ulhoa Coelho (2003, v.1, p. 29), o conhecimento científico pode ser resumido da seguinte forma:

“Se procura compreender as razões pelas quais uma certa sociedade, em determinado momento histórico, produziu as normas jurídicas que produziu e não outras, o estudioso do direito se verá diante de alternativas cuja pertinência será medida por critérios excludentes de veracidade. Ou seja, as respostas que sugerir para essa questão serão verdadeiras ou falsas.”¹

Ainda de acordo com o referido autor (2005, p. 17), se o objeto a que se propõe o sujeito cognoscente que se debruça sobre a norma jurídica é o de pesquisar as decisões jurídicas que a norma possibilita, o seu conhecimento terá caráter tecnológico².

O conhecimento científico não permite a coexistência de enunciados opostos: ou somente um é verdadeiro, ou os dois são falsos.

¹COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, v. 1. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 29.

²COELHO, Fábio Ulhoa. *Direito e poder*. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 17.

Entretanto, quando falamos de conhecimento tecnológico do direito, é completamente possível a coexistência de enunciados opostos, não obstante o jurista busque apresentar a sua solução como a exclusiva, mas trata-se apenas de uma função retórica.

Fábio Ulhoa Coelho (2005, p. 19), no tocante à relevância prática dois níveis de conhecimento, afirma que

“A ciência do direito pode não provocar – e, em geral, não provoca – qualquer implicação na produção das normas jurídicas. Sua relevância prática tem outro lugar; serve para a própria aferição da verdade de seus enunciados e da contribuição que podem dar para a ação humana transformadora. O conhecimento tecnológico, ao contrário, tem a interferência com a exegese da norma jurídica como sua própria essência”³.

Enquanto o objeto do conhecimento científico do direito consiste nas razões históricas, sociais e culturais de cada instituto jurídico, o objeto da tecnologia jurídica é o conjunto de interpretações de normas jurídicas.

As considerações acima são relevantes, já que a metodologia utilizada neste trabalho foi baseada na visão do conhecimento jurídico como tecnológico, ou seja, procuraram-se interpretar as normas jurídicas aplicáveis à securitização, buscando esclarecer os seus sentidos sem pressupor qualquer valor de *verdade*, mas apenas de *adequação* aos fins do direito.

1.2 Terminologia e Histórico

O termo securitização, em inglês, *securitization*, prescinde de significado técnico, podendo ter diversos significados, tanto no direito anglo-saxão, como no direito brasileiro.

³*Ibidem*.

Note-se que, nos países de língua francesa, a securitização é conhecida como *titrisation*, tendo Portugal adotado a tendência francesa e utilizado a expressão “titularização” para identificar o tema ora em estudo.

Aliás, é interessante a história que conta a primeira vez em que a expressão *securitization* foi utilizada nos Estados Unidos. Uma jornalista entrevistou, em 1977, o autor da primeira operação imobiliária do gênero em *Wall Street* e lhe perguntou qual o nome que era dado àquele tipo de operação. O autor então lhe respondeu que se tratava de securitização. O editor do jornal obrigou a jornalista a voltar para o autor e confirmar o nome da operação, já que alegou tratar-se de linguagem imprópria. Finalmente, o termo foi publicado, com a ressalva de que consistia em expressão utilizada em *Wall Street*.

Com efeito, a securitização surgiu inicialmente nos Estados Unidos na década de 1970, na tentativa do governo de fomentar o mercado secundário para títulos lastreados em hipotecas, em virtude da grande demanda por recursos para financiar a habitação, contra a pequena oferta de capital.

O sucesso da securitização no mercado de hipoteca como uma fonte de captação de recursos e a boa aceitação, pelos investidores, de valores mobiliários lastreados em tais hipotecas, levou a aplicação desta tecnologia a recebíveis de cartões de créditos, financiamento de automóveis e contratos de *leasing*, dentre outros.

Bhattacharya e Fabozzi (1996, p. 4)⁴ afirmam que os impedimentos ao desenvolvimento dos mercados de ativos não hipotecados, tais como a ausência de garantia concedida pelo governo, foram superados por outros mecanismos de garantia, tais como cartas de crédito e garantias emitidas por empresas privadas. Simultaneamente, com o crescimento na base de investidores sofisticados, o mercado para compradores desses valores mobiliários também aumentou.

A tecnologia da securitização foi assim exportada para diversas regiões do mundo, tais como a Europa, a América Latina e o Japão, indicando que a securitização se tornou um fenômeno mundial.

No Brasil, a securitização teve início na década de 80 nas operações de exportação e, nos anos 90, teve seu desenvolvimento alocado primordialmente na área imobiliária.

1.3 Conceito e Natureza Jurídica

Na doutrina norte-americana encontramos a definição de securitização como “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”⁵.

⁴BHATTACHARYA, Anand K.; FABOZZI, Frank J. “The expanding frontiers of asset securitization”. In *Asset-Backed Securities*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1996, p. 4.

⁵BLUM, Len, DiANGELO, Chris. “Structuring efficient asset-backed transactions”. In *Asset-Backed Securities*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1996, p. 239.

Ainda, Len Blum e Chris DiAngelo⁶ definem, em poucas palavras, securitização como o método pelo qual um ativo financeiro não negociável se converte em valor mobiliário negociável.

Claire A. Hill (1998, p. 204), em seu artigo sobre securitização na América Latina, conceitua securitização como a transação pela qual uma empresa “securitiza” seus recebíveis cedendo-os a uma outra sociedade constituída especificamente para tal operação que, por sua vez, emite valores mobiliários lastreados em tais recebíveis. A autora ressalta, ainda, que as características desses valores mobiliários, tais como taxa de juros, vencimento e condições de pré-pagamento, diferem bastante das características dos recebíveis.⁷

Já o autor português Armindo Saraiva Matias (1998, p. 48) traz a noção de que a securitização é uma emissão de títulos negociáveis, tendo por base e substrato fluxos de tesouraria gerados por ativos específicos. Procede-se à agregação, por espécies, destes ativos constituídos por créditos, à sua autonomia relativamente ao patrimônio do credor, mediante a alteração de titularidade e à emissão de título representativo desse universo.⁸

Conforme aponta Uinie Caminha (2005, pp. 38-39), “sob a ótica jurídica, a securitização pode ser definida como a estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico indireto (...) – que envolve a cessão e a segregação de ativos de uma sociedade, ou um fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos

⁶ *Ibidem*.

⁷ HILL, Claire A. “Latin american securitization: the case of the disappearing political risk”. In: *Virginia Journal of International Law*, v. 38, n. 3, Spring 1998, p. 294.

⁸ MATIAS, Armindo Saraiva. “Titularização, um novo instrumento financeiro”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 112. São Paulo: RT, 1998, p. 48.

ativos segregados. Esses títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos”⁹.

Ou seja, a securitização não consiste em negócio jurídico único tipificado denominado “securitização” (LEITE, 2007, p. 53)¹⁰. É a formação de um negócio por diversos atos sucessivos e constantes, com o escopo único de viabilizar juridicamente a operação de cessão de direitos de crédito dentro do contexto de segregação de risco.

Ainda, Ilene Patrícia de Noronha (2004, pp. 85-86) lembra que a terminologia surgiu da expressão “securities”, que significa valor mobiliário em inglês, sendo, portanto, infeliz a vernaculização promovida, já que gera a confusão com a idéia de seguro e das atividades chamadas de securitárias. “Assim, securitizar não significa “conversão direta de créditos em títulos mobiliários”, mas denota ter os créditos (recebíveis) como lastro – suporte de emissão e como origem de receita (advindas da liquidação dos recebíveis).¹¹

Fidelis Oditah (1996, p. 84) afirma que securitização pode ter três usos distintos, a saber: (i) quando é utilizada para descrever a transformação de ativos ilíquidos em valores mobiliários negociáveis; (ii) quando descreve a venda de qualquer ativo financeiro, envolvendo ou não a criação de valores mobiliários; e (iii) quando descreve o processo de emissão de títulos negociáveis, sejam ou não tais títulos lastreados em recebíveis.¹²

⁹CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2005, pp. 38-39.

¹⁰LEITE, 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, 2007, p. 53.

¹¹NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*. 234 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004, pp. 85 - 86.

¹²ODITAH, Fidelis. *The future for the global securities market*. Oxford: Clarendon Press, 1996, p. 84.

Assim, pode-se afirmar que a securitização tem um sentido amplo e um estrito, como aponta Unie Caminha (2005, pp. 37-38):

“No sentido amplo, a securitização é entendida como a substituição das formas tradicionais de financiamento bancário pelo financiamento pelo mercado de capitais. Designa-se com ele a desintermediação financeira. Em sentido estrito, a securitização é uma operação complexa, que envolve alguma forma de segregação de patrimônio, quer pela cessão a uma pessoa jurídica distinta, quer pela segregação interna, e uma emissão de títulos lastreada nesse patrimônio segregado.”¹³

Ou seja, a securitização em seu sentido amplo implica o afastamento da instituição financeira e dos instrumentos clássicos de financiamento, como a captação de recursos de um lado, e a concessão de mútuos de outro.

Na captação de recursos o depositante se exime dos riscos do negócio em que o mutuário da instituição financeira vai investir, correndo o primeiro unicamente o risco da instituição financeira escolhida. O preço dessa diminuição do risco é refletida nas taxas de juros mais baixas em comparação com as taxas de financiamento, caso o mesmo depositante financiasse diretamente o investidor mutuário.

Quando a instituição financeira capta valores junto ao público, ela assume o papel de devedora e, neste caso, está fazendo uma operação passiva. Por outro lado, quando a instituição empresta os recursos captados a um tomador de crédito, ela assume o papel de credora, numa atuação ativa.

Com a securitização, o papel de intermediário do banco desaparece, já que a empresa interessada, em vez de se dirigir a uma instituição financeira para obter financiamento, mesmo

¹³ Ibidem.

que o seja pela cessão dos seus créditos sobre terceiros, cede os seus créditos por securitização ao público em geral, obtendo deste modo o financiamento que deseja¹⁴.

De fato, a desintermediação financeira é característica essencial do mercado de capitais, que se difere do mercado financeiro justamente por conta da ausência da instituição financeira na relação entre o investidor e o captador de recursos.

A esse respeito Quiroga Mosquera (1999, p. 259) afirma que

“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”.¹⁵

Ainda, de acordo com o referido autor (1998, p. 23),

“podemos definir o mercado de capitais como o conjunto de operações realizadas entre pessoas físicas e/ou jurídicas, que consistem na captação de capitais de forma direta entre os poupadores de recursos financeiros e aqueles tomadores de capital, nas quais as entidades financeiras aparecem como intervenientes obrigatórias nos negócios realizados, mercado este norteado por princípios protecionistas da economia popular e da estabilidade da comunidade financeira e sob o regime jurídico do direito de mercado de capitais”.¹⁶

Assim, a securitização é vantajosa tanto para o empresário que busca captar capital, como para o investidor que pretende remunerar bem o seu patrimônio. O empresário consegue se financiar pela captação da poupança popular, oferecendo juros razoáveis, melhores do que

¹⁴CAMPOS, Diogo Leite de. “A titularização de créditos ('Securitização)”. In *Revista Brasileira de Direito Comparado*, n. 17. Rio de Janeiro, 1999, p.114.

¹⁵MOSQUERA, 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.

¹⁶MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1998, pp. 23-24

aqueles pagos pelo mercado financeiro e, ao mesmo tempo, se endivida com juros menores do que aqueles cobrados pelas instituições financeiras.

Neste sentido, aponta Melhim Namen Chalhub (2000, pp. 333-334) que

“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”¹⁷.

Já a finalidade da securitização, sob a ótica da empresa originadora dos recursos a serem cedidos a um veículo de propósito específico, pode variar. Entre os diferentes motivos para a busca de um financiamento que não por intermédio de uma instituição financeira, pode-se citar: (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 (BORGES, 1999, p. 126)¹⁸.

¹⁷CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, pp. 333-334

¹⁸BORGES, Luiz Ferreira Xavier. “Securitização como parte da segregação de risco”. In *Revista do BNDES*, v. 6, n. 12, 1999, Rio de Janeiro, p. 126.

Existem também algumas empresas em dificuldades financeiras que se utilizam da securitização para se recuperarem, considerando que, comumente, os direitos creditórios cedidos apresentam uma classificação de risco mais elevada que a da própria originadora.

Como se poderá verificar no decorrer deste trabalho, diversos são os motivos que explicam o sucesso da securitização, tais como, a total transparência das operações realizadas no âmbito do veículo de propósito específico, bem como dos elementos que formam o seu patrimônio, a possibilidade técnica de se avaliar, adequadamente, os direitos creditórios negociado e a existência de mecanismos de cobrança dos créditos cedidos cada vez mais sofisticados, dando segurança à operacionalidade da transação.

1.4 Disciplina Legal

O artigo 192 da Constituição Federal, com redação dada pela Emenda Constitucional n° 40, de 29 de maio de 2003, trata da matéria relacionada ao mercado financeiro e de capitais, estabelecendo que

“o sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram”.

Entretanto, não encontramos em nosso ordenamento jurídico norma complementar tratando do sistema financeiro nacional. Conforme aponta Roberto Quiroga Mosquera (1998, p. 260)¹⁹, tendo em vista que o Congresso Nacional ainda não cumpriu a determinação

¹⁹*Ibidem.*

constitucional, devem ser consideradas como leis complementares as leis vigentes no antigo sistema que materialmente disponham sobre matérias relacionadas ao mercado financeiro e de capitais. Trata-se da aplicação do princípio da recepção de normas quando da mudança de um determinado ordenamento jurídico constitucional.

No caso do sistema financeiro, temos a Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências (“Lei 4.595/64”), a Lei 4.728, de 14 de julho de 1965 (“Lei 4.728/65”), que estabelecia que o Banco Central era competente para regular todo o mercado de capitais, e a Lei 6.385, de 07 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o Mercado de Valores Mobiliários e cria a CVM (“Lei 6.385/1976”), e reservou à CVM a regulação do mercado de capitais no que se refere a valores mobiliários.

Em níveis inferiores à Constituição Federal e às leis complementares, a disciplina legal aplicável à securitização no Brasil é composta por leis ordinárias, pelas resoluções do Conselho Monetário Nacional (“CMN”), pelas circulares emitidas pelo Banco Central do Brasil (“Banco Central”) e pelas instruções da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), citadas no decorrer deste trabalho.

2. ESTRUTURA JURÍDICA

A estrutura jurídica da securitização compreende a constituição de um veículo de propósito específico, para o qual serão cedidos os ativos da empresa originadora dos mesmos para, então, este veículo emitir valores mobiliários lastreados nestes ativos, conforme descrito neste Capítulo.

2.1 Veículo de Propósito Específico

2.1.1 *Trust*

Nos países de tradição anglo-saxônica, a operação de securitização foi inspirada na figura do *trust*.

Oscar Barreto Filho (1956, p. 66) descreve o *trust* “como uma relação jurídica na qual uma pessoa, denominada *settlor* (o fiduciante), separa do próprio patrimônio uma coisa e transfere sua propriedade a outrem, nomeado *trustee* (o fiduciário), para que este, por sua vez, a guarde e administre em benefício ou para uso de terceiro, chamado beneficiário ou *cestui que trust*.”²⁰

O funcionamento do *trust* implica a transferência de propriedade ou titularidade sobre um bem corpóreo, móvel ou imóvel, ou incorpóreo, como os direitos, ao *trustee*, a quem

²⁰BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento (“Investment Trust”)*. São Paulo: Max Limonad, 1956, p. 66.

incumbe exercer os direitos adquiridos em benefício das pessoas designadas expressamente no instrumento criador do *trust*, ou indicadas pela lei ou jurisprudência na falta de tal instrumento, chamadas de beneficiárias. (SALOMÃO NETO, 1996, p. 20)²¹

Note-se que o *trustee* não é tão somente administrador dos bens, mas efetivo proprietário, com poderes de disposição sobre eles. Todavia, tal poder é limitado ao dever de administrar o bem em proveito do beneficiário.

O *trust* pressupõe, portanto, a co-existência de duas propriedades sobre o mesmo bem. De um lado, o *trustee* tem a *legal property* do bem, e, de outro, tem o beneficiário do *trust* a *equitable property* do bem.

Os aspectos fundamentais do *trust* são, portanto, os seguintes: 1) existência de uma obrigação que pode ter sido convencionada expressamente ou que pode decorrer da lei; 2) a restrição do poder jurídico que o *trustee* tem sobre os bens do *trust*; 3) a separação entre o controle dos bens e a integridade do direito do beneficiário sobre os mesmos, na medida em que o *trustee* pode ser uma das pessoas que gozem do direito de beneficiário; 4) a legitimação de qualquer dos beneficiários para exigir o cumprimento da obrigação. (CHALHUB, 2000, p. 29)²²

Relevante se faz mencionar que uma das principais conseqüências do *trust* consiste na segregação de patrimônio viabilizada por este mecanismo. O patrimônio do instituidor do

²¹SALOMÃO NETO, Eduardo. *O trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996, p. 20.

²²*Ibidem*.

trust não se confunde com o patrimônio do *trustee*, de forma que, em caso de insolvência do *trustee*, os bens do *trust* não integrarão a massa concursal.

Ademais, essa segregação patrimonial confere aos beneficiários do *trust* maior segurança e proteção no exercício de seus direitos, já que os bens se encontram fora do alcance dos credores do *settler*, bem como se tornam inalienáveis.

A securitização nos países anglo-saxões se dá, portanto, mediante a utilização do *trust*, figurando o *settler* como a sociedade originadora, o *trust* como o veículo de propósito específico e os beneficiários como os investidores adquirentes dos títulos e valores mobiliários emitidos pelo *trust*.

O *trust* pressupõe a dicotomia do direito de propriedade, já que duas pessoas passam a ter a propriedade de um mesmo bem. Tal característica é peculiar do direito anglo-saxão, não sendo acolhida pela legislação pátria.

Portanto, essa peculiaridade impossibilita a recepção do *trust* no direito brasileiro, sendo necessária a adequação de seus mecanismos às figuras jurídicas permitidas em nosso sistema legislativo.

Daí porque a configuração de um instituto que possa exercer as mesmas funções do *trust* passa por uma construção doutrinária e legislativa assentada na possibilidade de separação de patrimônio e na conseqüente criação do patrimônio de afetação, por um veículo

de propósito específico que, conforme adiante explicitado, poderá ser uma sociedade de propósito específico ou um fundo de investimento.

2.1.2 Sociedade de Propósito Específico

A sociedade de propósito específico (SPE) que viabiliza a securitização não consiste em um novo tipo societário, sendo certo que sua denominação reflete apenas e tão somente o objetivo de sua constituição, qual seja, a realização de um negócio específico.

A forma societária adotada para a SPE pode ser, em geral, qualquer uma admitida em nosso direito. Cumpre observar, todavia, que, como se verá mais adiante, para determinadas espécies de securitização, como a securitização de créditos imobiliários e financeiros, a legislação específica exige a adoção da sociedade por ações.

Conforme Fábio Ulhoa Coelho (2003, v. 2, p. 63)

“a sociedade anônima, também referida pela expressão ‘companhia’, é a sociedade empresária com capital social dividido em ações, espécie de valor mobiliário, na qual os sócios, chamados *acionistas*, respondem pelas obrigações sociais até o limite do preço de emissão das ações que possuem.”²³

De qualquer forma, a sociedade por ações tem sido o tipo societário mais utilizado nas securitizações, em virtude tanto da possibilidade de emitir títulos e valores mobiliários ao público em geral, como em virtude de estabelecer a responsabilidade limitada dos sócios.

A esse respeito, observa Rubens Requião (1998, p. 6) que

²³*Ibidem.*

“a sociedade anônima, com efeito, tornou-se eficaz instrumento do capitalismo precisamente porque permite à poupança particular participar dos grandes empreendimentos, sem que o investidor, modesto ou poderoso, se vincule à responsabilidade além da soma investida, e pela possibilidade de a qualquer momento, sem dar conta de seu ato a ninguém, negociar livremente os títulos, obtendo novamente a liquidez monetária desejada. Graças a tão simples mecanismo, a poupança privada pôde ingressar comodamente no mundo dos negócios, tornando-se a sociedade anônima o instrumento popular do capitalismo, fundamental para o seu predomínio, sem o qual não se poderia conceber sua expansão.”²⁴

A constituição da SPE na forma de sociedade por ações é disciplinada pela Lei 6.404 de 15 de dezembro 1976 (“Lei 6.404/76”), que estabelece as regras aplicáveis a todas as sociedades anônimas. Os acionistas da SPE serão pessoas físicas ou jurídicas, ligadas ou não ao originador.

Somente quando a securitização ocorrer pela emissão de ações é que os investidores serão os acionistas da SPE. Neste caso, os investidores não serão credores da SPE, mas sim seus acionistas, o que viabiliza um maior controle, por partes dos investidores, das atividades desenvolvidas pela SPE.

O objeto social da SPE compreenderá, exclusivamente, a aquisição dos créditos que servirão de lastro para a emissão dos valores mobiliários, evitando assim o endividamento da sociedade em virtude de sua participação em outros negócios e proporcionado maior segurança aos investidores adquirentes dos títulos emitidos pela SPE.

As SPEs nascem para prestar um serviço a sua controladora, para cumprir uma simples etapa de um projeto, ou até mesmo para desenvolver um projeto da controladora, como afirma

²⁴REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v. 2, 21 ed.. São Paulo: Saraiva, 1998, p. 6.

Edwaldo Tavares Borba (2001, p. 495)²⁵. Normalmente, cumprido esse projeto, seu destino é a liquidação.

2.1.3 Fundos de Investimento

Um outro veículo utilizado para viabilizar a securitização são os fundos de investimento imobiliário e os fundos de investimento em direitos creditórios, regulados pela CVM.

Conforme aponta Chalhub (2000, p. 326)²⁶, os fundos de investimento abriram a perspectiva para assimilação, no ordenamento jurídico brasileiro, de elementos essenciais do *trust*, relativos à administração de patrimônio em benefício de investidores.

Enquanto na SPE a administração pode ser exercida por qualquer pessoa física nomeada pelo Conselho de Administração ou, em caso de sua inexistência, pela Assembléia Geral de Acionistas, nos fundos de investimento a administração deve ser exercida por instituições financeiras ou instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

Existem diversas diferenças entre os dois veículos, a serem demonstradas no decorrer deste trabalho.

²⁵BORBA, Edwaldo Tavares. *Direito societário*, v. 6. Rio de Janeiro: Renovar, 2001, p. 495.

²⁶*Ibidem*.

Diversamente das SPEs, que são pessoas jurídicas de direito privado, dotadas de personalidade jurídica, os fundos de investimento consistem em uma comunhão de recursos de investidores qualificados²⁷ ou não, com natureza jurídica de condomínio.

Criticando a natureza jurídica do fundo de investimento acima referida, afirma Ricardo de Santos Freitas (1999, p. 238):

“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 co-propriedade, 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 quorum qualificado de cotistas reunidos em assembléia, de realizar operação de fusão, cisão ou incorporação em outra entidade equivalente.”²⁸

O fundo de investimento em direitos creditórios, assim como o fundo de investimento imobiliário, possui número de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas do Ministério da Fazenda somente para fins tributários.

Tanto o Regulamento do fundo de investimento imobiliário como o do fundo de investimento em direitos creditórios devem ser assinados por seu administrador, na figura de seu representante legal, e levado a registro no Cartório de Títulos e Documentos.

²⁷De acordo com o artigo 109 da IN 409, de 18/08/2004, são considerados investidores qualificados: I – instituições financeiras; II – companhias securitizadoras e sociedades de capitalização; III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar ; IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito a sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e VI – administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

²⁸FREITAS, 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.

Após a constituição do fundo, o correspondente registro na CVM e o recebimento da primeira aplicação de recursos, o Regulamento somente poderá ser alterado por decisão tomada pelos cotistas em assembléia devidamente convocada, nos termos da regulamentação em vigor.

No entanto, em decorrência de normas legais, regulamentares ou de determinação da CVM, o regulamento poderá ser alterado independentemente de assembléia geral, observado, entretanto, que no prazo de 30 (trinta) dias deve ser divulgado aos cotistas as deliberações tomadas.

Diante do acima exposto e, conforme descrito no Capítulo 4 *infra*, poder-se-á notar que os fundos de investimento em direitos creditórios, assim como os fundos de investimento imobiliário, apresentam normas bem mais específicas e detalhadas em relação à securitização, quando comparados às SPEs.

Ainda, os fundos de investimento em direitos creditórios são destinados unicamente à captação de recursos junto a investidores qualificados, enquanto que nos fundos de investimento imobiliário e na SPE não há restrições quanto à qualificação do investidor.

Diante das diferenças existentes entre a SPE e os fundos de investimento, a escolha por um veículo ou por outro deverá ser feita caso a caso, levando-se em conta as especificidades de cada uma das operações de securitização.

2.2 Cessão de Crédito

A cessão de crédito tem papel fundamental na securitização, considerando que é por ela que será segregado o ativo que servirá de lastro para a emissão dos valores mobiliários.

Ou seja, é neste negócio jurídico em que se baseia a segurança dos investidores adquirentes dos valores mobiliários emitidos pelo veículo de propósito específico, já que a cessão efetiva dos créditos garantirá a separação dos ativos cedidos em relação ao patrimônio do originador, bem como delimitará os ativos que responderão pelo pagamento de tais valores mobiliários.

2.2.1 Noções Gerais

A transmissão das obrigações representa uma sucessão e pode dar-se por ato entre vivos ou por morte. Considerando o objeto do presente trabalho, bem como o fato de a segunda hipótese estar disciplinada no direito das sucessões, tratar-se-á, a seguir, da análise da transmissão de obrigações entre vivos.

Nas palavras de Miguel Maria de Serpa Lopes (2001, p. 422), “suceder é colocar-se outrem no lugar do sujeito do direito, quer ativa, quer passivamente, de modo que tal direito deixa de permanecer no patrimônio de um (antecessor ou antecedente) e passa a ingressar no do outro (sucessor ou cessionário)”²⁹.

²⁹LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil – Obrigações em geral*, v. 2, 6 ed., Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A., 2001, p. 422.

Cumpra observar que, em virtude do vínculo caracterizado como estritamente pessoal entre o credor e o devedor no direito antigo, era inadmissível falar-se, então, em transmissão das obrigações. De acordo com Serpa Lopes (2001, p. 423), estudos recentes vieram demonstrar que essa intransmissibilidade se fazia sentir mesmo em relação ao herdeiro, situação que, quanto a este, só se modificou quando passou a ser considerado como ocupante da mesma posição jurídica do *de cuius*.³⁰

O mecanismo da cessão de crédito foi admitido pelo direito romano por uma sistemática bem diversa daquela que encontramos hoje em nosso direito.

Caio Mário da Silva Pereira (2004, pp. 361-362) indica que “não sendo possível transferir a título particular o direito de crédito em si, outorgava o credor, àquele a quem pretendia cedê-lo poderes de mandatário, e, fazendo-o seu procurador, com a cláusula *in rem suam*, habilitava-o a exercer direito de credor e guardar para si, como *dominus litis*, as vantagens e quantias recebidas.”³¹

Como aponta Mário Júlio de Almeida Costa (1979, p. 719), “decorreu, entretanto, uma larga evolução jurídica e as exigências da vida econômica e do tráfico mercantil transformaram-se radicalmente. O crédito foi sendo considerado, cada vez mais, um elemento activo do patrimônio do credor, susceptível de transmissão como qualquer outro, a título gratuito ou oneroso.”³²

³⁰*Ibidem*.

³¹PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil – Teoria das obrigações*, v. II, 20 ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2004, pp. 361-362.

³²COSTA, Mário Júlio de Almeida. *Direito das obrigações*, 7 ed.. Coimbra: Livraria Almedina, 1979, p. 719.

Karl Larenz (1958, p. 457) afirma que o patrimônio de uma pessoa é, do ponto de vista jurídico, um conjunto de todos os direitos passíveis de valoração pecuniária, sendo a maior parte dos objetos patrimoniais e também os créditos objeto de tráfico jurídico.³³

Ainda, de acordo com o aludido autor (1958, p. 458), o titular pode dispor com eficácia jurídica de seus direitos particulares (direitos de propriedade, crédito, etc.) que formam a totalidade de seu patrimônio. O poder de disposição é parte integrante normal de todo o direito patrimonial que sempre corresponde ao titular do direito, salvo se excepcionalmente privado por um preceito legal ou por disposição judicial.³⁴

Com efeito, o crédito integra o patrimônio do credor e possui um valor, da mesma forma que ocorre com os bens materiais, móveis ou imóveis. O valor do crédito em sua cessão sofrerá um deságio, considerando-se, no caso da securitização, que haverá uma antecipação dos recursos pela empresa originadora.

Vejamos a seguir alguns conceitos de cessão de crédito na doutrina estrangeira e na pátria.

Para Karl Larenz (1958, p. 446), “Cesión de créditos – Supone la transmisión de la posición de acreedor um tercero: por tanto, modifcica la legitimación para recibir su contenido, pero no modifica este: es la enajenación a um tercero del derecho de crédito como tal.”³⁵

³³LARENZ, Karl. *Derecho de obligaciones*. Tradução de Jaime Santos Briz. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1958, p. 457.

³⁴*Ibidem*.

³⁵*Ibidem*.

Já para Mário Julio de Almeida Costa (1979, 721),

“verifica-se a cessão de um crédito quando o credor, mediante negócio jurídico, designadamente de natureza contratual, transmite a terceiro o seu direito. Consiste, portanto, esta figura na substituição do credor originário por outra pessoa, mantendo-se inalterados os restantes elementos da relação obrigacional. Sublinhe-se que não se produz a substituição da obrigação antiga por uma nova, mas uma simples modificação subjectiva que consiste na transferência daquela pelo lado activo.”³⁶

Antunes Varela (1978, p. 308) afirma que “a cessão de crédito consiste, precisamente, em contrato pelo qual o credor de determinada prestação transmite a terceiro, independentemente do consentimento do devedor, a totalidade ou uma parte de seu crédito.”³⁷

Por fim, Caio Mário (2004, p. 364) define a cessão de crédito como o “negócio jurídico em virtude do qual o credor transfere a outrem a sua qualidade creditória, com todos os acessórios e garantias, salvo disposição em contrário.”³⁸

No que diz respeito à natureza jurídica da cessão de crédito, Pontes de Miranda (1958, p. 269) afirma que é um negócio jurídico abstrato:

“É válida e eficaz a cessão, ainda que a causa não exista, seja ilícita, ou não se realize. Se houve cessão, sem causa, e o cessionário se enriqueceu injustificadamente, pode o cedente pedir a repetição: o crédito volta; mas, enquanto não passa em julgado a sentença, o crédito pertence ao cessionário. A cessão de crédito é negócio jurídico abstrato. Porque a cessão é abstrata, em si, não pode ser nula por ilicitude de objeto. Se o negócio jurídico subjacente é nulo, cabe a repetição.”³⁹

³⁶*Ibidem.*

³⁷VARELA, Antunes. *Direito das obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 1978, p. 308.

³⁸*Ibidem.*

³⁹MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado – Parte especial*, t. XXIII, Rio de Janeiro: Editor BORSOI, 1958, p. 269.

Para Serpa Lopes (2001, p.424), a cessão de crédito é um negócio jurídico não criador de obrigações, senão de transmissão. Por essa transmissão o credor originário é substituído pelo adquirente do crédito, enquanto este permanece objetivamente inalterado, como inalterada, subjetivamente, a posição do devedor como tal.⁴⁰

Não há, entretanto, que se confundir cessão de crédito com cessão de contrato, como bem ressalta Washington de Barros Monteiro (1990-1995, p. 343):

“a cessão de contrato compreende indiscriminada transferência de todos os direitos e obrigações. Implica esta a transferência de toda a relação jurídica, no seu complexo orgânico; a cessão, ao inverso, restringe-se exclusivamente à transferência de determinados direitos, passando o cessionário a ostentar, perante o devedor, a mesma posição jurídica do titular primitivo.”⁴¹

Também não se confundem cessão de crédito e novação, já que a última se caracteriza pela extinção da obrigação anterior e pela criação de uma nova, diversamente do que ocorre na cessão de crédito, onde ocorre apenas uma alteração subjetiva, permanecendo a mesma obrigação.

Já o pagamento por sub-rogação se diferencia da cessão de crédito na medida em que o sub-rogante não se responsabiliza pela existência do crédito e o sub-rogado somente pode exercer os direitos e ações do credor até a soma que tiver desembolsado para liberar o devedor. Na cessão, o cedente assume responsabilidade pela existência do crédito e o cessionário pode exercer os direitos e ações em sua totalidade.

⁴⁰*Ibidem.*

⁴¹MONTEIRO, Washington de Barros, *Curso de direito civil – Direito das obrigações*, Parte 1, v. 4. São Paulo: Saraiva, 1990-1995, p. 343.

O endosso se diferencia da cessão em diversos pontos, dentre os quais: (i) a notificação da cessão de crédito é condição de sua oponibilidade a terceiros, ao passo em que o endosso age em relação a terceiros, independente de qualquer outra forma de publicidade; (ii) enquanto o devedor pode opor ao cessionário e ao cedente as exceções que lhe competirem no momento em que tiver ciência da cessão, nenhuma oponibilidade assiste ao devedor em face do endossatário, salvo aquelas exceções literais e não literais consagradas, expressa e restritamente, pela lei cambial; (iii) o cedente responde pela existência do direito incorporado no título ao tempo em que lhe cedeu, porém não pela solvência do devedor, ao passo em que a responsabilidade regressiva é intrínseca ao endosso, sem necessidade de uma disposição expressa no título; (iv) tanto a cessão como o endosso podem operar-se mediante tradição do título, mas enquanto a cessão sem tradição produz, nada obstante, efeitos entre as partes, no endosso, por ser a cambial de natureza real, os seus efeitos dependem da posse do título; e (v) enquanto é vedado o endosso parcial, é admitida a cessão parcial. (LOPES, 2001, pp. 427-428)⁴²

2.2.2 Requisitos

Considerando que a cessão de crédito é um negócio jurídico, será necessário que apresente os requisitos exigidos pelo artigo 104 da Lei 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Novo Código Civil (“NCC”), a saber: capacidade das partes, objeto lícito, possível, determinado ou determinável, e forma prescrita ou não defesa em lei.

⁴²*Ibidem.*

O cedente, além de ter capacidade, deve ter o poder de disposição sobre o crédito, ou seja, deve ser o seu titular. Quanto ao objeto, serão verificados a seguir quais são aqueles passíveis de cessão e, mais adiante, a forma pela qual o negócio deve ser efetuado.

Em regra, todos os créditos são passíveis de cessão, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor, conforme dispõe o artigo 286 do NCC:

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

Os créditos que, por sua natureza, não podem ser cedidos, são aqueles como o direito de alimentos e as obrigações personalíssimas. Há casos em que, por razões de ordem pública, a própria lei veda a cessão de crédito, como no caso de salários e indenizações decorrentes de acidentes de trabalho.

Como aponta Antunes Varela (1978, pp. 312-313),

“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.”⁴³

Ainda, não é passível de cessão os créditos em que haja convenção entre credor e devedor sobre a sua incedibilidade, consagrando-se assim o conceito de livre disponibilidade do crédito e autonomia da vontade.

⁴³*Ibidem.*

Almeida Costa (1979, p.723) afirma, entretanto, que “um pacto desta natureza não tem valor absoluto, visto que somente será oponível ao cessionário desde que ele conheça a sua existência ao tempo da cessão.”⁴⁴

Seguindo esta orientação, o NCC inovou em relação ao Código Civil de 1916, como aponta Renan Lotufo (2003, p. 140), em razão do prestígio conferido ao princípio da boa-fé, ao acrescer à primeira parte do artigo que a cláusula proibitiva da cessão só produz efeitos contra terceiros cessionários de boa-fé se expressamente constar do instrumento negocial originário da obrigação.⁴⁵

Havendo cessão em desacordo com as regras de incredibilidade previstas no artigo 286 do NCC, a cessão será inválida entre as partes e, em relação a terceiros de boa-fé, a proibição não terá eficácia se não constar do próprio instrumento da obrigação. Note-se que a nulidade da cessão feita em desacordo com o pacto de incredibilidade pode ser invocada tanto pelo devedor quanto pelos credores do cedente.

No que se refere à forma da cessão de crédito, cumpre observar que a lei não exige que a cessão de crédito seja feita por escrito para que tenha validade entre as partes, mas sim para que seja oponível perante terceiros, exceto nos casos de cessão de crédito determinada por lei ou por decisão judicial⁴⁶.

⁴⁴*Ibidem.*

⁴⁵LOTUFO, Renan. *Código Civil comentado – Obrigações - Parte geral (arts. 233 a 420)*, v. 2. São Paulo: Saraiva, 2003, p. 140.

⁴⁶Artigo 288 do NCC: “É ineficaz, em relação a terceiros, a transmissão de um crédito, se não celebrar-se mediante instrumento publico, ou instrumento particular revestido das solenidades do Parágrafo Primeiro do art. 654.”

A ausência dos efeitos do negócio jurídico perante terceiros em nada afeta os efeitos existentes entre as partes, neste último caso, independentemente da forma pela qual o negócio foi constituído.

Sem prejuízo do supra exposto, Renan Lotufo (2003, p. 289) entende que: “O que se extrai na necessária análise sistemática é que a cessão, em princípio, independe de forma, mas, quando se está diante de um Código que se pauta pela socialidade, não se pode olvidar que os negócios, e particularmente os contratos, produzem efeitos com relação a terceiros e devem ter função social. Portanto, para que a cessão possa produzir tais efeitos, faz-se necessário que terceiros possam vir a conhecê-la.”⁴⁷

Orlando Gomes (1996, p. 453) entende que, conquanto não seja contrato formal, a cessão de crédito não vale em relação a terceiros, caso não se celebre mediante instrumento público ou particular revestido das exigências legais⁴⁸.

Ainda, no que tange à formalidade da cessão de crédito, lembra Clovis Bevilacqua (1954, p. 258) que há créditos que se transferem de um modo especial: as letras de câmbio e os títulos à ordem, por endosso; os títulos ao portador, por simples tradição; as ações nominativas das sociedades anônimas se transferem por termo lavrado no livro de registro de ações da companhia emissora⁴⁹.

⁴⁷*Ibidem.*

⁴⁸GOMES, Orlando. *Obrigações*. Atualizador Humberto Theodoro Júnior, 11 ed.. Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 453.

⁴⁹BEVILÁQUA, Clóvis. *Direito das obrigações*. 8 ed. revista e atualizada por Achilles Bevilacqua. Rio de Janeiro: Ed. Paulo de Azevedo Ltda., 1954, p. 258.

Por fim, nos contratos em que a escritura pública seja substância do ato, a cessão também deverá ser efetuada por escritura pública. Assim, de acordo com o artigo 289 do NCC, o cessionário do crédito hipotecário tem o direito de fazer averbar a cessão no registro de imóvel.

2.2.3 Espécies

A cessão de crédito será parcial, quando o cedente mantiver-se na relação obrigacional e ceder apenas parte do seu crédito ao cessionário, ou quando ceder, em várias partes, seu crédito a diversos cessionários.

Apesar de o NCC nada dispor a respeito da cessão parcial, ela é admitida pela doutrina, tendo em vista a importância de o credor poder dispor de seus créditos de forma parcial, não obstante os incômodos que venham a gerar para o devedor, que terá que empenhar maiores esforços para efetuar o pagamento a mais de um credor.

A cessão de crédito pode ser ainda convencional, legal ou judicial. Será convencional quando resultar de um contrato celebrado entre cedente e cessionário, por livre vontade das partes, podendo ocorrer a título oneroso ou gratuito.

A cessão onerosa equipara-se à compra e venda, com a diferença em que esta última tem por objeto a transmissão de uma coisa e a cessão de crédito tem por objeto créditos ou direitos de natureza econômica. Já a cessão a título gratuito equipara-se à doação.

A cessão de crédito legal é aquela que resulta de lei, como no caso de cessão de acessórios em decorrência da cessão do principal, tal como dispõe o artigo 287 do NCC:

“Art. 287 – Salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios.”

Já a cessão judicial é aquela decorrente de uma decisão judicial, como, por exemplo, no caso de partilha de bens.

2.2.4 Efeitos

Tendo em vista que a cessão de crédito gera efeitos para as próprias partes (cedente e cessionário) e para terceiros, faz-se relevante analisar os efeitos deste negócio jurídico, tanto para as partes contratantes como para aquelas que não participam diretamente da relação contratual.

Como bem aponta Antunes Varela (1978, p.322), o principal efeito da cessão é a transmissão do direito à prestação para o cessionário. Com a cessão, o cessionário não adquire apenas o poder formal de exigir a prestação. Ele adquire o direito à prestação, neste aspecto se distinguindo, substancialmente, a posição do cessionário da do mandatário ou procurador do credor. É o cessionário que adquire direito aos danos moratórios, se o devedor incorrer em mora, bem como aos danos por inadimplência, se não houver cumprimento definitivo⁵⁰.

⁵⁰*Ibidem.*

Se a prestação devida for oriunda de um negócio bilateral ou sinalagmático, e a obrigação não tiver sido cumprida, o crédito transfere-se para o cessionário, apesar de a obrigação continuar sendo de responsabilidade do cedente.

O cessionário terá os mesmos direitos que o cedente tinha, podendo inclusive exercer os atos conservatórios do direito cedido, independentemente do conhecimento da cessão pelo devedor, de acordo com o artigo 293 do NCC. Tal artigo não encontrava precedente no Código Civil de 1916 e evidencia o que já era de direito do cessionário.

Maria Helena Diniz (2003, p. 429) afirma que, "como a cessão não atinge a substância da obrigação transmitida, se esta era a termo ou condicional, o cessionário deverá aguardar o vencimento do prazo e sujeitar-se aos efeitos do implemento da condição suspensiva ou resolutive"⁵¹.

O cessionário assume ainda perante o cedente, na cessão a título oneroso, uma obrigação de garantia pela existência do crédito, conforme estabelece o artigo 295 do NCC:

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

A responsabilidade pela existência do crédito não se limita à existência do crédito contra o devedor. Abrange a titularidade do crédito na pessoa do cedente (e não de terceiro), a qualidade de crédito civil (e não apenas de crédito natural, entregue ao cumprimento espontâneo do devedor) e ainda a isenção de vícios do crédito. Portanto, garantir a existência

⁵¹DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro – Teoria Geral das Obrigações*, v. 2, 18 ed., São Paulo: Saraiva, 2003, p. 429.

do crédito significa, por conseguinte, assegurar a titularidade e a validade ou consistência do direito cedido⁵². Se assim não fosse, o cedente estaria se enriquecendo ilicitamente às custas do cessionário, já que estaria recebendo valor por crédito inexistente.

O cedente fica obrigado a entregar ao cessionário os documentos e outros meios probatórios do crédito que se encontrem na sua posse, salvo se existir um interesse legítimo justificativo de sua respectiva conservação.

Ademais, o cedente não responde somente pelo crédito em si, mas também pelos seus acessórios, como penhor, fiança e hipoteca.

A responsabilidade pela existência do crédito somente deixaria de existir no caso de o cessionário ter ciência dos riscos e perigos do crédito, conforme aponta Washington de Barros Monteiro (1990-1995, p. 349)⁵³.

Serpa Lopes (2001, p. 432) entende que a obrigação de garantia pode ser afastada pelas partes:

"assim como na compra e venda, essa obrigação de garantia é natural, isto é, decorre da própria natureza do contrato, suscetível, porém, de vir afastada por disposição expressa em contrário, do mesmo modo, na cessão de crédito, a garantia pela existência do crédito resulta da natureza do contrato, de modo que ela se faz sentir, mesmo quando o contrato não lhe haja referido expressamente, e só é afastada, quando as partes expressamente o convencionarem."⁵⁴

⁵²*Idem.*

⁵³*Ibidem.*

⁵⁴*Ibidem.*

O referido autor resume ainda as hipóteses em que haverá responsabilidade do cedente pela existência do crédito:

- a) quando o crédito por ele cedido já não existe no momento da cessão;
- b) quando o cedente não é seu legítimo titular;
- c) quando o crédito contém vício de modo a torná-lo suscetível de anulação ou de nulidade;
- d) quando sobre ele pender direito impeditivo de sua transferência plena.⁵⁵

Relevante mencionar que a responsabilidade pela existência do crédito é bem diversa daquela pela solvência do devedor, pela qual o cedente não responde, salvo estipulação em contrário, conforme artigo 296 do NCC:

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

Renan Lotufo (2003, p. 159) indica que "o que importa, dentro da visão da boa-fé que deve reger os negócios jurídicos, é que no momento da cessão inexistia dúvida quanto à solvência do devedor. A insolvência posterior à cessão tanto poderá ocorrer para o credor original como para o cessionário, pois é um risco do negócio."⁵⁶

A responsabilidade pela solvência do devedor é, entretanto, limitada pela lei:

"Art. 297 - O cedente, responsável ao cessionário pela solvência do devedor, não responde por mais do que daquele recebeu, com os respectivos juros; mas tem de ressarcir-lhe as despesas da cessão e as que o cessionário houver feito com a cobrança."

⁵⁵*Idem.*

⁵⁶*Ibidem.*

Fica claro que responder pela solvência do devedor não é afiançar a dívida dele, nem garantir apenas a solvência dele no momento da cessão. Conforme Antunes Varela (1978, p. 332),

"o artigo 1.075 descreve em termos minuciosos, o conteúdo preciso da responsabilidade pela solvência do devedor, que tem uma natureza mais indenizatória do que satisfatória. Não se garante ao cessionário a prestação a que ele tinha direito ou o respectivo equivalente. Garante-se apenas a indenização do seu interesse contratual negativo, no caso de o devedor vir a ser declarado insolvente."⁵⁷

Portanto, a figura do cedente que se responsabiliza pela solvência do devedor não se confunde com a figura do fiador, tampouco com a do devedor solidário, que são responsáveis pelo pagamento integral da dívida.

Com relação aos efeitos da cessão de crédito perante terceiros, cabe preliminarmente identificar tais terceiros.

A doutrina é controversa com relação ao conceito de "terceiros" constante no artigo 288 do NCC. Orlando Gomes (1996, p. 207) entende que o devedor não está incluído neste conceito: "Esses terceiros, a que se refere a lei, são as pessoas estranhas à cessão, não incluindo, porém, o devedor, que também não é parte. Se, com efeito o devedor estivesse compreendido nesta referência, toda cessão deveria ter, necessariamente, forma escrita."⁵⁸

Na mesma linha encontramos também Carvalho de Mendonça (1956, p. 117) que afirma se considerarem terceiros aqueles que não intervieram no contrato e que, tendo

⁵⁷*Ibidem.*

⁵⁸GOMES, Orlando. *Obrigações*. Atualizado por Humberto Theodoro Júnior, 11 ed., Rio de Janeiro: Forense, 1996, p. 207.

adquirido direitos anteriores à notificação, correriam o risco de vê-los preteridos, se a cessão produzisse, em relação a eles, todos os efeitos desde o dia em que ficasse concluída. Em tal posição acham-se os credores do cedente, os quais, antes da notificação, podem penhorar o crédito nas mãos do cedido⁵⁹.

Já Caio Mario (2004, p. 369) entende que terceiro é todo aquele que não é parte na relação jurídica, incluindo o devedor. No caso da cessão, considera-se tal, para efeitos legais, quem não participou do *negotium iuris* da cessão: assim é terceiro o devedor do crédito transferido, qualquer outro cessionário, o credor pignoratício que recebeu em caução o crédito cedido, como qualquer credor quirografário do cedente⁶⁰.

Para os fins do presente trabalho, será considerado terceiro todo aquele que está fora da relação negocial, aí incluído o devedor.

O artigo 290 do NCC estabelece dois momentos diferentes na especificação dos efeitos da cessão perante o devedor, um anterior à sua notificação, e outro posterior:

"Art. 290 - A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita."

O artigo correspondente no Código de 1916 falava em "validade" e não em "eficácia" da cessão. De fato, o atual código apenas corrigiu a expressão anteriormente utilizada de

⁵⁹MENDONÇA, Manuel Inácio Carvalho de. Doutrina e Prática das Obrigações, Tomo II, 4 ed.. Aumentada e atualizada pelo juiz José de Aguiar Dias. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1956, p. 117.

⁶⁰*Ibidem*.

forma incorreta, já que a cessão de crédito é celebrada pelo cedente e cessionário, dependendo, portanto, a validade do negócio do comportamento dessas duas partes.

Quando analisa a função do devedor na cessão de crédito, Almeida Costa (1979, p. 725) afirma que este desempenha um papel puramente passivo, na medida em que não se exige o seu consentimento, sendo terceiro quanto ao acordo de cessão⁶¹.

Assim, o devedor não é parte da cessão, e sim o terceiro que sofrerá seus efeitos após ter sido notificado ou ter se declarado ciente da cessão. Para o devedor, enquanto a cessão não lhe tiver sido comunicada, é como se não tivesse ocorrido.

Segundo Pontes de Miranda (1958, p. 306), a notificação é ato jurídico *strictu sensu*⁶². Pode se dar por qualquer meio pelo qual o devedor tome ciência da cessão, como por comunicação direta, por cartório de títulos e documentos ou por via judicial. Não há prazo fixo para que ocorra. Qualquer das partes do negócio, cedente ou cessionário, poderá notificar o devedor. Se a dívida for solidária, todos os devedores devem ser notificados.

O efeito da notificação consiste justamente em fazer com que o devedor tome conhecimento que o crédito foi cedido e que, portanto, a partir de então está vinculado ao cessionário. Veja-se o que o dispõe o artigo 292 do NCC a respeito da matéria:

"Art. 292 - Fica desobrigado o devedor que, antes de ter conhecimento da cessão, paga ao credor primitivo, ou que, no caso de mais de uma cessão notificada, paga ao cessionário que lhe apresenta, com o título de cessão, o

⁶¹*Ibidem.*

⁶²*Ibidem.*

da obrigação cedida; quando o crédito constar de escritura pública, prevalecerá a prioridade da notificação."

O devedor que paga ao credor primitivo antes do recebimento da notificação se libera da obrigação, devendo o cessionário reclamar junto ao cedente o pagamento do valor decorrente do crédito cedido. Se o cedente não repassar o valor ao cessionário, estará caracterizado o enriquecimento sem causa.

Como a securitização muitas vezes envolve uma pluralidade de devedores, uma forma que tem sido utilizada para evitar a notificação de todos eles, tem sido a delegação, por parte do cessionário ao cedente, das funções de agente arrecadador dos créditos cedidos, de forma que o pagamento possa ser efetuado pelo devedor diretamente ao credor originário.

No caso de pluralidade de cessões, prevista na segunda parte do artigo 292, deverá o devedor pagar àquele que lhe apresentar o título da cessão, tal como estabelece o artigo 291 do NCC⁶³.

Para Renan Lotufo (2003, p. 150), este artigo prevê hipótese que contraria a tônica do princípio da boa-fé, já que o que se tem é a pluralidade de cessões por parte do mesmo cedente, o que evidencia comportamento contrário à boa-fé, já que não se trata de cessões parciais, mas de cessões integrais, daí a necessidade de uma regra para que haja prevalência de uma sobre as outras, pois contrárias⁶⁴.

⁶³Art. 291 - Ocorrendo várias cessões do mesmo crédito, prevalece a que se completar com a tradição do título do crédito cedido.

⁶⁴*Ibidem*.

Com efeito, uma vez concluída a primeira cessão, procedeu-se à alienação do crédito e, portanto, tal bem saiu do patrimônio do cedente, de forma que ele não pode mais dispor do mesmo.

Assim, conforme Caio Mario (2004, p. 377), qualquer que seja o cessionário não satisfeito, pouco importando a ordem cronológica em que se coloque a sua aquisição do direito transferido, tem ação contra o cedente para ressarcir-se do prejuízo sofrido, indenização que deve ser ampla, capaz de cobrir as perdas e danos que a conduta injurídica do cedente lhe impôs⁶⁵.

Vejamos agora a questão da oposição de exceções ao cessionário, conforme o artigo 294 do NCC:

"Art. 294 - O devedor pode opor ao cessionário as exceções que lhe competirem, bem como as que, no momento em que veio a ter conhecimento da cessão, tinha contra o cedente."

Com relação ao artigo supra transcrito, Sílvio de Salvo Venosa (2004, p. 346) exemplifica afirmando que, se o devedor podia alegar erro ou dolo contra o cedente, poderá fazê-lo contra o cessionário. Isso porque o crédito se transfere com as mesmas características, caso contrário estaria aberto um grande caminho para a fraude⁶⁶.

⁶⁵*Ibidem.*

⁶⁶VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. 4 ed.. São Paulo: Atlas, 2004, p. 346.

Como a lei não fixa um prazo específico para o devedor opor as exceções, mas tão somente fala "no momento em que veio a ter conhecimento da cessão", o juiz deve, em cada caso, analisar os fatos e verificar a adequação do tempo da oposição das exceções.

Para Maria Helena Diniz (2003, p. 430), as defesas que o devedor tem contra o cedente no instante da notificação, e não as que surgirem posteriormente a ela, podem ser opostas ao credor primitivo e ao cessionário. Já as exceções pessoais poderão, a qualquer tempo, ser opostas ao cessionário⁶⁷.

Pontes de Miranda (1958, p.296) afirma que "não importa qual a objeção ou exceção de que se trata: por exemplo, *exceptio doli*, exceção *non adimpleti contractus* ou *non rite adimpleti contractus*, objeção de pagamento; nem qual o direito formativo extintivo, ou modificativo, ou a pretensão extintiva ou modificativa."⁶⁸

Assim, o referido autor afirma, ainda, que na cessão de crédito oriunda de contrato bilateral, se a contraprestação ainda não foi feita, tem o devedor a exceção *non adimpleti contractus* contra o cessionário. Porém, não a ação por inadimplemento da contraprestação, pois o que se transferiu foi o crédito e não a dívida.

Também no caso de não ter havido adimplemento satisfatório por parte do cedente, o devedor tem a exceção *non rite adimpleti contractus*, se o cumprimento foi posterior à cessão.

⁶⁷*Ibidem.*

⁶⁸*Ibidem.*

O Código de 1916 excluía a oponibilidade ao cessionário de boa-fé a simulação do cedente. O NCC não tratou da questão, já que deixou de tratar da simulação como defeito do negócio jurídico, incluindo-a, em seu artigo 167, entre os casos de nulidade.

Por fim, no que se refere aos efeitos da penhora sobre o crédito cedido, cumpre observar o disposto no inovador artigo 298 do NCC:

"Art. 298 - O crédito, uma vez penhorado, não pode mais ser transferido pelo credor que tiver conhecimento da penhora; mas o devedor que o pagar, não tendo notificação dela, fica exonerado, subsistindo somente contra o credor os direitos de terceiro."

Ora, a penhora é um ato de constrição patrimonial determinado pelo juízo no processo de execução que afeta a disponibilidade patrimonial, de sorte que sua violação é um atentado à autoridade judiciária. Somente após a intimação da penhora é que o cedido fica obrigado a fazer os pagamentos conforme a ordem judicial. Antes disso está obrigado na forma do contrato original, sendo válidos os pagamentos feitos em obediência a ele.

Conforme aponta Xavier Borges (1999, p. 129), em função da possibilidade de contaminação por obrigações da empresa originadora dos recebíveis, a segregação do risco de crédito pode ser qualificada como efetiva, relativa ou tênue⁶⁹.

No que se refere ao conceito de segregação de risco no contexto da cessão de crédito, há segregação efetiva quando o produto já foi entregue, ou o serviço já foi executado, de forma que o contrato de compra e venda ou o contrato de prestação de serviços não pode mais ser desfeito, a não ser por falta de pagamento. Ou seja, neste caso o risco de inadimplemento

⁶⁹*Ibidem.*

existe em função do comprador dos produtos ou do contratante dos serviços, existindo, portanto, uma efetiva segregação do risco da originadora dos créditos.

Por outro lado, na segregação relativa, a relação jurídica de compra e venda ou de prestação de serviços já existe, bem como a obrigação de pagar, mas o produto ainda não foi entregue ou a prestação do serviço ainda não foi efetuada. Neste caso há, portanto, a responsabilidade de entrega por parte do vendedor, bem como a obrigação de o contratante efetuar o pagamento.

Por último, na segregação tênue, a relação jurídica não existe ou pode ser cancelada sem qualquer ônus para as partes a qualquer tempo.

2.2.5 *True Sale*

No direito norte-americano, tem-se como um dos principais pilares da securitização o conceito de *true sale*: “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 recourse.”⁷⁰

Em termos práticos, toda securitização requer a venda real de ativos, pela qual tais ativos são retirados do Balanço Patrimonial do originador, de forma que, se o originador entrar em processo de falência, os referidos ativos não serão incorporados à massa falida.

⁷⁰R&R Consulting. “The legal foundations of structured finance”. In: PRACTICAL TECHNIQUES FOR ASSET SECURITIZATION. Nova Iorque, 2006.

Um outro ponto relevante no que diz respeito a *true sale* consiste na fixação do preço da venda dos ativos, que deve refletir o seu preço de mercado. Entretanto, como muitas vezes determinados ativos podem ser mais difíceis de se precificar, deve-se solicitar uma opinião de uma empresa de auditoria independente para se certificar do valor justo da venda evitando, assim, um eventual questionamento no futuro sobre fraude contra credores.

Relevante ainda mencionar que os ativos ou recebíveis objeto da *true sale* devem existir no momento da cessão. Caso não existam, mas haja a expectativa de que no futuro venham a existir, é mais difícil caracterizar tal cessão como *true sale*.

No caso dos EUA, quem vai determinar se houve ou não uma *true sale* é o juiz da falência, contendo tal decisão um relevante componente de subjetividade, ao passo em que, no Brasil, embora exista o questionamento com referência a uma cessão de crédito, a desconsideração deste negócio jurídico ocorrerá somente nos casos previstos em lei.

2.3 Emissão de Valores Mobiliários

Considerando que a securitização se dá, dentre as suas várias etapas de implementação, mediante a emissão, pelo veículo de propósito específico, de valores mobiliários, faz-se relevante estudar o conceito de valor mobiliário.

Considerando que os títulos de créditos encontram-se intimamente ligados aos valores mobiliários, teceremos preliminarmente algumas considerações relevantes acerca de tais títulos.

2.3.1 Títulos de Créditos

Conforme lembra Uinie Caminha (2005, p. 85), os títulos de crédito vieram suprir a necessidade econômica de segurança e rapidez na transmissão de créditos, com sua objetivação, delimitação e incorporação em um instrumento que pode circular, submetido às regras relativas à circulação das coisas móveis, e carrega o conteúdo perfeitamente especificado no direito nele incorporado⁷¹.

Não há como se falar em título de crédito sem mencionar a definição de Cesare Vivante (1922, p. 12):

“Título de crédito é o documento necessário para o exercício do direito literal e autônomo, nele mencionado.”⁷²

O NCC incorporou esta definição e, de acordo com o seu artigo 887, o título de crédito é o documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, produzindo efeitos apenas quando contém todos os requisitos previstos em lei.

Como o presente trabalho não tem por objetivo a longa discussão doutrinária acerca da conceituação do título de crédito e da sua relação com o valor mobiliário, não se pretende, de forma alguma, exaurir aqui a questão, de maneira que vamos nos ater somente a apresentar algumas noções sobre a matéria, relevantes para os fins deste estudo.

⁷¹*Ibidem.*

⁷²VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*, 5 ed., v. 3. Milão: Francesco Vizardii, 1922, p.12.

Ensina Fabio Ulhoa Coelho (2003, p. 373 e ss.) sobre a matéria que

“do regime disciplinador dos títulos de crédito, podem-se extrair três princípios: cartularidade, literalidade e autonomia das obrigações cambiais. (...) Pelo princípio da cartularidade, o credor do título de crédito deve provar que se encontra na posse do documento para exercer o direito nele mencionado”.

No que diz respeito à literalidade, é aquele princípio “segundo o qual somente produzem efeito jurídico-cambiais os atos lançados no próprio título de crédito”.

Já pelo princípio da autonomia das obrigações cambiais, “os vícios que comprometem a validade de uma relação jurídica, documentada em títulos de crédito, não se estendem às demais relações abrangidas no mesmo documento.”⁷³

Outro princípio também característico dos títulos de crédito é a abstração, segundo o qual os direitos decorrentes do título são abstratos, não dependentes do negócio que deu lugar ao nascimento do título. A abstração se relaciona principalmente com o negócio original, básico, subjacente, dele se desvinculando o título no momento em que é posto em circulação (MARTINS, 1998, pp. 9-10).⁷⁴

São justamente essas características do título de crédito que os dotam da segurança jurídica necessária para que sejam utilizados como instrumentos hábeis para promover a circulação de riquezas de forma eficaz.

Como se pode ver, apesar de não visarem a captação de recursos, mas sim a circulação de valores, estão embutidas nos títulos de créditos características básicas do mercado de capitais, no que diz respeito à mobilização de títulos.

⁷³*Ibidem.*

⁷⁴MARTINS, Fran. *Títulos de crédito, letra de câmbio e nota promissória*, v. I, 13 ed.. Rio de Janeiro: Forense, 1998, pp. 9-10.

Peter Walter Ashton (2004, p. 172) faz a seguinte distinção de entre os valores mobiliários e os títulos de crédito:

“se para os títulos e valores mobiliários, a nosso ver, a característica principal é a sua função de servirem como instrumento para a captação da poupança, encaminhando-a pelo e através do mercado de capitais e das suas instituições financeiras ao mercado financeiro, onde estes recursos, assim captados, serão empregados, principalmente, para gerar novos negócios (...); já para os títulos de crédito a função principal é veicular com segurança o CRÉDITO, oriundo de alguma relação jurídica fundamental, gerado numa relação jurídica fundamental.”⁷⁵

João Luiz Coelho da Rocha e Marcelle Fonseca Lima (2000, p. 139) exemplificam a distinção entre título de crédito e valor mobiliário quando tratam da diferença da emissão de uma nota promissória e uma debênture por uma mesma empresa:

“A diferença está em que a nota promissória é cártula restrita à rota comum das relações de troca, enquanto a debênture é título que o devedor principal (emitente) coloca junto ao grande público investidor, convidando qualquer um a se tornar credor daquele documento. Sempre que a procura do crédito sair do âmbito comum das relações bilaterais e se expandir para o mercado aberto, para a oferta pública, estaremos em um terreno da Economia que demanda um regramento especial da ordem jurídica. A poupança popular, o mercado aberto de capitais, são considerados de forma especial pela ordem jurídica, a qual estabelece regras muito nítidas de proteção dos investidores e da credibilidade do mercado.”⁷⁶

Cumpre observar que alguns títulos de crédito podem se transformar em valores mobiliários quando distribuídos publicamente, como é o caso das notas promissórias comerciais ou *commercial papers*.

⁷⁵ASHTON, Peter Walter. “Títulos de crédito e valores mobiliários – Uma análise diferenciadora”. In: Direito & Justiça, Revista da Faculdade de Direito da PUCRS, v. 29, Ano XXVI, 2004, Porto Alegre, p. 172.

⁷⁶ROCHA, João Luiz Coelho; LIMA, Marcelle Fonseca. “Os valores mobiliários como títulos de crédito”. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, n.119. São Paulo: Malheiros, 2000, p. 139.

Bulgarelli (1980, p. 111) afirma que, não obstante os valores mobiliários não se confundam com os títulos de créditos, os primeiros são títulos de massa, títulos negociáveis e títulos societários. Assim, participam e devem se integrar à teoria geral dos títulos de crédito, não só para se manter a unidade conceitual e sistemática, mas porque impregnados, se não de todos, ao menos de vários requisitos característicos dos títulos de crédito⁷⁷.

Mesmo tendo-se ciência de que os valores mobiliários possuem características em comum com os títulos de crédito, os valores mobiliários apresentam especificidades próprias, tais como serem destinados à distribuição ao público, que fazem deles instituto diverso, com regulamentação própria, conforme se verá a seguir.

2.3.2 Valores Mobiliários

Tendo em vista que o mercado de capitais constitui meio pelo qual empresas captam a poupança popular, conseqüentemente intervindo na economia popular e na política econômica do Governo Federal, nada mais normal que o legislador constituinte tivesse se preocupado com a matéria.

Com efeito, no artigo 192 da Constituição Federal encontramos que o sistema financeiro nacional deve ser estruturado de forma a: a) promover o desenvolvimento equilibrado do País e b) servir aos interesses da coletividade.

⁷⁷BULGARELLI, Waldirio. “Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 37. São Paulo: RT, 1980, p. 111.

Ora, como vimos, o mercado de capitais cumpre o papel de captar poupança àqueles que dela necessitam. De acordo com Quiroga (1998, p. 29), quanto ao princípio de servir aos interesses da coletividade,

“este decorre de sua própria razão de existência e dos próprios valores contidos nos dispositivos constitucionais acima transcritos. Ora, o mercado deve servir como instrumento que viabilize a efetivação de tais valores. O fim traduz o desenvolvimento do País e os serviços prestados à coletividade como um todo, o meio é representado pelo mercado de capitais e financeiro”⁷⁸.

A primeira vez em que o legislador brasileiro tratou do controle das operações realizadas no mercado de capitais foi por ocasião da edição da Lei nº 4.728/65, sem, contudo, ter trazido um conceito para valor mobiliário.

Apesar de a referida lei fazer menção por diversas vezes a “valores mobiliários”, não se preocupou em conceituá-los, talvez porque o mercado fosse ainda incipiente e houvesse apenas um pequeno número de valores mobiliários ofertados então.

Entretanto, a reforma do mercado de capitais resultou na criação da Comissão de Valores Mobiliários, como órgão regulador autônomo deste mercado, nos termos da Lei nº 6.385/76. De acordo a divisão de competências estabelecida pela regulamentação então em vigor, ficou determinado que somente os valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas e ofertados ao público seriam fiscalizados pela CVM.

Por sua vez, o Banco Central permaneceria responsável pela regulamentação e fiscalização dos valores mobiliários ofertados ao mercado e que não fossem emitidos por sociedades por ações.

⁷⁸*Ibidem.*

Consoante Luiz Gastão Paes de Barros Leães (1974, pp. 41-60) “essa legislação reguladora do mercado de capitais inspirou-se grandemente na legislação norte-americana, constituindo ao que se saiba o primeiro esforço de adaptação de um complexo de instituições e normas jurídicas oriundas de um país de *common law* no contexto de um país tributário da tradição continental européia.”⁷⁹

A Lei nº 6.385/76 definiu valor mobiliário de forma exemplificada, relacionando os ativos considerados valores mobiliários, ao invés de apontar as características que deveriam nortear o conceito de tais valores, conforme se verifica em seu artigo 2º, infra transcrito:

“Art. 2 – São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I – as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;
II – os certificados de depósitos de valores mobiliários;
III – outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Parágrafo único – Excluem-se do regime desta Lei:
I – os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;
II – os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.”

Ou seja, a sistemática brasileira, constante na Lei nº 6.385/76, optou inicialmente por listar alguns valores mobiliários emitidos por sociedade anônima, deixando a capacidade para aumentar o elenco por parte do Conselho Monetário Nacional.

Tal solução, como aponta Ary Oswaldo Mattos Filho (1985, p. 33), apenas adiou o problema, na medida em que não definiu o que seria valor mobiliário, para efeito de

⁷⁹LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “O conceito de *security* no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 14. São Paulo, 1974, pp. 41-60.

normatização e fiscalização do Banco Central do Brasil, e não deu qualquer parâmetro para jungir ao Conselho Monetário Nacional na criação de algo que realmente seja valor mobiliário.⁸⁰

Foi justamente em virtude da inexistência de características para se definir valor mobiliário, que Ary Oswaldo Mattos Filho (1985, pp. 41-49)⁸¹ especificou os seguintes elementos que devia conter o valor mobiliário, elementos esses que estariam presentes mais tarde na Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2.001 (“Lei 10.303/01”) conforme se verificará adiante:

- (a) contribuição em dinheiro, bens ou serviços para determinado empreendimento;
- (b) tal empreendimento deve ser gerido por terceiro, com alguma ou nenhuma participação do investidor;
- (c) o investidor que adquire o título tem expectativa de lucro;
- (d) há possibilidade de perda econômica;
- (e) ausência do controle do investidor sobre o empreendimento, aparecendo aí o papel regulador do Estado, que oferece a proteção do registro prévio, do fornecimento de informações detalhadas, da fiscalização das contas e dos atos;
- (f) a relação oriunda do investimento de risco não necessita que o título seja emitido para que o direito se manifeste.

Finaliza o autor (1985, p. 49) concluindo que “para efeito de mercado de capitais, valor mobiliário é o investimento oferecido ao público, sobre o qual o investidor não tem

⁸⁰MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. “O conceito de valor mobiliário”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 59. São Paulo, 1985, p. 33.

⁸¹*Ibidem*.

controle direto, cuja aplicação é feita em dinheiro, bens ou serviço, na expectativa de lucro, não sendo necessária a emissão do título para a materialização da relação obrigacional.”⁸²

Na mesma linha se encontra o entendimento de Leães (1974, p. 57), na medida em que afirma que o conceito de títulos e valores mobiliários utilizado pelo legislador para traduzir a realidade econômica análoga, pode sofrer uma leitura generosa, tal como a interpretação desenvolvida nos EUA em torno do termo “*security*”, cuja definição apresentou como sendo:

- (a) todo investimento em dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação monetária;
- (b) realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos;
- (c) de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento;
- (d) em que ele, o investidor, não tem ingerência direta;
- (e) mas do qual espera obter algum ganho ou benefício futuro.⁸³

Nelson Eizerik (1995, p. 61), no mesmo sentido, afirmou que os valores mobiliários constituem títulos ou documentos que instrumentalizam investimentos de risco, aptos a circularem em série, ou seja, passíveis de negociação em massa⁸⁴.

Há, porém, determinados papéis que também podem ser negociados em série, como são os títulos da dívida pública, que não são considerados valores mobiliários e não integram o mercado de capitais, mas sim o mercado monetário.

⁸²*Idem.*

⁸³*Ibidem.*

⁸⁴EIZIRIK, Nelson. “A urgente reforma da lei 6.385/76”. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 98, 1995, p. 61.

Por outro lado, existem instrumentos que não refletem investimentos de risco, como é o caso das debêntures, mas que são tidos como valores mobiliários. O critério distintivo básico é, portanto, legal; são valores mobiliários aqueles papéis ou documentos, passíveis de negociação em massa, representativos de investimento ou de crédito, que a lei considera como valores mobiliários e submete, em consequência, a uma disciplina especial e à regulamentação da CVM.

No período compreendido entre 1980 e 1995, foram promulgadas leis e regulamentações que ampliaram o conceito de valor mobiliário trazido na Lei nº 6.385/76, quais sejam:

- a) Instrução Normativa 14, de 17 de outubro de 1980: Esta Instrução ampliou o conceito de valor mobiliário, uma vez que incluiu opções em bolsa, de acordo com seu artigo 1º: “O mercado de opções compreende as operações relativas à negociação, em pregão, de quaisquer dos direitos outorgados aos titulares de opções de compra de ações e opções de venda de ações.”

- b) Decreto-Lei nº 2.286/86: Este Decreto-Lei trouxe ao conceito de valores mobiliários os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários, consoante seu artigo 3º: “Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385/76, os índices representativos de carteira de ações e as opções de compra e venda de valores mobiliários.”

- c) Resolução nº 1.723/90 do CMN: De acordo com o artigo 1º desta Resolução, a nota promissória (*commercial paper*) emitida pelas sociedades por ações destinada à oferta pública passou a ser considerada valor mobiliário: “Considerar como valor mobiliário, para os efeitos da Lei nº 6.385, de 07.12.76, a nota promissória emitida por sociedade por ações, destinada à oferta pública”.
- d) Resolução nº 1.907/92 do CMN: Os direitos de subscrição de valores mobiliários, os recibos de subscrição de valores mobiliários, as opções de valores mobiliários e os certificados de depósito de ações foram incluídos no rol de valores mobiliários, de acordo com o artigo 1º desta Resolução: “Considerar como valores mobiliários, para os efeitos do inciso III do art. 2º da Lei nº 6.385, de 07.12.76, os seguintes títulos: I – direitos de subscrição de valores mobiliários; II – recibos de subscrição de valores mobiliários; III – opções de valores mobiliários; IV – certificados de depósitos de ações.”
- e) Instrução Normativa nº 193, de 23 de julho de 1992: De acordo com esta Instrução, as opções de debêntures passaram a ser consideradas valores mobiliários, nos termos de seu artigo 1º e parágrafo único: “Art. 1 - Autorizar a inclusão de debêntures conversíveis em ações como ativo referencial para negociação no mercado de opções. Parágrafo Único – Somente serão admitidas como objeto de negociação no mercado de que se trata, debêntures conversíveis em ações, de emissão de empresas registradas em Bolsas de Valores e cujas ações tenham elevado grau de liquidez no mercado à vista.”

f) Lei nº 8.668/93: As quotas de fundos de investimento imobiliário passaram a ser consideradas valores mobiliários de acordo com o artigo 3º desta Lei: “As quotas de fundos de investimento imobiliário constituem valores mobiliários sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, admitida a emissão sob a forma escritural.”

g) Lei nº 8.685/93, Decreto nº 974/93, Instrução Normativa 208, de 07 de fevereiro de 1994 e Instrução Normativa 240, de 17 de novembro de 1995: estes normativos regularam a inclusão, no conceito de valor mobiliário, dos certificados de investimentos que caracterizam quotas representativas de direitos de comercialização de obras e projetos específicos da área audiovisual cinematográfica brasileira de produção independente, bem como os de exibição, distribuição e infra-estrutura técnica.

Finalmente, a MP nº 1.637/98, convertida posteriormente na MP 2.110/2001 e, por fim, na Lei 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, trouxe ao conceito de valor mobiliário a figura do contrato de investimento, cuja origem é norte-americana e cujas características foram discutidas acima, por ocasião da análise das características do *security*.

De acordo com o artigo 1º da MP nº 1.637/98, “constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de

participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Essa Medida Provisória, posteriormente convertida em Lei, teve por objetivo coibir abusos e irregularidades cometidos em contratos de parceria para engorda de boi oferecidos por empresas que, por essa forma, tinham acesso à poupança popular sem a necessária fiscalização do Estado.

Vejamos finalmente o dispõe o *caput* do artigo 2º da Lei nº 6.385/76, com redação dada pela 10.303/01:

“Art. 2 – São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:
I – as ações, debêntures e bônus de subscrição;
II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso I;
III – os certificados de depósitos de valores mobiliários;
IV – as cédulas de debêntures;
V – as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;
VI – as notas comerciais;
VII – os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;
VIII – outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes;
IX – quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.”

Ou seja, a Lei nº 10.303/01 veio consolidar o conceito de valor mobiliário anteriormente a 2001, trazendo como novidade, além do contrato de investimento já previsto na MP nº 1.637/98, os derivativos.

Segundo Daniel Goldberg, (2003, p. 75), “com a Reforma da Lei das S.A. (...) de restrito demais o conceito de valor mobiliário passou a ser amplo, passando a incluir todo e qualquer contrato de investimento coletivo, se ofertados ao público, e também os chamados derivativos.”⁸⁵

Modesto Carvalhosa e Nelson Eizerik (2002, p. 476) definem derivativo como os instrumentos financeiros cujo valor é derivado, resultante de outro instrumento ou ativo financeiro, como taxa de juro, índice de um mercado, contrato de opções etc..⁸⁶

Tendo em vista as considerações supra, podemos afirmar que até a edição da MP nº 1.637/98, vigorava no direito brasileiro um sistema de “lista” no que se refere à conceituação de valores mobiliários. Ou seja, o Conselho Monetário Nacional detinha o poder para determinar o que seria valor mobiliário e, portanto, qual seria a extensão da competência da CVM.

Com a edição da Lei nº 10.303/2001, e, portanto, o advento de uma definição estipulativa, a definição de valor mobiliário passa a ser o resultado da aplicação da definição contida na lei ao caso concreto.

⁸⁵GOLDBERG, Daniel Krepel. “A lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos nos rol dos valores mobiliários” in *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 129. São Paulo: Malheiros, 2003, p. 75

⁸⁶CARVALHOSA, Modesto; EIZERIK, Nelson. *A nova lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2002, p. 476.

3. OUTRAS PARTES ENVOLVIDAS

Além dos participantes principais na estrutura da securitização, quais sejam, o veículo de propósito específico, a sociedade cedente e a originadora dos ativos, existem também outros colaboradores presentes nesta estrutura, que têm o papel de mitigar os riscos nela envolvidos.

Não obstante a securitização demande, dependendo de sua complexidade, outros participantes, o presente trabalho abordará apenas os colaboradores de maior relevância, a saber, os estruturadores, as agências de classificação de risco e os auditores independentes, cujas atribuições serão apresentadas a seguir.

3.1 Estruturador

O estruturador da operação de securitização tem por objetivo compatibilizar os interesses do originador e dos investidores, sendo responsável pelo desenvolvimento de sua estrutura, sendo certo que uma estruturação cuidadosa visará a mais perfeita segregação dos riscos das partes envolvidas.

Normalmente, o estruturador costuma ser um banco de investimento que prestará, principalmente, os seguintes serviços ao originador, que variam de acordo com as especificidades de cada securitização: (i) a assessoria financeira para a estruturação, implementação da emissão, colocação e a obtenção do registro de oferta pública dos valores

mobiliários junto à CVM; (ii) distribuição dos valores mobiliários, nos termos da Instrução Normativa 400, de 29 de dezembro de 2003 (“IN 400/03”), com ou sem garantia firme de colocação; (iii) modelagem financeira da securitização (receitas a serem direcionadas ao VPE, fluxo de pagamentos aos investidores, custos iniciais e recorrentes da estruturação); (iv) contratação dos demais agentes participantes do processo a serem indicados pelo estruturador, com anuência do originador, dentre os quais, advogados, agência de classificação de risco e empresa de auditoria independente; (v) definição da estrutura jurídica da securitização; (vi) definição da estratégia de colocação dos valores mobiliários; (vii) preparação de material informativo para investidores; (viii) pesquisa preliminar de interesse dos investidores; (ix) identificação dos investidores; (x) participação em auditoria; (xi) liquidação financeira dos valores mobiliários; e (xii) acompanhamento de todo o processo até o encerramento.

O serviço citado no item (ii) acima é o de *underwriting*, e, segundo Nelson Eizirik (1987, p. 67), a função econômica essencial do *underwriter*, ou seja, da instituição financeira que compra os valores mobiliários, é de servir como um elemento de aproximação entre a empresa que emite publicamente os valores mobiliários e o público investidor. Nessa linha, ressalta a sua atuação como empresa especializada, apta a assessorar a companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários⁸⁷.

A capacidade do estruturador em administrar as várias etapas da securitização, bem como em obedecer à ordem lógica do respectivo projeto, evita desperdício e duplicação de trabalho, bem como ajuda a reduzir os custos da operação.

⁸⁷EIZERIK, Nelson. “Aspectos jurídicos do *underwriting*”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 66. São Paulo, 1987, p. 67.

3.2 Agente Fiduciário

A Lei das Sociedades Anônimas, em seu artigo 66 e seguintes, bem como a Instrução Normativa 28, de 23 de novembro de 1983 (“IN 28/1983”), alterada pela Instrução Normativa 123, de 12 de junho de 1990 da CVM (“IN 123/1990”), regulam as atividades do agente fiduciário.

O agente fiduciário representa, nos termos da Lei das Sociedades Anônimas, e da escritura de emissão de debêntures, a comunhão dos debenturistas perante a companhia emissora.

Considerando a relevância do papel do agente fiduciário, sobre quem é depositada a confiança dos investidores, somente podem ser nomeados agentes fiduciários as pessoas naturais que satisfaçam aos requisitos para o exercício de cargo em órgão de administração da companhia e as instituições financeiras que, especialmente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, tenham por objeto a administração ou a custódia de bens de terceiros.

De acordo com o artigo 7º da IN 28/1983, alterado pela IN 123/1990, somente podem ser nomeados agentes fiduciários: (I) pessoas naturais que satisfaçam os requisitos para o exercício do cargo em órgão de administração de companhia; (II) instituições financeiras que, tendo por objeto social a administração ou a custódia de bens de terceiros, hajam sido previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil a exercer funções de agente fiduciário.

Cumprе ressaltar que o Parágrafo Terceiro do artigo 66 da Lei das Sociedades Anônimas, bem como o artigo 10 da IN 28/1983, elencam algumas situações de conflito nas quais não é possível se tornar um agente fiduciário.

Assim, não podem ser agentes fiduciários, por exemplo, a pessoa que já exerça a função em outra emissão da mesma companhia, a instituição financeira coligada à companhia emissora ou à entidade que subscreva a emissão para distribuí-la no mercado, e qualquer sociedade por elas controlada, bem como o credor, por qualquer título, da sociedade emissora, ou sociedade por ele controlada.

Não obstante a presença do agente fiduciário seja necessária somente nas securitizações em que ocorra a emissão pública de debêntures e de certificados de recebíveis imobiliários vinculados a crédito sob regime fiduciário, na prática a sua atuação tem extrapolado esses limites.

De acordo com o Parágrafo Primeiro do artigo 68 da Lei das Sociedades Anônimas, são deveres do agente fiduciário:

- a) proteger os direitos e interesses dos debenturistas, empregando no exercício da função o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração de seus próprios bens;
- b) elaborar relatório e colocá-lo anualmente a disposição dos debenturistas, dentro de 4 (quatro) meses do encerramento do exercício social da companhia,

informando os fatos relevantes ocorridos durante o exercício, relativos à execução das obrigações assumidas pela companhia, aos bens garantidores das debêntures e à constituição e aplicação do fundo de amortização, se houver, do relatório constará, ainda, declaração do agente sobre sua aptidão para continuar no exercício da função;

- c) notificar os debenturistas, no prazo máximo de 60 (sessenta) dias, de qualquer inadimplemento, pela companhia, de obrigações assumidas na escritura da emissão.

O agente fiduciário pode usar de qualquer ação para proteger direitos ou defender interesses dos debenturistas, sendo-lhe especialmente facultado, no caso de inadimplemento da companhia:

- a) declarar, observadas as condições da escritura de emissão, antecipadamente vencidas as debêntures e cobrar o seu principal e acessórios;
- b) executar garantias reais, receber o produto da cobrança e aplicá-lo no pagamento, integral ou proporcional, dos debenturistas;
- c) requerer a falência da companhia emissora, se não existirem garantias reais;

- d) representar os debenturistas em processos de falência, concordata, intervenção ou liquidação extrajudicial da companhia emissora, salvo deliberação em contrário da assembleia dos debenturistas;
- e) tomar qualquer providência necessária para que os debenturistas realizem os seus créditos.

Considerando, portanto, que o agente fiduciário é extremamente importante para dar maior segurança aos investidores na securitização, a Lei das Sociedades Anônimas estabeleceu, em seu artigo 68, Parágrafo Quarto, que o agente fiduciário responde perante os debenturistas pelos prejuízos que lhes causar por culpa ou dolo no exercício das suas funções.

3.3 Auditor Independente

Conforme afirma Natália Chaves (2006, p. 189)⁸⁸, a principal função do auditor independente é certificar-se da conformidade e fidedignidade dos procedimentos contábeis adotados por uma entidade em relação às regras em vigor, mediante a revisão e auditoria completa de suas demonstrações contábeis.

O auditor independente desempenha um papel de suma relevância na securitização, já que, por seus relatórios, permite aos investidores verificarem a veracidade das informações prestadas pela entidade emissora.

⁸⁸CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial – Securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006, p. 189.

A figura do auditor independente é imprescindível na securitização em que há emissão de valores mobiliários por companhias abertas e a participação de fundos de investimentos em direitos creditórios, de acordo com a Instrução Normativa 356, de 17 de dezembro de 2001 (“IN 356/2001”).

O artigo 177, Parágrafo Terceiro, da Lei 6.404/76, estabelece que:

“As demonstrações financeiras das companhias abertas observarão, ainda, as normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários, e serão obrigatoriamente auditadas por auditores independentes registrados na mesma comissão.”

No mesmo sentido, o artigo 44 da IN 356/2001 prevê que “As demonstrações financeiras anuais do fundo estarão sujeitas às normas contábeis expedidas pela CVM e serão auditadas por auditor independente registrado na CVM.”

A Instrução Normativa 308, de 14 de maio de 1999, dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários e define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes.

De acordo com o artigo 20 da referida Instrução, o auditor independente, seja pessoa física ou jurídica, pelos seus sócios e integrantes do quadro técnico, deverão observar as normas emanadas da CVM, do Conselho Federal de Contabilidade - CFC e os pronunciamentos técnicos do Instituto Brasileiro de Contadores - IBRACON, no que se refere à conduta profissional, ao exercício da atividade e à emissão de pareceres e relatórios de auditoria.

É vedado ao auditor independente e às pessoas físicas e jurídicas a ele ligadas, conforme definido nas normas de independência do CFC, em relação às entidades cujo serviço de auditoria contábil esteja a seu cargo:

- (a) adquirir ou manter títulos ou valores mobiliários de emissão da entidade, suas controladas, controladoras ou integrantes de um mesmo grupo econômico; ou
- (b) prestar serviços de consultoria que possam caracterizar a perda da sua objetividade e independência.

No exercício de suas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários, o auditor independente, além de verificar a adequação dos procedimentos contábeis da emissora dos valores mobiliários às disposições legais e regulamentares, deverá, adicionalmente:

I - verificar: (a) se as demonstrações contábeis e o parecer de auditoria foram divulgados nos jornais em que seja obrigatória a sua publicação e se estes correspondem às demonstrações contábeis auditadas e ao relatório ou parecer originalmente emitido; (b) se as informações e análises contábeis e financeiras apresentadas no relatório da administração da entidade estão em consonância com as demonstrações contábeis auditadas; (c) se as destinações do resultado da entidade estão de acordo com as disposições da lei societária, com o seu estatuto social e com as normas emanadas da CVM; e (d) o eventual descumprimento das disposições legais e regulamentares aplicáveis às atividades da entidade auditada e/ou relativas à sua condição de entidade integrante do mercado de valores mobiliários, que

tenham, ou possam vir a ter reflexos relevantes nas demonstrações contábeis ou nas operações da entidade auditada;

II - elaborar e encaminhar à administração e, quando solicitado, ao Conselho Fiscal, relatório circunstanciado que contenha suas observações a respeito de deficiências ou ineficácia dos controles internos e dos procedimentos contábeis da entidade auditada;

III - conservar em boa guarda pelo prazo mínimo de cinco anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM em caso de Inquérito Administrativo, toda a documentação, correspondência, papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas funções;

IV - indicar com clareza, e em quanto, as contas ou subgrupos de contas do ativo, passivo, resultado e patrimônio líquido que estão afetados pela adoção de procedimentos contábeis conflitantes com os Princípios Fundamentais de Contabilidade, bem como os efeitos no dividendo obrigatório e no lucro ou prejuízo por ação, conforme o caso, sempre que emitir relatório de revisão especial de demonstrações trimestrais ou parecer adverso ou com ressalva;

V - dar acesso à fiscalização da CVM e fornecer ou permitir a reprodução dos documentos referidos no item III, que tenham servido de base à emissão do relatório de revisão especial de demonstrações trimestrais ou do parecer de auditoria; e

VI - possibilitar, no caso de substituição por outro auditor, resguardados os aspectos de sigilo e mediante prévia concordância da entidade auditada, o acesso do novo auditor contratado aos documentos e informações que serviram de base para a emissão dos relatórios de revisões especiais de demonstrações trimestrais e pareceres de auditoria dos exercícios anteriores.

Por outro lado, a entidade, ao contratar os serviços de auditoria independente, deve fornecer para o auditor todos os elementos e condições necessários ao perfeito desempenho de suas funções, sendo certo que a responsabilidade dos administradores das entidades auditadas pelas informações contidas nas demonstrações contábeis, ou nas declarações fornecidas, não elide a responsabilidade do auditor independente no tocante ao seu relatório de revisão especial de demonstrações trimestrais ou ao seu parecer de auditoria, nem o desobriga da adoção dos procedimentos de auditoria requeridos nas circunstâncias.

3.4 Agência de Classificação de Risco

Não obstante as agências de classificação de risco atuem no País há mais de dez anos, não existe qualquer norma, seja do Conselho Monetário Nacional, seja da CVM, regulando as atividades de tais agências, estabelecendo requisitos relacionados à sua competência, capacidade, habilitação e metodologia no exercício da atividade.⁸⁹

⁸⁹CASTRO, Paulo Rabello de. “Regulação das agências de rating”. Disponível em: <<http://www.srrating.com.br>>. Acesso em 09 de abril de 2007.

Portanto, torna-se uma agência de classificação de risco no Brasil a pessoa jurídica que tiver em seu objeto social tal atividade e que seja contratada por uma sociedade emissora de valores mobiliários.

Cumprido observar, outrossim, que as agências de *rating*, em que pese não serem reguladas no Brasil, são reconhecidas em nosso ordenamento jurídico. Com efeito, a Resolução CMN 2.829, de 30 de março de 2001, que tinha por objeto aprovar o regulamento estabelecendo as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada, e que foi revogada pela Resolução CMN 3.121, de 25 de setembro de 2003, fez a primeira referência à agência classificadora de risco em funcionamento no País, quando tratou da carteira de ativos dessas entidades.

Já a IN 356/2001, em seu artigo 3º, inciso III, estabelece que cada classe ou série de cotas de emissão dos fundos de investimento em direitos creditórios destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País.

As agências de classificação de risco, ou agências de *rating*, como são denominadas nos países anglo-saxões, têm por objetivo analisar basicamente quatro elementos da estrutura da securitização, quais sejam: a qualidade de crédito dos recebíveis, o cedente, o fluxo de caixa da operação e sua estrutura financeira, bem como sua estrutura jurídica. (BLUM; DiANGELO, 1996, p. 271)⁹⁰

⁹⁰*Ibidem.*

A avaliação das características e da qualidade do crédito a ser cedido é essencial para o entendimento da operação e, dependendo do tipo de ativo objeto da cessão, a análise a ser procedida pela agência de classificação de risco irá variar.

Outrossim, o analista deve levar em conta também o histórico de perdas do cedente, que é refletido numa análise estatística, bem como o fluxo de caixa e a estrutura financeira da operação.

Por fim, considerando que o emissor dos valores mobiliários deve ser uma entidade independente do cedente dos recebíveis, o analista deve levar em consideração a estrutura legal montada para refletir tal segregação.

Com base na análise dos elementos *supra* mencionados, a agência irá fornecer uma nota para emissão dos valores mobiliários do veículo de propósito específico.

Independentemente do país onde forem originados os ativos que dão lastro à emissão dos valores mobiliários, os princípios de classificação de risco das agências não se alteram.

Obviamente, os critérios variam para refletir as diferenças entre as práticas e condições de mercado, bem como as limitações legais e regulatórias, porém a aplicação de uma mesma base de princípios dentro do processo de classificação de risco garante aos investidores uma medida de risco de crédito precisa, consistente e comparável para entender e classificar títulos de qualquer emissor e em qualquer lugar do mundo. Assim, os *ratings* em escala nacional

fornece ao mercado a capacidade de comparar emissões e emissores dentro de um mercado local específico⁹¹.

Cada agência de *rating* utiliza-se de sua própria classificação, no entanto, conforme acima mencionado, aplicam critérios similares para avaliar a expectativa de pagamento das obrigações assumidas pelas entidades emissoras⁹².

A classificação da agência de *rating* reflete nada mais do que a sua opinião no que se refere à probabilidade de os valores mobiliários serem pagos pela emissora de acordo com os seus termos e condições. Ou seja, a tendência é que, quanto maior for a nota de uma emissão, menor o retorno este investimento precisa dar, já que menor é o seu risco.

Desta forma, as agências classificadoras de risco refletem a qualidade da emissão de valores mobiliários um, dois ou três códigos identificados por letras: AAA, para a melhor qualidade, AA para a segunda melhor qualidade, e A para a terceira melhor qualidade, BBB para o segundo nível de qualidade, etc, até D. Os valores mobiliários classificados como BBB ou nível superior são considerados como “níveis de investimento”, e aqueles classificados abaixo de BBB são considerados investimentos especulativos (HILL, 1998, p. 312)⁹³.

Como bem lembra Uinie Caminha (2005, p. 115), “as agências de classificação de risco não opinam sobre outros tipos de risco, como, por exemplo, o relativo a taxas de juros;

⁹¹GAZONI, Pedro Luiz e MOLLEIN, Juan de. “Ratings de operações estruturadas no Brasil”. In: *Securitização de Ativos – A era da desintermediação Financeira*. Lucas de Lima Neto (org.). Porto Alegre: Gainvest Publicações, 2007, p. 94.

⁹²ING, Barings (Org.) *Asset Securitization: current techniques and emerging market applications*. Euromoney, 2000, p. 13.

⁹³*Ibidem*.

ou sobre a adequação de determinado tipo de investimento ao perfil do investidor, mas tão-somente sobre a probabilidade de pagamento de acordo com as especificações da oferta.”⁹⁴

Note-se que a nota dada inicialmente por uma agência pode ser alterada por ela mesma no decorrer do tempo, tendo em vista o serviço de acompanhamento prestado à entidade emissora.

Muitas vezes a nota dada a determinada emissão pode ser superior àquela dada ao próprio originador, considerando que, na securitização, o risco é bem mais definido porque o ativo que dá lastro à emissão é segregado do patrimônio do originador.

Portanto, apesar de a contratação de agências classificadoras de risco importar um maior custo para a estrutura da securitização, a vantagem de se incorrer neles é justamente dar ao investidor um maior nível de conforto com relação à probabilidade de pagamento dos valores mobiliários.

⁹⁴*Ibidem.*

4. TIPOS DE SECURITIZAÇÃO

Diversos são os tipos de securitização atualmente existentes na legislação brasileira, a seguir descritos.

4.1 Securitização de Exportações

A securitização de exportações ocorre mediante a emissão de títulos lastreados em créditos oriundos de exportações, no mercado internacional.

Com efeito, a Circular 3027, de 22 de fevereiro de 2001, do Banco Central, define expressamente a securitização de exportações como a captação de recursos no mercado externo, com estabelecimento de vínculo a exportações que podem ser da própria tomadora, ou de outros exportadores que não necessariamente têm que pertencer ao mesmo grupo econômico do tomador.

As operações de securitização de exportações são qualificadas pelo Banco Central, para fins de registro, como empréstimo externo ou forma de financiamento à exportação.

De acordo com Eduardo Fortuna, uma SPE “capta recursos no mercado pela emissão dos títulos que são lastreados nas receitas futuras da empresa que deseja o crédito e os aloca

em uma conta própria que recebe o fluxo em moeda estrangeira comprometido pela operação, de propriedade da SPE”.⁹⁵

Conforme aponta Unie Caminha (2005, p. 142), na prática, a subsidiária estrangeira de uma sociedade brasileira cede, em favor de um VPE, os recebíveis da exportação. É esse VPE que irá emitir valores mobiliários no mercado internacional, com lastro nos recebíveis adquiridos.⁹⁶

Assim, a securitização de exportações, por ser caracterizada pela venda de títulos garantidos por fluxos futuros de recursos, permite captações de longo prazo (de 5 a 15 anos), normalmente a custos menores do que os dos bônus⁹⁷, em função de sua garantia implícita, qual seja, a dos recebíveis oriundos das exportações.

4.2 Securitização Imobiliária

A securitização imobiliária é viabilizada no ordenamento jurídico brasileiro por duas modalidades distintas, uma via fundo de investimento imobiliário e outra via SPE.

Conforme aponta Unie Caminha (2005, p. 144)⁹⁸, a legislação do Sistema Financeiro Imobiliário, que disciplina a securitização imobiliária, tem por objetivo desafogar o sistema

⁹⁵FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro – Produtos e serviços*. 16 ed.. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005, p. 344.

⁹⁶*Ibidem*.

⁹⁷De acordo com Eduardo Fortuna, “bônus são títulos lançados no exterior, para captação de recursos em valores elevados, por empresas nacionais com penetração internacional.”. *Op. Cit.*, p. 337.

⁹⁸*Ibidem*.

tradicional de financiamento à habitação, utilizando-se de recursos privados em um segmento econômico normalmente custeado pelo setor público.

Os fundos imobiliários são também uma forma que vem sendo bastante utilizada para financiar projetos imobiliários, sendo bem sucedidos no financiamento de projetos, como centros comerciais e condomínios empresariais⁹⁹.

A referida autora¹⁰⁰ ressalta, ainda, que ambos os institutos aplicados na securitização imobiliária trouxeram importantes inovações para o ordenamento jurídico pátrio, visando viabilizar e tornar mais seguras as operações, especialmente no que diz à segregação patrimonial e ao controle dos recursos por partes dos investidores.

4.2.1 Fundo de Investimento Imobiliário

Em 1972, Arnaldo Wald (1972, p. 219) já ressaltava a importância dos fundos de investimento imobiliário como forma de captação de poupança popular para financiar o mercado imobiliário:

“ocorre que em todos os países do mundo, tanto na América do Norte, como na Europa, ocupam importante e destacado papel entre os fundos aqueles que se dedicam exclusivamente à realização de operações imobiliárias. (...) Seja sob a forma de *properties* ou *real estate investment trust* nos países anglo-saxões, seja como sociedades civis na França e em outros países da Europa, as empresas que se dedicam à administração de fundos imobiliários conseguem drenar importantes recursos, dando assim maior elasticidade à poupança”¹⁰¹.

⁹⁹Como por exemplo, o Fundo Financial Center Investimento Imobiliário, que tem por objeto exclusivamente a aquisição e gestão patrimonial de unidades autônomas do empreendimento denominado JK Financial Center.

¹⁰⁰*Idem*.

¹⁰¹WALD, Arnaldo. *Estudos e pareceres de direito comercial – Problemas comerciais e fiscais da empresa contemporânea*, 1ª série. São Paulo: RT, 1972, p. 219.

Com efeito, o autor acima citado já previa que a criação de fundos especializados para dispor do dinheiro público, assegurando boa rentabilidade e liquidez, daria melhores condições de desenvolvimento ao mercado imobiliário e à rápida construção do número de unidades necessárias para superar o déficit existente na década de 70.¹⁰²

Foi justamente levando em consideração as questões acima, que foi promulgada a Lei 8.668, de 23 de junho de 1993 (“Lei 8.668/93”), pela qual, nos termos de seu artigo 1º, ficaram instituídos os Fundos de Investimento Imobiliário, sem personalidade jurídica, caracterizados pela comunhão de recursos captados pelo Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei 6.385/76, destinado à aplicação em empreendimentos imobiliários.

Além de regulado pela Lei 8.668/93, os fundos de investimento imobiliário (“FII”) são regulados pela Instrução Normativa 205, de 14 de janeiro de 2005, com alterações introduzidas pela Instrução Normativa 389, de 03 de junho de 2.003, e Instrução Normativa 418, de 19 de abril de 2.005.

Raquel Sztajn (1994, p. 104) afirma que “com os fundos imobiliários permite-se a securitização da propriedade imobiliária, de forma que, diversamente das regras do Código Civil e da Lei de Registros Públicos, se chega a distinto ‘fracionamento’ de imóveis e permite-se sejam tais frações representadas por valores mobiliários.”¹⁰³

¹⁰²*Idem.*

¹⁰³SZTAJN, Rachel. “Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário”. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 93. São Paulo, 1994, p.104.

Ou seja, os fundos de investimento imobiliário refletem de fato uma securitização, já que segregam ativos específicos (imóveis) para posterior emissão de valores mobiliários neles lastreados.

O FII é constituído sob a forma de condomínio fechado, proibido o resgate de quotas, tendo prazo de duração determinado ou indeterminado.

As quotas poderão ser representadas, conforme estabelecer o Regulamento do FFI, por Certificados de Investimento¹⁰⁴ ou mantidas em contas de depósito em nome de seus titulares, em instituição autorizada pela CVM.

O FII destina-se ao desenvolvimento de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, ou investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento, sendo as quotas emitidas pelo FIIs lastreadas em tais bens de natureza imobiliária.

A instituição administradora deverá solicitar à Comissão de Valores Mobiliários - CVM, simultaneamente, a autorização para constituição e funcionamento do Fundo e o registro de distribuição de quotas, sendo certo que o ato constitutivo deve ser levado a registro no Cartório de Títulos e Documentos.

¹⁰⁴Art. 36, parágrafo 2 da IN CVM 205/94: “Os certificados de investimento somente poderão ser emitidos após a constituição do Fundo e deverão ser entregues aos quotistas no prazo de 60 (sessenta) dias da constituição do mesmo, devendo ser respeitado igual prazo no caso de emissões posteriores, contando a partir do encerramento da subscrição.”

Uma vez constituído e autorizado o funcionamento do FII, admitir-se-á que parcela de seu patrimônio que, temporariamente, não estiver aplicada em empreendimentos imobiliários seja investida em quotas de fundos de investimento classificados como renda fixa e/ou em Títulos de Renda Fixa, a exclusivo critério do administrador, desde que tal parcela não ultrapasse 25% (vinte e cinco por cento) do total das quotas emitidas pelo FII, salvo se diversamente autorizado pela CVM.

Note-se, portanto, que a regulamentação visa limitar o patrimônio do FII a bens e direitos de natureza imobiliária, para não permitir que o administrador utilize os recursos captados para investimento, acima do percentual admitido, no mercado financeiro e de capitais.

A administração dos FIIs, de acordo com o artigo 11 da IN 205/2005, compete, exclusivamente, a bancos comerciais, bancos múltiplos com carteira de investimento ou carteira de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário e caixas econômicas.

Tais instituições administradoras deverão manter departamento técnico habilitado a prestar serviços de análise e acompanhamento de projetos imobiliários, ou contratar tais serviços externamente.

Diversamente do que ocorre nos demais fundos de investimento, que adquirem o patrimônio que compõe a sua carteira em seu próprio nome, é o administrador do FII que irá adquirir os bens e direitos de natureza imobiliária, em regime fiduciário. O legislador

procurou evitar, assim, questionamentos quanto à legitimidade do condomínio para aquisição e alienação de bens imóveis.

Conforme aponta Rachel Sztajn (1994, p. 105)¹⁰⁵, o patrimônio do fundo é de titularidade da instituição financeira, apesar da pluralidade de subscritores ou adquirentes das quotas, visto que os recebe, em seu nome, mas sob o manto do negócio fiduciário.

Ou seja, os bens e direitos integrantes do patrimônio do FII, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, não respondendo direta ou indiretamente por obrigações do administrador, nem podendo ser dado em garantia em operações da instituição.

Assim, para fins de substituição do proprietário do imóvel integrante do patrimônio do FII, em caso de alteração do administrador do FII, seja por sua renúncia, descredenciamento pela CVM, destituição pelos quotistas ou por sua sujeição ao regime de liquidação judicial ou extrajudicial, a ata de assembléia de quotistas que elege a nova instituição administradora para substituir a anterior constitui documento hábil para averbação, no Registro de Imóveis, da sucessão da propriedade fiduciária do referido imóvel, conforme artigo 11 da Lei 8.668/93.

Inclusive, nos termos do parágrafo quarto do mesmo artigo supra mencionado, a sucessão da propriedade fiduciária do bem imóvel integrante de patrimônio do FII não constitui transferência de propriedade.

¹⁰⁵*Idem.*

As principais atribuições da instituição administradora dos FIIs, em virtude de sua natureza imobiliária, são as seguintes: (a) providenciar a averbação, junto ao Cartório de Registro de Imóveis, das restrições dispostas no Artigo 7º da Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993¹⁰⁶; (b) agir sempre no único e exclusivo benefício dos quotistas, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando todos os atos necessários a assegurá-los, judicial ou extrajudicialmente; (c) administrar os recursos do Fundo de forma judiciosa, sem onerá-lo com despesas ou gastos desnecessários ou acima do razoável.

Resta claro que as obrigações acima descritas buscam segregar do patrimônio da instituição administradora os ativos imobiliários nos quais são lastreadas as quotas emitidas pelo FII e, portanto, dar aos investidores maior segurança.

Ainda procurando a proteção dos investidores, a CVM estabelece vedações ao administrador dos FIIs, dentre as quais: (a) conceder ou contrair empréstimos, adiantar rendas futuras aos quotistas ou abrir créditos sob qualquer modalidade; (b) prestar fiança, aval, aceite

¹⁰⁶Art. 7 da Lei 8.668/93: Os bens e direitos integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário, em especial os bens imóveis mantidos sob a propriedade fiduciária da instituição administradora, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicam com o patrimônio desta, observadas, quanto a tais bens e direitos, as seguintes restrições:

I - não integrem o ativo da administradora;
II - não respondam direta ou indiretamente por qualquer obrigação da instituição administradora;
III - não componham a lista de bens e direitos da administradora, para efeito de liquidação judicial ou extrajudicial;

IV - não possam ser dados em garantia de débito de operação da instituição administradora;
V - não sejam passíveis de execução por quaisquer credores da administradora, por mais privilegiados que possam ser;

VI - não possam ser constituídos quaisquer ônus reais sobre os imóveis.

1º No título aquisitivo, a instituição administradora fará constar as restrições enumeradas nos incisos I a VI e destacará que o bem adquirido constitui patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário.

2º No registro de imóveis serão averbadas as restrições e o destaque referido no parágrafo anterior.

3º A instituição administradora fica dispensada da apresentação de certidão negativa de débitos, expedida pelo Instituto Nacional da Seguridade Social, e da Certidão Negativa de Tributos e Contribuições, administrada pela Secretaria da Receita Federal, quando alienar imóveis integrantes do patrimônio do Fundo de Investimento Imobiliário.

ou coobrigar-se sob qualquer forma; (c) aplicar recursos na aquisição de quotas do próprio Fundo; (d) realizar operações do Fundo quando caracterizada situação de conflito de interesses entre o Fundo e a instituição administradora, ou entre o Fundo e o incorporador ou o empreendedor; (e) onerar sob qualquer forma, os ativos imobiliários ou mobiliários do Fundo.

O Regulamento do Fundo poderá ser alterado, independentemente de assembléia geral ou de consulta aos quotistas, sempre que tal alteração decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento à exigência da CVM, em consequência de normas legais ou regulamentares, devendo ser providenciada, no prazo de 30 (trinta) dias, a necessária comunicação aos quotistas, no jornal destinado à divulgação de informações do FII.

A exceção acima mencionada tem sentido na medida em que permite ao administrador a adequação imediata às exigências regulamentares, sem que tenha que aguardar a realização de uma assembléia geral de cotistas, buscando-se assim a preservação dos interesses dos investidores.

Apesar de ainda não serem largamente utilizados, as experiências com fundos de investimento imobiliário se demonstraram muito eficientes, tanto do ponto de vista do sucesso na captação dos recursos destinados ao financiamento imobiliário, quanto pela receptividade dos investidores na aquisição de suas quotas.

4.2.2 Securitização de Créditos Imobiliários

A Lei n 9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei 9.514/97”), instituiu o Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, que tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos.

Vale observar o que afirmaram os então Ministros Antônio Kandir e Pedro Malan, na exposição de motivos da Lei 9.514/97:

“O presente projeto de lei orienta-se segundo as diretrizes de desregulamentação da economia e modernização dos instrumentos e mecanismos de financiamento à atividade produtiva. Seu objetivo fundamental é estabelecer as condições mínimas necessárias ao desenvolvimento de um mercado financeiro imobiliário, para o que se criam novos instrumentos e mecanismos que possibilitam a livre operação do crédito para o setor e a mobilização dos capitais necessários à sua dinamização.”

A Lei 9.514/97 criou, nos termos de seu artigo 3º, as companhias securitizadoras de créditos imobiliários, e as definiu como instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, tendo por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRIs”), podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.

O mecanismo de funcionamento da securitização imobiliária é o mesmo da securitização tratada no presente trabalho, ou seja, os créditos imobiliários são cedidos a uma sociedade securitizadora, que terá por objeto a aquisição desses créditos e a emissão de valores mobiliários lastreados em tais valores mobiliários.

Assim define Chalhub (2000, p. 267) a operação ora em análise:

“Trata-se do processo de securitização de créditos imobiliários, que designa as operações pelas quais se vinculam valores mobiliários a determinados direitos creditórios; *securitizar* uma obrigação (um crédito) é torná-lo representável por um título ou valor mobiliário livremente negociável em mercado; securitização é um processo de distribuição de riscos mediante agregação de instrumentos de dívida num conjunto e conseqüente emissão de um novo título lastreado por esse conjunto.”¹⁰⁷

Relevante se faz, portanto, conceituar créditos imobiliários, para definir a abrangência da securitização pela emissão de CRIs.

Nas palavras de Ricardo Pereira Lira, “crédito imobiliário é aquele que consubstancia uma prestação ligada a um imóvel, e ainda é aquele cuja garantia se funda na propriedade imóvel: hipoteca, anticrese, propriedade fiduciária de um imóvel.”¹⁰⁸

No âmbito do processo CVM RJ2002/3032, a Procuradoria Federal Especializada, em seu parecer, esclareceu que

"a intenção da lei foi estabelecer como crédito imobiliário aquele que surge dos frutos e rendimentos de um imóvel ou de negócio imobiliário. Assim, para que créditos ditos imobiliários possam lastrear uma emissão de certificados de recebíveis imobiliários, seria necessário que tais recebíveis decorressem da exploração do imóvel em questão, e não de uma atividade econômica exercida pela tomadora mediata dos recursos, mesmo que tal atividade seja realizada em um imóvel de propriedade desta".

¹⁰⁷*Ibidem.*

¹⁰⁸LIRA, Ricardo Pereira. “Crédito imobiliário e sua conceptualização. A revogação da categoria dos bens imóveis por acessão intelectual pelo Código Civil brasileiro de 2002: conseqüências. As pertenças e seu regime jurídico. A securitização. Os recebíveis: Créditos Recebíveis Imobiliários (CRIs), as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs). O Continuum Imobiliário como lastro da emissão desses títulos mobiliários.” In: Revista Forense, v. 373, Rio de Janeiro: Forense, 2004, p. 207.

Já Unie Caminha (2005, p. 148)¹⁰⁹ afirma que os créditos segregados para a securitização podem ser representados por quaisquer contratos sobre ativos imobiliários que devem ser cedidos à companhia securitizadora. Há, ainda, a possibilidade de que tais créditos sejam representados por Cédulas de Crédito Imobiliário – CCI.

A CCI foi criada pela Medida Provisória n. 2.223, de 04 de setembro de 2001, posteriormente convertida na Lei n. 10.931, de 02 de agosto de 2004, para representar créditos imobiliários, sendo emitida pelo credor do crédito imobiliário. Poderá ser integral, quando representar a totalidade do crédito, ou fracionária, quando representar parte dele, não podendo a soma das CCI fracionárias emitidas em relação a cada crédito exceder o valor total do crédito que elas representam.

A CCI, objeto de securitização nos termos da Lei 9.514/97, será identificada no respectivo Termo de Securitização de Créditos¹¹⁰, mediante indicação do seu valor, número, série e instituição custodiante, dispensada a enunciação das informações já constantes da Cédula ou do seu registro na instituição custodiante.

4.3 Securitização de Créditos Financeiros

A securitização de créditos financeiros foi inicialmente aplicada nos Estados Unidos, como mecanismo utilizado pelas instituições financeiras para retirar ativos de seus balanços, diminuindo suas exposições de risco e adequando-se aos níveis vigentes.

¹⁰⁹*Ibidem.*

¹¹⁰O Termo de Securitização de Créditos está previsto no Parágrafo 1º do artigo 7º da IN CVM 414/04, e deve conter informações sobre as características dos créditos imobiliários vinculados, identificação do CRI, declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre os créditos imobiliários, constituição de patrimônio em separado de afetação de créditos, entre outros.

No Brasil, a Resolução 2.686, de 26 de janeiro de 2000 (“Resolução 2.686/2000”), em seu artigo 1º, autoriza a cessão de créditos oriundos de operações praticadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário sociedades de arrendamento mercantil, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e pela Caixa Econômica Federal a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos, revogando assim a Resolução 2.493, de 07 de maio de 1998 (“Resolução 2.493/1998”).

Ou seja, a Resolução 2.686/2000 trata de uma securitização tal como aqui caracterizada, a saber: a constituição de um VPE, que, no caso, é a companhia securitizadora, e a cessão dos créditos a esta VPE que, por sua vez, emitirá valores mobiliários lastreados em tais créditos.

Cássio Martins Penteadó Jr. (1998, p. 120), já em 1998, por ocasião da edição da Resolução 2.493/1998, ressaltou a relevância de integrar as entidades do mercado financeiro à securitização: “a ampliação das possibilidades de cessão de créditos, originados de financiamentos bancários e de arrendamento mercantil, a terceiros - sob forma de securitização de recebíveis – dá forma a produto de captação de recursos para os bancos, que pode ser extremamente eficaz.”¹¹¹

A securitização de créditos financeiros permitiu às instituições financeiras excluir de seus balanços operações que pudessem comprometer seus níveis de concentração de risco, ou

¹¹¹PENTEADO JR., Cássio Martins C.. “A securitização de recebíveis de créditos gerados em operações dos bancos – A resolução n. 2.493 em sua perspectiva jurídica”. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 111. São Paulo: Malheiros, 1998, p.120.

mesmo contratos problemáticos, cedendo-os para veículos de propósito específico que não integram o Sistema Financeiro Nacional e não estão sujeitos, assim, à severa disciplina dos órgãos reguladores (ANDREZZO, 1999, p. 305)¹¹².

Uma das mais importantes inovações trazidas pela Resolução 2.686/2000 foi prever a possibilidade de a cessão de crédito ser realizada com coobrigação do cedente, diferentemente do que previa a Resolução 2.493/1998, que estipulava que a cessão somente poderia ser realizada sem a coobrigação do cedente.

De acordo com a 2.686/2000, a cessão de créditos financeiros somente pode ser realizada a sociedade anônima que contenha em sua denominação a expressão “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”, e que capte recursos exclusivamente pela emissão de ações, de debêntures não conversíveis para distribuição pública ou de debêntures não conversíveis subordinadas para distribuição pública ou privada, no Brasil, ou pela emissão de títulos e valores mobiliários, no exterior, observada a regulamentação em vigor.

No Estatuto Social da companhia securitizadora e nos instrumentos de emissão deve conter previsão que, até o pagamento integral das obrigações representadas pelos títulos e valores mobiliários emitidos, fica vedada (i) a transferência de controle; (ii) redução de capital, incorporação, fusão, cisão ou dissolução, e (iii) a cessão de créditos em condições diversas daquelas previstas nos instrumentos de emissão.

¹¹²ANDREZZO, Andréa Fagundes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo, Pioneira, 1999, p. 305.

Entretanto, as vedações acima mencionadas não se aplicarão caso haja prévia autorização de detentores de 50% (cinquenta por cento) ou mais do valor nominal dos títulos e valores mobiliários, em assembléia geral de debenturistas especificamente convocada para tal fim.

Ainda, a cessão de créditos poderá ser realizada pela companhia securitizadora, desde que por valor igual ou superior ao valor nominal dos créditos, deduzidos os juros ainda não incorridos e os encargos financeiros incorporados em seu valor nominal sob a forma de desconto, calculados proporcionalmente ao número de dias a decorrer até a data de vencimento de tais créditos.

Vale notar que o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros é regulada pela Instrução Normativa 281, de 04 de junho de 1998 (“IN 281/1998”), com as alterações introduzidas pela Instrução Normativa 307, de 07 de maio de 1999.

De acordo com o artigo 3º da IN 281/1998, a companhia securitizadora está dispensada do registro de companhia aberta, tal como previsto no artigo 21 da Lei 6.385/76, sendo, entretanto, obrigatório o registro da distribuição para a colocação de debêntures junto ao público.

Se, de um lado, a CVM flexibilizou quando isentou a companhia securitizadora do registro de companhia aberta, por outro limitou à distribuição das debêntures a investidores

qualificados, já que somente pode ser objeto de distribuição pública debêntures com valor nominal mínimo de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais).

4.4 Securitização de Recebíveis em Geral

Trataremos neste item da securitização de recebíveis que não possuem tratamento regulamentar específico, como aqueles descritos nos itens 4.1, 4.2 e 4.3, supra, e que se utilizam dos fundos de investimento em direitos creditórios (“FIDC”) como mecanismo para se efetivarem.

O fundo emite quotas que são adquiridas diretamente pelos investidores e, mediante a utilização dos recursos captados por essa distribuição, o fundo adquire os direitos creditórios de uma sociedade originadora ou de um cedente, configurando-se assim a desintermediação financeira.

Conforma ponta Catarina I. Ferreira (2007, p. 46),

“a desintermediação financeira (...) decorre do fato dos FIDCs se apresentarem, às potenciais pessoas jurídicas originadoras de recebíveis, como fontes alternativas de obtenção de recursos comparativamente à contratação de financiamentos e empréstimos em geral que lhes são oferecidas pelas instituições financeiras.”¹¹³

Ainda de acordo com a referida autora, a concorrência dos fundos de recebíveis na captação de recursos implica a contínua redução do *spread* bancário, que consiste na

¹¹³FERREIRA, Catarina Iazzetti. “O papel desempenhado pela CVM na evolução dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil”. In: *Securitização de ativos – A era da desintermediação financeira*. Lucas de Lima Neto (org.). Porto Alegre: Gainvest Publicações, 2007, p. 46.

diferença entre as taxas praticadas pelas instituições financeiras nas atividades de captação e concessão de recursos no mercado financeiro¹¹⁴.

Com efeito, esses fundos, também chamados de fundos de recebíveis, constituem um mecanismo para que as sociedades de capital fechado acessem o mercado de capitais.

Assim, a constituição de fundos de recebíveis representa, em muitos casos, concretamente verificados, uma primeira inserção de muitas empresas no universo do mercado capitais nacional, dotando-lhes de mecanismos de transparência e governança corporativa que as tornarão mais aptas a talvez, posteriormente, realizar emissões de outros valores mobiliários, tais como debêntures e ações¹¹⁵.

Não obstante a Resolução CMN 2.907/01 autorize o funcionamento dos fundos de investimento em direito creditórios e a IN 356/2001, com alterações introduzidas pela Instrução Normativa 393, de 22 de julho de 2003, Instrução Normativa 435, de 05 de julho 2006, Instrução Normativa 442, de 08 de dezembro de 2006 e Instrução Normativa 446, de 19 de dezembro de 2006, regulamente a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (“FIFIDC”), aplicam-se à oferta pública de cotas de fundos de recebíveis todos os princípios e normas decorrentes de uma operação no mercado de capitais, em especial o princípio da informação ao mercado e demais normas relacionadas na IN 400/2003, que regulamenta os procedimentos a serem observados numa oferta pública de valores mobiliários.

¹¹⁴*Idem.*

¹¹⁵*Idem.*

Nas palavras de Cristiano Leite (2007, p. 55) “as operações de emissão pública de quotas de Fundos de Recebíveis estão alicerçadas em um dos pilares mais importantes do mercado de capitais, que é o da informação, do acesso e divulgação da informação correta e, no mínimo, suficiente, para que os participantes do processo de securitização, assim como os interessados em investir em um FIDC possam fazer a adequada avaliação da relação risco-retorno, não obstante o trabalho de avaliação de risco realizado por empresas especializadas, as classificadoras de risco (as agências de *rating*)”.¹¹⁶

A administração dos fundos de investimento em direitos creditórios somente pode ser exercida por banco múltiplo, banco comercial, Caixa Econômica Federal, banco de investimento, sociedade de crédito, financiamento e investimento, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários.

Incluem-se entre as obrigações da instituição administradora, conforme artigo 34 da IN 356/2001, (a) manter atualizados e em perfeita ordem a documentação relativa às operações do fundo, o registro dos condôminos, o livro de atas de assembleias gerais, o livro de presença de condôminos, o prospecto, os demonstrativos trimestrais, o registro de todos os fatos contábeis referentes ao fundo e os relatórios do auditor independente; (b) receber quaisquer rendimentos ou valores do fundo diretamente ou pela instituição contratada; (c) entregar ao condômino, gratuitamente, exemplar do regulamento do fundo, bem como notificá-lo do nome do periódico utilizado para divulgação de informações e da taxa de administração praticada; (d) divulgar, na periodicidade prevista no regulamento do fundo, no periódico referido no inciso anterior, além de manter disponíveis em sua sede e agências e nas

¹¹⁶*Ibidem.*

instituições que coloquem cotas desse, o valor do patrimônio líquido do fundo, o valor da cota, as rentabilidades acumuladas no mês e no ano civil a que se referirem, e os relatórios das agências classificadoras de risco contratadas pelo fundo; (e) custear as despesas de propaganda do fundo; (f) fornecer anualmente aos condôminos documento contendo informações sobre os rendimentos auferidos no ano civil e, com base nos dados relativos ao último dia do mês de dezembro, sobre o número de cotas de sua propriedade e respectivo valor; (g) sem prejuízo da observância dos procedimentos relativos às demonstrações financeiras, previstas nesta instrução, manter, separadamente, registros analíticos com informações completas sobre toda e qualquer modalidade de negociação realizada entre a mesma e o fundo; (h) providenciar trimestralmente, no mínimo, a atualização da classificação de risco do fundo ou dos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo.

Pela prestação dos serviços acima mencionados, o administrador do fundo cobrará taxa de administração e taxa de desempenho ou de *performance*, de acordo com o previsto no Regulamento. Note-se que a elevação das referidas taxas somente poderá ocorrer se aprovado em assembléia geral de cotistas.

Outrossim, com o objetivo de proteger os investidores, a CVM veda a prática de determinados atos pelos administradores, em nome próprio, descritos no artigo 35 da IN 356/2001, quais sejam: a) prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma nas operações praticadas pelo fundo, inclusive quando se tratar de garantias prestadas às operações realizadas em mercados de derivativos; b) utilizar ativos de sua própria emissão ou coobrigação como garantia das operações praticadas pelo fundo; c) efetuar aportes de recursos

no fundo, de forma direta ou indireta, a qualquer título, ressalvada a hipótese de aquisição de cotas deste.

As vedações supra mencionadas abrangem os recursos próprios das pessoas físicas e das pessoas jurídicas controladoras da instituição administradora, das sociedades por elas direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como os ativos integrantes das respectivas carteiras e os de emissão ou coobrigação dessas.

Conforme aponta Natália Cristina Chaves (2006, p. 173)

“a vedação ao administrador de aportar recursos, direta ou indiretamente, para o fundo, ressalvadas as exceções normativas, implica a não atribuição de sua responsabilidade por dívidas do fundo caso tenha exercido regulamente a sua função. Lado outro, reforça o entendimento de que os cotistas respondem por eventual patrimônio negativo do fundo.”¹¹⁷

Para fins do presente trabalho, o que se denomina de “recebíveis em geral” são aqueles direitos creditórios que a CVM elenca na IN 356/2001, bem como na Instrução 444, de 08 de dezembro de 2006, que dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (“FIDC-NP”).

Para efeito do disposto na IN 356/2001, são considerados direitos creditórios os direitos e títulos representativos de crédito, originário de operações realizadas nos segmentos financeiros, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os *warrants*, contratos mercantis de compra e venda de produtos,

¹¹⁷Ibidem.

mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como títulos ou certificados representativos desses contratos.

Já para efeito do disposto na IN 444, considera-se não-padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direito creditórios: (i) que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; (ii) decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; (iii) que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; (iv) cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; (v) originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; (vi) da existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; (vii) de natureza diversa, não enquadráveis na IN 356/2001.

Será igualmente considerado não padronizado 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, ou o Fundo de Investimento em Cotas de FIDC que realize aplicações em FIDC-NP.

Cumprе ressaltar que, de acordo com o artigo 2º da IN 444/2006, a constituição e o funcionamento do FIDC-NP reger-se-á pelo disposto na IN 356/2001, observadas as disposições na primeira instrução citada.

Portanto, quando se fizer referência a FIDC ou a fundos de recebíveis no decorrer da exposição deste item, estará sendo abrangido o FIDC-NP, a não ser que conste uma menção expressa em sentido contrário.

Nas palavras de Unie Caminha (2005, p. 155), a constituição dos FIDCs “se dá mediante a cessão de créditos do originador ao fundo, os quais passam a compor, primordialmente, o seu ativo. O rendimento das carteiras resulta da diferença entre o valor líquido antecipadamente pago aos originadores pelos créditos e os juros pagos pelos devedores no vencimento da obrigação”¹¹⁸.

As cotas dos FIDCs podem ser de duas classes distintas, a saber: (i) cotas de classe sênior, que são aquelas que não se subordinam às demais para efeito de amortização e resgate; e (ii) cotas de classe subordinadas, que são aquelas que se subordinam às demais para efeito de amortização e resgate.

As cotas subordinadas podem servir, inclusive, segundo o jargão do mercado, como um “colchão” para garantir o fundo, quando são adquiridas pela própria cedente, proporcionando assim certo conforto aos investidores titulares de cotas seniores, quanto ao pagamento dos resgates das mesmas.

Existe ainda o conceito de séries de cotas, que consistem em subconjuntos de cotas da classe sênior dos fundos fechados, diferenciados exclusivamente por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, quando houver.

¹¹⁸*Ibidem.*

O fundo de recebíveis pode ser aberto ou fechado, dependendo do que se dispõe sobre o resgate das quotas. No fundo aberto, os condôminos podem solicitar resgate de cotas, em conformidade com o disposto no regulamento do fundo. Já no fundo fechado, as cotas somente podem ser resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme estipulado no Regulamento, ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembléia geral de cotistas.

O registro na CVM será automaticamente concedido, no prazo de 5 (cinco) dias após o protocolo dos documentos e das informações constantes no artigo 8º da IN 356/2001, dentre os quais o regulamento do fundo, o prospecto e outros materiais de divulgação dos fundos.

A distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM, e será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

O patrimônio líquido dos FIDCs deve ser representado, após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, por, no mínimo, 50% (cinquenta por cento) de direitos creditórios, podendo a CVM, a seu exclusivo critério, prorrogar esse prazo por igual período, desde que o administrador apresente motivos que justifiquem tal prorrogação.

O remanescente do patrimônio líquido do FIDC não pode ser aplicado em qualquer título ou valor mobiliário, mas tão somente em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos

de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social.

Tal limitação visa a preservação do capital do investidor, que deverá ter o risco de sua aplicação voltada, principalmente, para os recebíveis, e não estar sujeito, por exemplo, às oscilações do mercado de renda variável.

Hoje em dia, o FIDC é mais utilizado nas operações de securitização do que as SPEs, pois possuem, além de uma tributação mais favorável, matéria essa que não constitui objeto do presente trabalho, um custo de estruturação mais barato, já que não precisam abrir capital e passar por todo o processo da CVM exigido para tanto.

Um bom exemplo do sucesso da securitização via FIDC foi o caso da Parmalat. O fundo de recebíveis da Parmalat era fechado, do segmento industrial, com prazo determinado de 3 anos, tendo seu início em 2003. Os resgates eram programados e os recebíveis que compunham a carteira do fundo eram performados, ou seja, decorrentes de vendas já realizadas, e não ainda a realizar.

As originadoras dos ativos e cedentes eram a Parmalat S.A. e a Batavia S.A., pela venda de produtos fornecidos a devedores específicos, e os direitos creditórios eram duplicatas, sem garantias, com 85% de cotas seniores e 15% de cotas subordinadas.

O fundo executava compras rotativas periódicas desses recebíveis comerciais e, à medida que eram pagos, ou seja, convertidos em caixa pelos pagamentos dos devedores, o fundo adquiria novos recebíveis gerados a partir dos critérios de elegibilidade.

Após o início da crise da Parmalat no Brasil houve a suspensão do pagamento aos fornecedores e da entrega de leite e, portanto, não foram gerados novos recebíveis. O administrador do fundo resolveu então interromper a venda de quotas e houve o encerramento prematuro do fundo.

Como a carteira do fundo contava com ativos com liquidez imediata suficiente para honrar os investidores titulares cotas seniores (a própria Parmalat era titular da totalidade das cotas subordinadas), o fundo foi liquidado com sucesso, já que os cotistas receberam o valor corrigido de suas cotas, devidamente acrescido na rentabilidade proporcional aos meses de aplicação.

5. CONCLUSÃO

Neste trabalho foram analisados os dois sentidos da securitização, tanto o amplo, que consiste numa forma de acesso pelas empresas ao mercado de capitais, como o estrito, que compreende a segregação de determinados ativos do patrimônio da empresa originadora a um veículo de propósito específico que, por sua vez, emite títulos no mercado de capitais, sendo esses títulos lastreados nos referidos ativos.

A securitização, na medida em que promove a desintermediação financeira, possibilita às empresas originadoras de créditos o acesso ao mercado de capitais, possibilitando assim a captação de recursos por tais empresas a juros menores que aqueles cobrados pelas instituições financeiras, e a aplicação de capital, pelo público investidor, a juros mais atrativos do que aqueles oferecidos nas tradicionais aplicações financeiras.

A estrutura jurídica básica da securitização compreende a cessão de créditos da empresa originadora a um veículo de propósito específico, que pode ser constituído sob a forma de uma sociedade, na maioria das vezes sociedade por ações, ou sob a forma de um fundo de investimento.

Por sua vez, o veículo de propósito específico emite valores mobiliários no mercado de capitais lastreados nos ativos cedidos, acessando investidores qualificados ou não, dependendo da estrutura escolhida.

Os demais participantes na securitização, tais como agências de classificação de riscos e auditores independentes, desempenham papel de extrema relevância ao passo que busca fornecer aos investidores a maior segurança possível.

Na estrutura da securitização são utilizados institutos jurídicos tradicionalmente existentes em nosso ordenamento, sem a criação, até o presente momento, de um instituto jurídico próprio.

Bibliografia

ANDREZZO, Andréa Fagundes; LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos históricos e conceituais*. São Paulo: Pioneira, 1999.

ASHTON, Peter Walter. “Títulos de crédito e valores mobiliários – Uma análise diferenciadora”. In: *Direito & Justiça* – Revista da Faculdade de Direito da PUCRS, v. 29, Ano XXVI, 2004.

BARRETO FILHO, Oscar. *Regime jurídico das sociedades de investimento (“Investment trust”)*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

BEVILÁQUA, Clóvis. *Direito das obrigações*, 8 ed. revista e atualizada por Achilles Bevilacqua. Rio de Janeiro: Ed. Paulo de Azevedo Ltda., 1954.

BHATTACHARYA, Anand K.; FABOZZI, Frank J.. “The expanding frontiers of asset securitization”. In: *Asset-backed securities*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1996.

BORBA, Edwaldo Tavares. *Direito societário*, v. 6. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier, “Securitização como parte da segregação de risco”. In: *Revista do BNDES*, v. 6, n. 12, Rio de Janeiro, 1999.

BLUM, Len; DiANGELO, Chris. “Structuring efficient asset-backed transactions”. In: *Asset-backed securities*. New Hope: Frank J. Fabozzi Associates, 1996

BULGARELLI, Waldirio. “Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo, n. 37, 1980.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2005.

CAMPOS, Diogo Leite de. “A titularização de créditos (“Securitização”)”. In: *Revista Brasileira de Direito Comparado*, n. 17. Rio de Janeiro, 1999.

CARVALHOSA, Modesto; EIZERIK, Nelson. *A nova lei das S.A.*. São Paulo: Saraiva, 2002.

CASTRO, Paulo Rabello de. *Regulação das agências de rating*. Disponível em: <<http://www.srrating.com.br>>. Acesso em 09 de abril de 2007.

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial – Securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, v. 1. São Paulo: Saraiva, 2003.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, v. 2. São Paulo: Saraiva, 2003.

_____. *Direito e poder*. São Paulo: Saraiva, 2005.

COSTA, Mário Júlio de Almeida. *Direito das obrigações*, 7 ed.. Coimbra: Livraria Almedina, 1979.

DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro – Teoria geral das obrigações*, v. 2, 18 ed., São Paulo: Saraiva, 2003.

EIZERIK, Nelson. “Aspectos jurídicos do *underwriting*”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 66. São Paulo, 1987.

_____. “A urgente reforma da lei 6.385/76”. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n.98. São Paulo, 1995.

FERREIRA, Catarina Iazzetti. “O papel desempenhado pela CVM na evolução dos fundos de investimento em direitos creditórios no Brasil”. In: *Securitização de Ativos – A Era da Desintermediação Financeira*. Lucas de Lima Neto (org.). Porto Alegre: Gainvest Publicações, 2007.

FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro – Produtos e serviços*, 16 ed., Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

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.

GAZONI, Pedro Luiz; MOLLEIN, Juan de. “Ratings de operações estruturadas no Brasil”. In *Securitização de ativos – A era da desintermediação financeira*. Lucas de Lima Neto (org.). Porto Alegre: Gainvest Publicações, 2007.

GOLDBERG, Daniel Krepel. “A lei 10.303, de 2001, e a inclusão dos derivativos nos rol dos Valores Mobiliários”. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 129. São Paulo: Malheiros, 2003.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. Atualizador Humberto Theodoro Júnior, 11 ed.. Rio de Janeiro: Forense, 1996.

HILL, Claire A. “Latin american securitization: the case of the disappearing political risk”. In *Virginia Journal of International Law*, v. 38, n. 3, Spring 1998.

ING, Barings (Org.) *Asset securitization: current techniques and emerging market applications*. Euromoney, 2000.

LARENZ, Karl. *Derecho de obligaciones*. Tradução de Jaime Santos Briz. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1958.

LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro”. In *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, vol. 14. São Paulo, 1974.

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, 2007.

LIRA, Ricardo Pereira. “Crédito imobiliário e sua conceptualização. A revogação da ceteriora dos bens imóveis por acessão intelectual pelo Código Civil brasileiro de 2002: consequências. As pertenças e seu regime jurídico. A securitização. Os recebíveis: Créditos Recebíveis Imobiliários (CRIs), as Cédulas de Crédito Imobiliário (CCIs). O Continuum Imobiliário como lastro da emissão desses títulos mobiliários.”. In *Revista Forense*, v. 373, Rio de Janeiro: Forense, 2004.

LOPES, Miguel Maria de Serpa. *Curso de direito civil – Obrigações em geral*, v. 2, 6 ed.. Rio de Janeiro: Livraria Freitas Bastos S.A, 2001.

LOTUFO, Renan. *Código Civil comentado – Obrigações – Parte geral (arts. 233 a 420)*, v. 2. São Paulo: Saraiva, 2003.

MARTINS, Fran. *Títulos de crédito, letra de câmbio e nota promissória*, v. 1, 13 ed.. Rio de Janeiro: Forense, 1998.

MATIAS, Armindo Saraiva. “Titularização, um novo instrumento financeiro”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 112. São Paulo: RT, 1998.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. “O conceito de valor mobiliário”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 59. São Paulo, 1985.

MENDONÇA, Manuel Inácio Carvalho de. *Doutrina e Prática das Obrigações*, Tomo II, 4 ed.. Aumentada e atualizada pelo juiz José de Aguiar Dias. Rio de Janeiro: Revista Forense, 1956.

MIRANDA, Pontes de. *Tratado de direito privado – Parte especial*, t. XXIII. Rio de Janeiro: Editor BORSOI, 1958.

MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil – Direito das obrigações*, 1ª parte, v. 4. São Paulo: Saraiva, 1990-1995.

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.

NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*. 234 p. Tese (Doutorado em Direito Comercial). Faculdade de Direito – Universidade de São Paulo. São Paulo, 2004.

ODITAH, Fidelis. *The future for the global securities market*. Oxford: Clarendon Press, 1996.

PENTEADO JR., Cássio Martins C.. “A securitização de recebíveis de créditos gerados em operações dos bancos – A Resolução N. 2.493 em sua Perspectiva Jurídica”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 111, São Paulo: Malheiros, 1998.

PEREIRA, Caio Mário. *Instituições de direito civil – Teoria das obrigações*, v. II, 20 ed.. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v. 2, 21 ed.. São Paulo: Saraiva, 1998.

ROCHA, João Luiz Coelho; LIMA, Marcelle Fonseca. “Os valores mobiliários como títulos de crédito”. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n.119. São Paulo: Malheiros, 2000.

R&R Consulting. “The legal foundations of structured finance”. In: PRACTICAL TECHNIQUES FOR ASSET SECURITIZATION. Nova Iorque, 2006

SALOMÃO NETO, Eduardo. *O Trust e o direito brasileiro*. São Paulo: LTr, 1996.

SZTAJN, Rachel. “Quotas de fundos imobiliários – novo valor mobiliário”. In: *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 93. São Paulo, 1994.

WALD, Arnoldo. *Estudos e pareceres de direito comercial* – Problemas comerciais e fiscais da empresa contemporânea, 1ª Série. São Paulo: RT, 1972.

VARELA, Antunes. *Direito das obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos*. 4 ed.. São Paulo: Atlas, 2004.

VIVANTE, Cesare. *Trattato di diritto commerciale*, 5 ed., v. 3. Milão: Francesco Vilardii, 1922.

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)