

HÉLIO RUBENS DE OLIVEIRA MENDES

**SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS E A LEI
11.101/05**

Orientador: Professor Doutor Francisco Satiro de Souza Júnior

Tese de Doutorado

**FACULDADE DE DIREITO DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
São Paulo – 2013**

HÉLIO RUBENS DE OLIVEIRA MENDES

**SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS E A LEI
11.101/05**

Orientador: Professor Doutor Francisco Satiro de Souza Júnior

Trabalho apresentado à Faculdade de
Direito da Universidade de São Paulo como
requisito para obtenção do título de Doutor
em Direito Comercial.

São Paulo, fevereiro de 2014.

À minha família.

Agradecimentos

Agradeço profundamente ao meu orientador Professor Doutor Francisco Satiro de Souza Junior, pelo seu tempo, pelas preciosas lições e pelas conversas com as quais muito aprendi durante esses anos de convivência.

Agradeço igualmente ao Professor Doutor Eduardo Secchi Munhoz e ao Professor Otavio Yazbek, pelos questionamentos e observações precisas quando do exame de qualificação, sem as quais a conclusão desse trabalho não teria sido possível.

Agradeço aos Professores Paulo Fernando Campos Salles de Toledo, Mauro Rodrigues Penteado e Juliana Pela Krueger pelos contínuos ensinamentos nas valorosas aulas da pós-graduação.

Agradeço aos colegas (e amigos) Márcia Tanji, Ilene Najjarian, Flávia Hotta, Marcos Galileu Dutra, Margareth Noda, Felipe Paschoalini, Fernanda Tassinari, Lie Uema, Karen Hamada, Diego Castro e Caio pela contínua troca de ideias vivenciada nos melhores ambientes de trabalho, e fora dele.

Aos queridos amigos Fernando Rossetto, Cristiane Lumi, Patrícia Matsumoto, Fernanda Costa, Bruno Carramenha, Marcelo D'Arienzo, Eduardo Kaibara, Guilherme Fernandes, Guilherme Bedin, Felipe Hermanson e Horival Marques agradeço pela companhia ao longo da vida, ainda que em diferentes etapas.

Agradeço ao meu pai, Hélio, à minha mãe Rosalina e ao meu irmão, Carlos, por me fazerem sentir, todos os dias, que eu nasci no lugar certo, na hora certa.

Agradeço, ainda, ao Mauri, à Eliana e ao Bruno, por terem me deixado fazer parte da família deles nesses últimos anos.

Agradeço à Maiara, pela paciência, pela compreensão, pelo amor.

Resumo

O estudo tem por escopo avaliar a conveniência e os impactos da redação do art. 136, §1º, da Lei 11.101/05, que protege as cessões de crédito para veículos de securitização dos efeitos dos artigos 129 e 130 do mesmo normativo, que, respectivamente, tratam dos atos ineficazes e dos atos revogáveis, em relação à massa falida. Isto em um ambiente de ausência de normas que regulem as cessões de crédito em operações de securitização.

A análise perpassa a proteção pela normativa competente das relações creditícias, em um cenário já bastante comprometido pela crise financeira, isto é, a hipótese de falência do originador. Em suma, a ideia é entender o balanço entre a circulação do fluxos financeiros, as influências dos riscos no mercado de capitais e a tutela legal das operações a crédito no Brasil.

Palavras-chave : Securitização ; riscos ; crédito ; *true sale* ; mercado de capitais

Abstract

The study aims to assess the appropriateness and the impact of the article 136, paragraph 1, of the Law no. 11.101/05, which protects credit transfers to securitization vehicles of the effects of articles 129 and 130 of the same Law, which, respectively, deal with ineffective acts and the acts revocable, in relation to the bankruptcy. This in an environment of lack of rules governing the assignment of credit securitization operations.

The analysis pervades the protection by competent regulatory credit relations, in a scenario already compromised by the financial crisis: the credit seller's bankruptcy. In short, the idea is to understand the balance between the circulation of financial flows, the influences of the risks on the capital market and legal guardianship of the credit operations in Brazil.

Keywords : Securitization ; credit ; risks ; true sale ; capital markets.

Riassunto

Lo studio mira a valutare l'adeguatezza e l'impatto della formulazione dell'art. 136, comma 1, della legge 11.101/05, che protegge i bonifici ai veicoli di cartolarizzazione degli effetti degli articoli 129 e 130 dello stesso per, rispettivamente, trattare con atti inefficaci e gli atti revocabili, in relazione al fallimento. Questo in un ambiente di mancanza di norme che disciplinano l'assegnazione di operazioni di cartolarizzazione del credito.

L'analisi comprende anche la protezione di relazioni di credito di regolamentazione competente, in uno scenario già compromesso dalla crisi finanziaria, cioè la possibilità di fallimento del cedente del credito. In breve, l'idea è di capire l'equilibrio tra la circolazione dei flussi finanziari, le influenze dei rischi sul mercato dei capitali e la tutela giuridica delle operazioni di credito in Brasile.

Parole-chiave :. Cartolarizzazione ; credito ; rischi ; *true sale* ; mercato dei capitali.

Sumário

Capítulo I – Introdução

- I.1 Crédito e o desenvolvimento das relações econômicas.
- I.2 Mercado de capitais e o financiamento da atividade produtiva: a escolha da estrutura de capital.
- I.3 A crise empresarial e a atividade de risco
- I.4 Plano de trabalho

Capítulo II – Aspectos gerais securitização de créditos

- II.1 Estrutura: contrato e operação
- II.2 Veículos de securitização
 - II.2.1 A Sociedade de propósito específico
 - II.2.2 Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios
- II.3 As vantagens da securitização
 - II.3.1 Vantagens para o originador
 - II.3.2 Vantagens para o investidor
 - II.3.3 Vantagens para o tomador de crédito
 - II.3.4 Vantagens para o mercado em geral
- II.4 Os problemas da securitização
 - II.4.1 Problemas para os credores do originador
 - II.4.2 Os problemas de controle dos fluxos financeiros
 - II.4.3 Tópicos sobre a crise financeira de 2008

Capítulo III – A relação entre a doutrina de riscos e a securitização

IV.1 Risco e incerteza: a clássica distinção.

IV.2 Classificação e etimologia de riscos.

IV.3 Gestão de riscos: para além do certo e do errado.

IV.4 A dinâmica do risco de crédito.

IV.5 A empresa em crise, o adensamento do risco de crédito e a resposta do ordenamento jurídico.

Capítulo IV – A dinâmica do *true sale* e do *Article 9* do Código Comercial Americano

III.1 A noção de cessão perfeita e acabada.

III.2 As definições do *Article 9*.

III.3 A preocupação com a higidez do mercado e a formação de preços

III.4 Contribuições da contabilidade para a compreensão jurídica da cessão de créditos.

Capítulo V – Aspectos gerais da securitização no Brasil

V.1 A formação do mercado de securitização no Brasil

V.2 As fontes originadoras de créditos

V.3 Os títulos gerados pelos veículos securitizadores

V.4 Características das empresas que recorrem à securitização

V.4.1 A relação concreta entre risco de crédito e securitização

V.4.2 As implicações de um contrato implícito entre originador e investidores para o conceito de cessão perfeita e acabada.

Capítulo VI – Aspectos do contrato de cessão de créditos

VI.1 A noção de crédito

VI.2 Créditos futuros

VI.3 Cessão de créditos

VI.3.1 O objeto da cessão de créditos

VI.3.2 A eficácia da cessão de créditos

VI.3.3 A proteção a terceiros

VI.4 Aplicações do conceito de *true sale* para a cessão de créditos no Brasil

VI.5 A questão da coobrigação e outros reforços creditícios garantidos pelo originador

Capítulo VII – O sistema concursal e a proteção às relações creditícias

VII.1 As finalidades da legislação falimentar

VII.2 A estrutura de proteção dos credores na Lei 11.101/05

VII. 3 A dinâmica dos atos ineficazes e o objeto da ação revocatória

VII.3.1 Atos formalmente ineficazes

VII.3.2 Atos objetivamente ineficazes

VII.3.3 A ação revocatória

VII.4 Implicações da exceção do art. 136,§1º da Lei 11.101/05

Capítulo VIII – Conclusão

Capítulo I. Introdução

I.1 Crédito e o desenvolvimento das relações econômicas.

O sistema financeiro, com seus atores, permite a alocação de recursos (dinheiro) na economia, e, tendo em vista a sua função de agregar valor aos ativos negociados e proporcionar o desenvolvimento econômico¹, daí o fundamento para sua proteção estatal.

Esse sistema de fluxos de capitais, no entanto, somente tem existência, da forma como o conhecemos hoje, por conta da figura do crédito. A importância do crédito para economia de base capitalista e com vocação à transnacionalidade das contratações é, sem dúvida, indiscutível².

No mundo globalizado e sem fronteiras, a importância da oferta de crédito emerge como um ponto crucial para a sobrevivência das empresas de países em desenvolvimento ou emergentes. Nesse sentido, Tullio ASCARELLI destaca o papel do crédito, como um dos principais fundamentos da economia moderna³.

A importância do crédito é referida ainda por COMPARATO, ao confirmar a teoria de que vivemos na era do crédito, depois de termos vivido as eras da troca imediata e a era da moeda.

O crédito, em uma aproximação econômica, tem a função preponderante de transferir recursos de agentes, ou setores superavitários a agentes, ou setores deficitários. Destarte, fomenta a economia, injetando recursos onde eles são necessários.

Não há geração de riqueza: as operações de crédito implicam transferência de recursos. A atividade produtiva objeto do aporte oriundo da relação creditícia é que acabará por gerar riqueza aos seus agentes⁴.

¹ Cf. LEVINE, R., "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda," *Journal of Economic Literature* (junho), 1997, pp. 688-726.

² A constatação precisa de Waldirio BULGARELLI acerca da importância do tema elege o crédito como elemento fundamental para o desenvolvimento econômico, com implicações macro e microeconômicas. In *Títulos de crédito*, 14ª ed. São Paulo: Atlas, 1998, p.19.

³ ASCARELLI, Tullio – Teoria Geral dos Títulos de Crédito. São Paulo, Ed. Saraiva, 1943, p.3.

⁴ Cf. BULGARELLI, *idem, ibidem*.

Tratar de crédito, no entanto, implica tratar de suas acepções. Waldírio BULGARELLI faz referência a três delas: a *moral*, como significando, para um determinado sujeito, o repositório da confiança pública; a *econômica*, que, por vezes entende o conceito apenas do ponto de vista do tomador dos recursos (usuário de uma riqueza econômica) e, por vezes, entende-o sob uma perspectiva bilateral, de credor e tomador, como importando a troca de bens atuais, por bens futuros; e a *jurídica*, que compreende o fenômeno sob a forma de direito subjetivo do credor de exigir determinada prestação do devedor⁵.

O crédito tem, pois, a função de distribuir a riqueza na economia de maneira a fazer aplicar o capital⁶ existente onde ele é necessário. Dessa maneira, contribui para a mobilização de capitais e, conseqüentemente, para o desenvolvimento econômico.

BULGARELLI afirma que o crédito, em sua função econômica, compreende dois elementos básicos: a confiança⁷ e o tempo. A entrega de um bem pelo credor ao devedor pressupõe a confiança deste naquele, isto é a confiança de que o devedor restituirá ao credor o bem tomado de empréstimo. Esta entrega, no entanto, ocorrerá no futuro, conforme pactuarem as partes⁸.

As operações de crédito têm, nas operações de financiamento, público e privado, o seu principal motor. E assim o é com a operação de securitização: promove a

⁵ Cf. ob. cit., pp. 21 e 22. Acerca ainda da acepção jurídica o autor afirma: “Não obstante os juristas ainda empregarem o termo crédito, nas três acepções (moral, econômica e jurídica), a verdade é que o crédito do ponto de vista jurídico, embora não contrarie as acepções moral e econômica, tem conceito preciso e próprio (...). Não se deve, assim, confundir o crédito em sentido jurídico com os negócios jurídicos do crédito que, estes sim, implicam intervalo de tempo entre a prestação e a contraprestação”.

⁶ Sobre a definição do conceito e a explicação das funções do capital, ver o trabalho de W. Stanley JEVONS. *A teoria da economia política* (trad. port. Cláudia Laversveiller de Moraes). São Paulo: Abril, 1983, pp. 137 e ss. Note-se, neste ponto, a aproximação que o autor faz entre os conceitos de capital e crédito, como sendo este uma dimensão daquele em complemento ao débito, seu oposto (p. 142).

⁷ Gladston Mamede afirma: “Faz-se necessário haver confiança para que um dos contratantes conclua sua parte no negócio e aceite que a outra conclua a sua num outro momento, esteja esse definido ou não. O crédito nada mais é do que isso: a afirmação de uma faculdade jurídica, sendo seu lado oposto, isto é, seu anverso, é obrigação. Assim, o crédito de um é o débito de outro. Essa confiança pode ser moral, ou seja, pode ser fruto do bom nome que o obrigado goze no mercado, onde afirma-se sua honestidade, o que leva o contraente a aceitar que sua obrigação no ajuste seja concluída depois, vale dizer, aceitar-lhe o débito, conservando o crédito. Mas, essa confiança pode ser igualmente jurídica, a traduzir uma fé no Direito: o contraente aceita o débito da parte contrária não por conhecê-la, mas por confiar nos instrumentos jurídicos que o Estado coloca a sua disposição para, na eventualidade da inadimplência, executar e fazer valer o seu crédito”. In *Direito empresarial brasileiro: títulos de crédito*, vol 3, 3ªed. São Paulo: Atlas, 2006, p.28.

⁸ In ob. cit., p. 21.

movimentação do crédito e a consequente antecipação de receita para o originador, permitindo a aplicação de recursos nas áreas em que estes são necessários.

PONTES de MIRANDA⁹, afirmava que o objeto do crédito “é o ato, positivo ou negativo, do devedor, ou seu patrimônio; objeto da prestação é o no que há satisfazer (ou dar *isso* ou *aquilo*, o fazer *isso* ou *aquilo*, o não fazer *isso* ou *aquilo*). O objeto do crédito é o patrimônio responsável, se falha a atividade satisfativa do devedor.”

E, ao tratarmos de crédito, imprescindível não tratarmos de sua aplicação prática na atividade produtiva.

Assim, a aproximação Schumpeteriana do instituto nomeia o crédito como carro chefe da inovação empresarial: a inovação sonhada pelo empreendedor ao lançar-se em uma empresa nova. O crédito seria assim o produto da força capitalista no sentido da continuidade do desenvolvimento da atividade econômica¹⁰.

A inovação da qual trataremos no presente trabalho segue outro caminho, não mais do ponto de vista da inovação em seu aspecto produtivo, como, por exemplo, pela criação de uma nova técnica de caráter industrial (tecnológica), mas, a inovação na maneira de financiar a atividade produtiva.

I.2 Mercado de Capitais e o financiamento da atividade produtiva: a escolha da estrutura de capital.

Aprofundando a discussão sobre o crédito, tomemos agora um caminho adentro da perspectiva do instituto como instrumento de fomento da atividade empresarial.

Embora não necessariamente ligado à atividade creditícia normal, intermediada por uma instituição financeira, mas ainda assim com papel fundamental na alocação de recursos dos setores superavitários da economia àqueles que destes necessitam, o mercado de capitais sem dúvida serve como elemento de circulação do crédito.

⁹ PONTES DE MIRANDA, F.C.S. *Tratado de direito privado, parte especial, tomo XXIII*, (Atualizado por Nelson Nery Jr. e Rosa Maria de Andrade Nery). São Paulo: RT, 2012, p. 100.

¹⁰ Cf. SCHUMPETER, Joseph A. *Teoria do desenvolvimento econômico uma pesquisa sobre lucros, capital, crédito, juros e ciclo econômico*. Rio de Janeiro : Fundo de Cultura, 1961, pp. 140 e ss.

Com efeito, é importante salientar que existem duas maneiras de financiamento da atividade empresarial: aquelas baseadas na contratação de dívidas (*debt*) e aquelas estruturadas nos capitais dos próprios empreendedores (*equity*). Os instrumentos para captação de recursos podem variar conforme a criatividade do mercado, mas sempre recairão nesses dois grupos.

Em geral, a captação de recursos via endividamento exige a intermediação de uma instituição financeira. Essa instituição leva os recursos dos poupadores até as mãos dos tomadores, sendo remuneradas por esta atividade.

O financiamento via empréstimo bancário embora exija menor capacidade de pagamento e menor expertise financeira por parte de seus tomadores, em relação a formas de captação mais sofisticadas, pode ser ineficiente na medida em que seus custos podem onerar sobremaneira os recursos tomados.

Também em linhas gerais, a emissão de títulos por uma companhia consiste na maneira mais usual para a captação de recursos via capitais próprios. Os títulos consagram participação financeira e política na vida da companhia aos seus proprietários. Assim, aos detentores dos títulos são outorgados, em regra, direitos políticos e direitos de crédito sobre os lucros auferidos pela companhia.

Costuma-se chamar desintermediada a forma de captação quando estruturada pela própria companhia, porquanto prescinde da intermediação de uma instituição financeira para se aperfeiçoar. Inegável que as instituições financeiras participam do processo, mas exercendo função acessória.

Segundo Uinie CAMINHA, a desintermediação financeira, a que a autora chama securitização em sentido amplo, surge como resposta à obsolescência da atividade de intermediação bancária típica, em que o banqueiro concentrava todo o risco da operação¹¹.

A autora afirma, ainda, que o mundo assistiu ao crescimento na participação das instituições financeiras no mercado de capitais, como resposta destas à retração do mercado que sempre dominaram o financiamento da atividade produtiva via intermediação. A inventividade dos profissionais de mercado, sobretudo dos bancos, em

¹¹ In securitização. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 30

nada permitiu a segregação das instituições financeiras do processo de financiamento das empresas.

No Brasil, a interpenetração de mercado bancário e mercado de capitais sempre existira, até mesmo por razões históricas¹².

Por esta razão, a ideia de estrutura de financiamento, colocando, de um lado, o empréstimo bancário como forma de captação de dívida e, de outro, a emissão de títulos pelas companhias como forma de captação de recursos com capitais próprios, obviamente, não esgota as possibilidades naqueles dois grupos, *debt* e *equity*.

Assim, por exemplo, a emissão de títulos por uma determinada companhia pode outorgar ao seu comprador crédito contra a companhia, inclusive remunerado por juros, como é o caso das debêntures.

O perfil de financiamento ideal para uma companhia não pode ser simplesmente teorizado. Em verdade, o que os teóricos afirmam é que o equilíbrio entre dívida e financiamento via capital próprio só pode ser mensurado nos casos concretos e nem sempre representam a via ideal.

A securitização, conforme observaremos no capítulo seguinte, tem, ainda sob o ponto de vista das formas de financiamento da atividade produtiva, *debt* e *equity*, uma natureza híbrida, posto transformar determinadas operações a crédito em lastro para a emissão de valores mobiliários.

Em última instância, o crédito detido por um agente é transformado em um valor mobiliário. Dessa maneira tal agente, originador do crédito, acede ao mercado de capitais, financiando sua atividade, sem que para isto tenha emitido título algum.

I.3. A crise empresarial e a atividade de risco

As dificuldades para o estabelecimento do modelo correto de financiamento de uma determinada empresa pode aumentar substancialmente quando tratamos do

¹² Idem, pp. 31-32.

financiamento de uma empresa em crise. Todo o racional da estrutura de riscos é dificultado, já que alguns dos riscos incorridos pela empresa já se provaram reais e, nesse caso, da pior maneira.

Bem assim, a percepção da qualidade e da solidez da empresa em crise financeira pode passar uma visão turva acerca da sua real capacidade de responder positivamente em uma operação de crédito.

Obviamente, não se pode negar que há disposição entre os investidores de assumir determinados riscos, que não seriam suportáveis para outros. A prova maior disto é o sucesso que empresas pré-operacionais fazem entre investidores, e não necessariamente entre os qualificados: mais que a concretude de um balanço estruturado demonstrando a solidez dos ativos vigora a confiança no sucesso do empreendimento.

O estudo do equilíbrio de riscos, ou de como regulá-los, configura a eterna escolha pelo afrouxamento ou pelo arrocho nos riscos a que os investidores estão dispostos correr.

O risco, como trataremos adiante, é fundamental ao trato empresarial. É, sem sombra de dúvidas, o ponto de distinção entre os assuntos da área civil e os assuntos da área mercantil. Constitui, assim, o limite entre o direito civil e o direito comercial: debate que não se perdeu no tempo e que agora retorna impulsionado pela força da discussão de um projeto de código comercial.

Fato é que a assunção de riscos é natural ao desenvolvimento dos negócios, tão natural que é ela a regra que separa as empresas, ou empresários, mais bem preparados, daqueles que não o são, ou que, ainda que estejam suficientemente preparados, acabam se entregando aos azares da vida comercial.

É exatamente o desejo e a aptidão para a assunção de riscos por parte dos empresários que dá dinamicidade para a área comercial. E a tônica desta dinamicidade está no processo de criação de soluções de aprimoramento e expansão das relações negociais: um processo contínuo de inovação.

Entre estas inovações, claramente destacam-se aquelas de cunho financeiro, inovações estas que não raro são ligadas ao desenvolvimento de instrumentos financeiros, mas que podem corresponder também a modificações na estrutura dos negócios, como a substituição ou eliminação de partes, ou mesmo a modificação dos processos, introduzindo maneiras mais ágeis de negociação, como a informatização.

A securitização, sem dúvidas, advém de um processo de inovação financeira. E, como tal, foi sendo naturalmente incorporada aos usos mercantis. Não poderia, pois, ficar de fora da seara concursal: tanto assim que a Lei 11.101/05 tratou especificamente do tema ao prevê-la como meio de recuperação judicial e ao estabelecer uma espécie de barreira ao alcance da ação revocatória para os créditos cedidos por empresas em crise, ou falidas, para os veículos de securitização.

Nesse trabalho focaremos especificamente o tratamento dispensado à securitização de créditos do originador falido, pela legislação falimentar.

Com efeito, a Lei 11.101/05, novo diploma falimentar, ao trazer para o ordenamento pátrio inovações como o regime da recuperação de empresas em crise, previu em seus artigos 129¹³ e 130¹⁴, explicados mais detalhadamente abaixo, um conjunto de medidas de inegável ineficácia para a proteção dos credores contra eventual esvaziamento do patrimônio do devedor, muitas vezes praticado de maneira fraudulenta.

¹³ “Art. 129. São ineficazes em relação à massa falida, tenha ou não o contratante conhecimento do estado de crise econômico-financeira do devedor, seja ou não intenção deste fraudar credores:

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

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

III – a constituição de direito real de garantia, inclusive a retenção, dentro do termo legal, tratando-se de dívida contraída anteriormente; se os bens dados em hipoteca forem objeto de outras posteriores, a massa falida receberá a parte que devia caber ao credor da hipoteca revogada;

IV – a prática de atos a título gratuito, desde 2 (dois) anos antes da decretação da falência;

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

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

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

Parágrafo único. A ineficácia poderá ser declarada de ofício pelo juiz, alegada em defesa ou pleiteada mediante ação própria ou incidentalmente no curso do processo.”

¹⁴ “Art. 130. São revogáveis os atos praticados com a intenção de prejudicar credores, provando-se o conluio fraudulento entre o devedor e o terceiro que com ele contratar e o efetivo prejuízo sofrido pela massa falida.”

Excluiu o legislador, no entanto, do arcabouço acima referido, as cessões de créditos do devedor, quando estas cessões estivessem contempladas no processo de securitização de créditos, conforme dicção do art. 136, §1^o¹⁵.

Este trabalho, de natureza evidentemente investigativa, busca averiguar se o arcabouço jurídico do ordenamento pátrio é suficiente para permitir a dispersão eficiente do risco de crédito entre os tomadores e os fornecedores dos recursos. Isto é, busca-se perceber se a legislação é capaz de proteger, a um só tempo, os tomadores e poupadores que vão a mercado e os credores titulares dos chamados créditos subordinados (não garantidos).

Há uma efetiva preocupação em que a previsão do artigo 136, §1^o, tendo em vista aspectos específicos da securitização de créditos no país, em geral uma operação garantida pelo originador, não acabe por esvaziar sobremaneira o patrimônio do devedor em prejuízo dos credores e, em última instância, do próprio mercado de securitização.

A premissa para o estudo da securitização focará o risco. Isso porque, em tese, conforme discutiremos mais pormenorizadamente adiante, a securitização tem como principal escopo a segregação do risco de crédito pelo originador e a divisão deste com uma comunidade de investidores, adquirentes dos títulos emitidos pelo veículo de securitização.

Dessa maneira, o que se quer observar é se as operações de securitização no Brasil efetivamente permitem a segregação de risco de crédito do originador e, até que ponto, uma determinada operação, chamada de securitização, embora tenha com ela pouca relação, não acaba por impactar a gestão de risco dos credores deste originador.

Note-se que, não obstante aparentemente justa, por conta da segurança do mercado, essa disposição do art. 136, §1^o, leva a um aumento desproporcional do risco de crédito do devedor, que o credor subordinado não está preparado para suportar.

¹⁵ “Art. 136. Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior, e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor. § 1^o Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador.”

Daí porque, na esteira do quanto previsto no plano de trabalho abaixo, trataremos da relação existente entre securitização e risco de crédito e, acredita-se, de maneira inovadora, do descuido do legislador concursal, que acabou por adensar o risco de crédito do devedor em crise, concedendo um reforço à segurança jurídica tanto dos titulares dos valores mobiliários oriundos do processo de securitização, quanto do próprio devedor, titular dos recebíveis cedidos.

I.4. Plano de trabalho

Tendo em vista o exposto, no capítulo II do presente trabalho trataremos de maneira geral sobre a securitização, explorando os temas e conceitos necessários à compreensão do tema, bem como as discussões travadas na doutrina sobre as vantagens e desvantagens da operação.

No capítulo seguinte abordaremos os conceitos sobre o tema de riscos. A breve análise envolverá as generalidades do assunto conforme tratado pela literatura clássica. Note-se que o objetivo não é descrever e retratar a doutrina de riscos: o que se pretende é apenas uma abordagem descritiva dos riscos que cercam a operação de securitização, para que se faça mais clara as discussões relativas à *true sale*.

O capítulo IV tratará das regras relativas à cessão de crédito para os veículos de securitização. Trataremos ali dos aspectos relativos à *true sale*, conforme disposições do Código Comercial Americano (Uniforme), com o intuito de ressaltar a importância do aspecto econômico, substancial à conclusão do negócio da cessão de crédito, que é a transferência do risco de inadimplemento em relação aos créditos cedidos. Essa análise pinçará conceitos relevantes trazidos pela contabilidade.

No capítulo V, abordaremos aspectos do mercado de securitização brasileiro, para investigarmos as características das empresas que costumeiramente recorrem à securitização no Brasil. O objetivo é demonstrar, para além do quanto exposto no capítulo II, quais as razões que levam uma determinada empresa brasileira a recorrer à securitização, motivos estes que partem tanto do tomador dos recursos, quanto do “finaciador”.

Procuraremos demonstrar neste capítulo V se as relações entre o originador dos recursos e os investidores, em momento anterior à operação, influenciam o aperfeiçoamento da securitização, no que se refere a eventual necessidade de prestação de garantia adicional pelo originador aos investidores.

No capítulo VI, voltando à discussão sobre a transferência do risco, analisaremos algumas questões pertinentes ao assunto envolvendo o contrato de cessão de crédito, para entendermos seu objeto e a influência de determinados reforços creditícios oferecidos pelo originador dos recursos.

No último capítulo traremos breve análise da evolução da regulamentação normativa do concurso de credores, bem como de seus objetivos. Por força de conexão com o tema, trataremos nesse capítulo das disposições referentes aos atos ineficazes e revogáveis na falência e, por fim, com fulcro em tudo o que fora desenvolvido previamente dos efeitos do parágrafo 1º, do art. 136 do diploma concursal.

Capítulo II – Aspectos gerais securitização de créditos

II.1 Estrutura: contrato e operação. II.2 veículos de securitização. II.2.1 A sociedade de propósito específico. II.2.2 Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. II.3 As vantagens da securitização. II.3.1 Vantagens para o originador. II.3.2 Vantagens para o investidor. II.3.3 Vantagens para o tomador de crédito. II.3.3 Vantagens para o mercado em geral. II.4 Os problemas da securitização. II.4.1 Problemas para os credores do originador. II.4.2 Os problemas de controle dos fluxos financeiros. II.4.3 Tópicos sobre a crise financeira de 2008

O mercado de securitização tem crescido substancialmente, provocando transferências vultosas de recursos, alavancando posições creditícias e, sem dúvida fomentando a atividade produtiva.

A importância da operação pode ser medida pelo volume de títulos negociados. Assim, o mercado de securitização nos Estados Unidos apresentou, em cerca de 20 anos de existência, uma grande evolução, chegando, segundo dados da Fannie Mae, a apresentar um volume superior a US\$ 4 trilhões em títulos e valores mobiliários lastreados em hipotecas.

Neste capítulo pretendemos abordar de maneira geral os aspectos conceituais da operação, suas principais vantagens e problemas.

II.1 Conceito.

Em específico, a securitização ao longo dos últimos anos tem sido crescentemente utilizada como fonte de captação de recursos para empresas em todos os setores da economia.

O significado do termo indica a transformação de créditos em lastro para a emissão de títulos ou valores mobiliários¹⁶. Nesse sentido, pode haver a securitização de frutos advindos de empréstimos, financiamentos e arrendamento mercantil, e demais recebíveis.

Acerca da natureza dos recebíveis, a UQBAR, empresa de consultoria que presta serviços de inegável importância no que respeita à concentração de dados sobre o mercado de securitização no Brasil, traz um quadro que, por conta de seu caráter didático, tomamos a liberdade de transcrever aqui:

Ativo-lastro	Definição
Crédito Imobiliário	Créditos decorrentes de financiamentos para a aquisição ou desenvolvimento de imóveis residenciais ou comerciais. Inclui operações realizadas no Sistema Financeiro Imobiliário (SFI) e Sistema Financeiro da Habitação (SFH), tendo como tomador tanto pessoas físicas como jurídicas.
Crédito Pessoa Jurídica	Créditos decorrentes de financiamentos a pessoa jurídica, geralmente têm como finalidade a aquisição de bens (excluindo imóveis e veículos, já pertencentes a outras classes), mas podem incluir outros fins como, por exemplo, comércio exterior, infraestrutura e desenvolvimento.
Crédito Pessoal	Créditos decorrentes de financiamentos para consumo não específico. Inclui operações de financiamento com e sem consignação em folha de pagamento, cartão de crédito e cheque especial.
Direitos	Créditos decorrentes da cobrança de direitos trabalhistas ou cobrança de uma patente de produto, processo de produção, marca, etc. para permitir seu uso ou comercialização.
Financiamento de Veículos	Créditos decorrentes de financiamentos para a aquisição de veículos automotores, tendo como tomador tanto pessoas físicas como jurídicas.
Prestação de Serviço Público	Créditos decorrentes da prestação de serviços públicos (e.g. saneamento básico).
Recebíveis Comerciais	Créditos de curto prazo, geralmente de 30 a 90 dias, decorrentes da venda de um bem ou serviço realizado por pessoas jurídicas. Estes ativos são regularmente utilizados por empresas como fonte de geração de capital de giro através de desconto destes junto a instituições financeiras (e.g. desconto de duplicatas ou cheques).
Recebíveis do Agronegócio	Créditos decorrentes de financiamentos rural e agroindustrial, tendo como tomador tanto pessoas físicas como jurídicas. Finalidades para

¹⁶ Importante, neste momento, deixar clara a diferença entre a operação de securitização e a de faturização. Esta, a de faturização, guarda com aquela apenas uma similitude primária, identificada com o tronco inicial da securitização. Com efeito, o negócio jurídico de faturização pode ser definido mais com um serviço de gestão de fluxo de caixa prestado pelo faturizador ao faturizado, por intermédio da cessão de créditos da titularidade deste àquele, contra o pagamento de um preço. A Lei 9.249/99, em seu art. 15, §1º, III, d, ainda menciona um conjunto de atividades assessorias desenvolvida pelo faturizador: serviços de assessoria e gestão de créditos, administração de riscos, administração de contas a pagar, entre outras..

	estes financiamentos incluem investimento, custeio ou comercialização da produção.
Recebíveis Educacionais:	Créditos incluem financiamentos a pessoa física com fins educacionais (e.g. pagamento de empréstimo para cursar uma universidade) e pagamentos decorrentes da prestação de serviços educacionais (e.g. mensalidade escolar).
Recebíveis Médicos	Créditos incluem (i) contratos de prestação de serviços médico-hospitalares, celebrados entre prestadores de serviços médicos (entidades hospitalares, clínicas, laboratórios de diagnósticos, etc.) e administradoras de planos de saúde, cooperativas médicas e odontológicas, seguradoras especializadas em saúde e instituições equivalentes (operadoras); e (ii) contratos de seguro saúde celebrados entre operadoras e empresas para o fornecimento de planos de saúde a seus empregados.
Setor Público	Créditos que têm como devedor o governo federal, estadual ou municipal, ou empresas cuja totalidade do controle acionário é detida pelo poder público, decorrentes da emissão de instrumentos de dívida, assunção e/ou reestruturação de passivos.
Títulos Mobiliários	Créditos decorrentes do investimento em valores mobiliários (e.g. debêntures, commercial papers, etc.).
Tributos	Créditos decorrentes de impostos devidos ao setor público por pessoas físicas e jurídicas.
Multiclasse	Créditos que incluem duas ou mais classes de ativo-lastro dentre as mencionadas nesta tabela.

A operação de securitização de recebíveis implica a cessão de créditos que uma empresa ou instituição financeira detém contra um terceiro para um veículo securitizador, que pode constituir uma sociedade com o propósito específico (objeto social) de aquisição de recebíveis, ou um fundo de investimento em direitos creditórios, sendo que esta última alternativa apresenta-se mais comum nos dias de hoje¹⁷.

O mecanismo da operação que resulta em seu peculiar nome é simples: o veículo securitizador, depois de adquiridos os direitos creditórios do originador, procede à emissão de valores mobiliários lastreados nesses recebíveis. Em seguida, investidores adquirirão

¹⁷¹⁷ Nas palavras de Steven L. SCHWARCZ, “In a typical transaction, a company usually called the “originator” transfers rights to payment from income-producing assets such as accounts receivable, loans, or lease rentals (collectively, “receivables” or “financial assets”) – or frequently undivided interests in such rights – to a special purpose vehicle (“SPV”). The SPV, in turn, issues securities to capital market investors and uses the proceeds of the issuance to pay for the receivables. The investors, who are repaid from collections of the receivables, buy the securities based on their assessments of the value of the receivables. Ver ainda, GAGGINI, Fernando S. *Securitização de recebíveis*. Livraria e Editora Universitária de Direito, 2003, p. 19.

In *The Impact of Bankruptcy Reform on "True Sale" Determination in Securitization Transactions*, Fordham J. Corp. & Fin. L. 353 (2002), p. 355, disponível em <http://law2.fordham.edu/publications/articles/600flspub9464.pdf>.

tais valores mobiliários e o valor daí auferido será repassado ao originador, cedente do crédito¹⁸.

Ora, a empresa originadora, para fugir das taxas de juros que remuneram as instituições financeiras nas operações de mútuo comum, opta por selecionar e agrupar os créditos detidos contra terceiros (os ativos) e cedê-los a esta entidade cujo propósito é a compra de créditos e a posterior emissão de títulos e valores mobiliários¹⁹.

Importante notar que, uma vez terminada a relação existente entre a originadora e a securitizadora, esta se torna credora dos recebíveis daquela. Dessa maneira, os antigos devedores da originadora deverão pagar à securitizadora, sendo tal valor repassado aos investidores na medida em que adquiram os títulos, restando consignado que a amortização e resgates de tais títulos dependerá do pagamento dos créditos correspondentes.

Sob a perspectiva econômica e, desde um ponto de vista reducionista, é possível entender a securitização como a transformação de um conjunto de créditos vincendos em valores mobiliários, em modelo cíclico de pagamentos: os valores mobiliários são emitidos com lastro no recebimento dos créditos, e estes são pagos, ao originador, com os recursos obtidos com a emissão dos valores mobiliários.

No que respeita ao papel das instituições financeiras, estas assumem, na securitização, papel de fornecedores dos recursos aos tomadores desejosos, mas, sim, a função acessória de gestores da carteira dos recebíveis e distribuidores dos títulos e valores mobiliários emitidos pelos veículos²⁰.

¹⁸ Cf. DEACON, John. *Global Securitisation and CDO*. West Sussex: John Wiley and Sons Ltd., 2004, pp. 12 e ss.

¹⁹ Cf. Assim a explicação de Richard A. BREALEY e Stewart C. MYERS para a denominação dos *asset backed securities*, isto é: os valores mobiliários lastreados em créditos adquiridos por um determinado veículo. - *On Corporate Finance: Financing and Risk Management*. McGraw-Hill, 2003, p. 273.

²⁰ VEDROSSI, A. O. *A securitização de recebíveis imobiliários: uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil*. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Engenharia da Universidade de São Paulo, 2002, p 26.

Ainda à guisa do estabelecimento de conceitos, há quem distinga operações de securitização parcial das operações de securitização efetiva²¹.

Desta forma, a securitização parcial seria aquela operação que, de maneira distinta do que afirmamos acima, não utilizaria a figura da sociedade de propósito específico para a aquisição dos créditos e emissão dos valores mobiliários. A pura emissão de valores mobiliários por uma sociedade que apresentasse créditos contra terceiros seria entendida como uma forma incompleta de securitização.

A securitização efetiva consagraria a clássica operação descrita acima, de maneira que a cessão de crédito do originador ao veículo securitizador garante a segregação de crédito daquele, mas, ao mesmo tempo permite a diversificação do risco para os investidores, que passarão a suporta o risco inerente aos papéis.

A distinção, no entanto, não nos parece válida, porquanto a “completude” da operação traz a ela exatamente a sua principal característica, qual seja, a segregação do risco. A simples emissão de valor mobiliário não implica a transferência de risco completa, mas, tão somente, em alguns casos (nos títulos de participação) a sua socialização com a comunidade de investidores.

II.2 Origem

A origem da operação²² remonta à década de 1970 e, como todo produto da inovação financeira, surgiu para atender a demanda por financiamento de um determinado setor da economia, neste caso, do setor imobiliário. A captação de recursos ocorria pela emissão de títulos lastreados em hipotecas (os *mortgagebacked pass-through*²³ *securities*) para captação de recursos. Todavia, o amadurecimento do mercado e a necessidade de resolver determinadas ineficiências culminaram na primeira operação de securitização,

²¹ Cf.

²² Tomamos o termo operação como o sinônimo de conjunto de contratos.

²³ Trataremos adiante das formas pass-through e pay-through para a emissão de títulos.

realizada por Freddie Mac e Salomon Brothers. Ela tinha como lastro os créditos hipotecários originados pela Perpetual Savings²⁴

As operações estruturadas começaram a tomar maior amplitude, alcançando o mercado de dívidas americano, por conta da engenharia que traziam para a segregação do risco do emissor dos valores mobiliários. Isto é, os investidores passavam a suportar não o risco de crédito do originador dos créditos (concentrado), mas o de uma série de devedores.

Os papéis emitidos pelos veículos de securitização representavam os recebíveis adquiridos, sendo que estes tinham, à época, origem nas compras à prazo. Exatamente por darem suporte à operação, estes recebíveis (*assets*) acabam por nomeá-la: *asset backed securitization*.

II.3 Estrutura: contrato e operação

A estrutura básica de securitização é chamada de *pass through*, em que cada título representa uma fração da carteira de créditos e, portanto, receberá uma parcela equivalente do fluxo de receita gerado pela carteira. Dessa forma, se o fluxo de receitas da carteira é mensal, os títulos também receberão pagamentos mensais.

Entretanto, é possível encontramos também outra forma de securitização chamada *pay through*, pela qual o veículo de securitização assume controle do fluxo de pagamentos relativos aos créditos, e fazem a remuneração dos títulos emitidos com uma certa discricionariedade. A vantagem aí está em que o veículo pode assumir o controle de várias emissões de títulos, ranqueando-as e precificando-as diferentemente²⁵.

Note-se que a liquidez aqui tem papel preponderante, porquanto, desde o ponto de vista financeiro, a operação de securitização tem que ver com a conversão de ativos ilíquidos em ativos líquidos para o benefício das finanças do originador e para o mercado em geral: o originador antecipará o fluxo de caixa futuro, e os investidores, adquirentes dos

²⁴ Cf., entre outros, Lewis S. Ranieri. “The origins of securitization, sources of growth, and future potential”, in KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 2000, pp. 31-34.

²⁵ Para uma aproximação mais didática desta questão, ver:
<http://rbidocs.rbi.org.br/rdocs/PublicationReport/Pdfs/10791.pdf>

títulos emitidos pelos veículos, terão à sua disponibilidade o processo da conversão de créditos em recursos de pronta comercialização (se houver, é claro, mercado secundário)²⁶.

Adriano Boni de SOUZA, citando KOTHARI, afirma existirem três tipos de securitização, conforme a natureza dos recebíveis adquiridos: a) oriunda de ativos existentes; b) oriunda de recebíveis futuros; e c) sintética.²⁷

II.2 veículos de securitização

Os veículos de securitização são essenciais ao aperfeiçoamento da operação. A distribuição de riscos no processo depende destas figuras. Isso porque, tais entidades, por conta de sua própria estrutura, de propósito específico, não possuem ativo ou passivo que não aqueles ligados à operação, sendo, portanto, figuras chamadas na doutrina de “falência remota”.

Melhor dizendo: o único risco (relevante) que tais figuras suportam é o risco relacionado aos ativos-lastro, ou seja, o risco de inadimplemento destes ativos. Assim, mesmo que o originador, por qualquer motivo, venha a entrar em crise financeira, ainda assim estarão protegidas as figuras dos veículos de securitização.

Ademais disso, isto é, além de gozarem o benefício da falência remota, os veículos de securitização ainda usufruem de convenientes tributários como a redução da

²⁶ Cf. KOTHARI, V. *Securitisaton: the financial instrument of the new millenium*. Calcutta: Academy of Financial Services, 1999, p. 25.

²⁷ Explica o autor: “Na primeira estariam enquadradas as operações colateralizadas pelos próprios ativos financiados, como carros e hipotecas residenciais. Na segunda, ficariam as operações colateralizadas por ativos a serem ainda criados, como é o caso de grande parte dos recebíveis comerciais, onde a rentabilidade do título depende da continuidade dos negócios do originador e da renovação periódica dos recebíveis. Nesses casos, como não existem bens colateralizando a operação, sua viabilidade depende mais dos mecanismos de reforço de crédito. Por fim, a chamada securitização sintética seria aquela que não conta propriamente com a transferência de ativos, mas apenas de riscos através da negociação de derivativos de crédito, normalmente *credit default swaps*.” In *Securitização de recebíveis da agroenergia: um estudo de caso baseado em títulos do agronegócio*. Dissertação de Mestrado. FGV. Escola de Economia de São Paulo, 2010, p. 23.

base de cálculo de alguns tributos/contribuições sociais, no caso brasileiro, o PIS e o COFINS²⁸

Trataremos, a seguir, dos dois principais veículos de securitização do país.

II.2.1 A sociedade de propósito específico.

Um dos primeiros normativos a cuidar do assunto foi a Resolução 2.493/98, do Conselho Monetário Nacional (CMN), já que estabeleceu as bases para a cessão de créditos às securitizadoras²⁹.

Assim, o artigo 1º dispunha acerca dos créditos que poderiam ser cedidos, bem como o rol de instituições financeiras que poderiam cedê-los. Dispunha, ainda, que os únicos valores mobiliários que poderiam ser emitidos, em território nacional, pela securitizadora seriam as debêntures e as ações³⁰.

²⁸ Cf. PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. *Securitização de recebíveis, uma análise dos riscos inerentes*. São Paulo, 2008. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. 2008, p. 28 e ss. Acerca do assunto, Maurício Palmada FERNANDES afirma: “Os FIDCs estão sujeitos às mesmas regras tributárias a que estão os fundos de investimento em geral sendo tributariamente neutros á empresa cedente/originadora.No caso de um fundo aberto o investidor pessoa física é tributado semestralmente(come-cotas) em 15%, sendo que a alíquota final aplicada é regressiva de acordocom o período de aplicação: 22,5% (até 180 dias); 20% (181 dias a 360 dias); 17%(360 a 721 dias); e 15% (acima de 720 dias). No caso de fundos fechados atribuição é a mesma com a diferença de que não há a antecipação semestral sendoo imposto retido na amortização das cotas ou liquidação do fundo. No caso de pessoas jurídicas que se utilizem do lucro real, os juros serão considerados receitas financeiras e tributados pelo Imposto de Renda Pessoa Juridica (IRPJ) e Contribuição Social Sobre Lucros (CSSL) (aprox 34%), nestes casos a retenção do imposto na fonte funciona como uma mera antecipação.

No caso das SPEs, estão sujeitas as regras de tributação das sociedades anônimas, isto é, os recebíveis adquiridos e recebidos são base de tributação de PIS e COFINS assim como o lucro resultante da operação, após as devidas deduções, será tributado pelo IRPJ e CSSL. Nestes casos a securitização via SPE pode representar um aumento de tributos para a empresa originadora/cedente.

Conseqüentemente, os FIDCs apresentam uma vantagem tributária sobre as SPEs já que não apresentam nenhum impacto tributário às empresas cedentes/originadoras. Segundo Gallo e Cançado (2007), alguns agentes já pleiteiam a isonomia entre tributária entre os FIDCs e SPEs uma vez que os primeiros são tributariamente neutros e os segundos estão sujeitos ao PIS, COFINS, IRPJ e CSSL. Segundo tais agentes, a isonomia faria com que decisões sobre a estrutura da securitização fossem tomadas pela melhor adequação do veículo e não por razões tributárias.” In *O mercado de securitização no Brasil e suas fontes de valor*. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2010, p. 48.

²⁹ CF. Martins PENTEADO JR . *A securitização de recebíveis de créditos gerado em operações dos bancos: a Resolução n. 2493 e sua perspectiva jurídica* in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 36, n. 111, p. 120 e ss. Jul/set. 1998.

³⁰ Os autores ressaltam que a emissão de debêntures poderá ocorrer a despeito de registro da companhia junto a CVM e que o mesmo órgão não estabeleceu a obrigatoriedade de emissão pública de ações, mas apenas a de debêntures, segundo redação do artigo 1º da Instrução CVM nº 281/98.

Constava do normativo, ainda, que o estatuto social da securitizadora deveria trazer, expressamente, que não haveria redução de seu capital; incorporação, fusão, cisão ou dissolução; tampouco a cessão dos créditos ao controlador ou pessoa a ele ligada em termos diferentes daquele do instrumento contratual, até o resgate dos títulos não haverá transferência do controle acionário dessa sociedade.

A sociedade securitizadora deveria, ainda, deixar expresso que a cessão dos créditos a ela implica a transferência dos contratos, títulos, instrumentos e garantias necessários à execução dos recebíveis, sendo que a instituição cedente poderia, ou não, coobrigar-se ao adimplemento desses créditos.

A instituição financeira que cede crédito à companhia securitizadora não pode manter com ela vínculo ou, tendo em vista as exceções legais, readquirir os créditos cedidos, direta (via recompra) ou indiretamente, nos termos dos incisos III, IV e V, do artigo 34 da Lei nº 4.595/64 e artigo 17 da Lei nº 7.492/86.

A Resolução citada proíbe ainda a instituição financeira cedente de readquirir os créditos cedidos, direta (via recompra) ou indiretamente, exceto nos casos previstos.

Não se pode olvidar, ainda, o conjunto de meios previstos para evitar a cobrança antecipada do produto correspondente ao resgate dos títulos adquiridos pela securitizadora, a fim de evitar a falência da última.

Entre eles, estão regras como aquela mencionada acima de que o pagamento dos títulos estará condicionado ao adimplemento prévio dos créditos, embora possam ser constituídas garantias a terceiros não ligados aos recebíveis. Outra é a de que no caso dos recebíveis subjacentes serem oriundos de empréstimo ou arrendamento mercantil, há necessária inclusão, no termo de emissão, da possibilidade do resgate do título ser efetivado com a dação dos recebíveis, bem como da previsão do pagamento dos créditos gerados pelos recebíveis com bens, isso na hipótese dos devedores terem sido decretados falidos.

Ademais, os investidores estarão impedidos de pedir a declaração de insolvência da securitizadora quando os títulos forem lastreados naqueles créditos fora do regime

fiduciário, e o inadimplemento da securitizadora se dever ao inadimplemento dos devedores da obrigação original.

Também não poderá haver pedido de falência quando a securitizadora não houver constituído, através de terceiros, garantias adicionais sobre os títulos (tendo em vista que, no regime legal destas empresas, os títulos a serem por ela emitidos poderão estar lastreados em recebíveis financeiros ou imobiliários em geral ou a recebíveis imobiliários, constituídos sob a forma de regime fiduciário).

Isso ocorre, pois, já constará do prospecto de emissão dos títulos a informação de que o pagamento deles estará condicionado à quitação da obrigação que lhes originou. É preciso, então, que a securitizadora receba primeiro, e, em recebendo, não pague os títulos, para que então possa ser declarada insolvente.

No caso de Certificados de Recebíveis Imobiliários (originados de relações imobiliárias, conforme trataremos no Capítulo V do presente trabalho), é possível estabelecer garantias de resgate, desde pelo simples provisionamento de fundos para este propósito, até a constituição de privilégios ao investidor sobre o ativo da securitizadora, sem que isso necessariamente a impeça de negociar com os bens que componham esse ativo.

Além disso, sobre os créditos originários desses títulos pode-se também estabelecer regime fiduciário, com a interposição de uma instituição financeira autorizada como garante dos títulos. Nessa hipótese, é constituído um patrimônio em separado³¹ composto por todos os créditos protegidos, o qual não se confunde com o da securitizadora, destinando-se exclusivamente à liquidação dos títulos aos quais estão vinculados e cujos créditos não podem ser objeto de execução, nem de constituição de garantias, a não ser que o patrimônio da securitizadora se torne insuficiente – caso em que a companhia securitizadora poderá conferir aos beneficiários e demais Investidores do Patrimônio Separado o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da própria companhia securitizadora, que deverá recompor o Patrimônio Separado.

31 Cf., acerca do tema, Uinie CAMINHA. *securitização*, 2ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2007, pp. 117 e ss.

Haverá aí a nomeação de um Agente Fiduciário a quem incumbirá a representação da comunhão de investidores, assumido, em caso de falência da securitizadora, a custódia e a administração dos créditos integrantes deste patrimônio separado. E a insolvência somente será declarada em assembléia dos investidores, convocada pelo Agente Fiduciário.

II.2.2 Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

O Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) é uma comunhão de recursos constituída sob a forma de condomínio que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios (aqueles originários de operações nos segmentos financeiro, comercial, industrial, hipotecário, imobiliário, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como os *warrants* e os contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura e os títulos ou certificados deles representativos).

As cotas do fundo, ao serem adquiridas pelos investidores, geram receitas para que a entidade possa comprar créditos de um cedente ou de uma sociedade originadora. Sua estrutura é utilizada como opção à utilização da securitizadora para a transformação dos créditos por apresentar vantagens tributárias (não incidem impostos sobre a carteira desse fundo) e ter forma de constituição mais simples que ela (o registro de distribuição das cotas é automático e não é necessário constituição e abertura do capital), instrumentalizando o acesso das sociedades anônimas fechadas ao mercado de capitais.

No entanto, por força de lei é exigido a esses fundos a realização de uma classificação de seus riscos por uma agência classificadora especializada.

A Instrução CVM nº 444/06 regula o funcionamento dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Não-Padronizados (FIDC-NP), dispondo sobre as particularidades que o diferenciam do FIDC ordinário. A constituição e o registro desta modalidade de investimento são regulados pela Instrução CVM nº356/01, que rege os FIDCs.

A criação desses fundos partiu da necessidade de se ampliar o rol dos recebíveis e direitos securitizados que poderiam fazer parte da carteira dos FIDCs.

De acordo com o artigo 1º, § 1º da referida Instrução, são caracterizados como FIDC-NP os fundos cuja política de investimento permita aplicação nos seguintes direitos creditórios:

- (a) direitos vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;
- (b) direitos provenientes de receitas públicas originadas da administração direta e indireta;
- (c) direitos que tenham sido juridicamente penhorados, dados em garantia ou sejam objetos de litígio de ações judiciais em curso.
- (d) direitos cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FICA seja considerada um fator preponderante de risco;
- (e) direitos oriundos de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;
- (f) direitos decorrentes de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e
- (g) direitos de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do artigo 2º da Instrução CVM nº356/01.

Ainda, são considerados não padronizados os FIDCs cuja carteira de investimento tenha seu rendimento exposto a ativos que não os creditórios 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 aplicação em cotas de FIDC-NP.

Ademais, o artigo 4º da referida Instrução restringe os FIDCs-NP nos seguintes termos: (a) somente poderão receber aplicações e ter cotas negociadas em mercado secundário quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado, conforme definição contida na regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento; (b) terão cotas de valor nominal de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais), no mínimo, somente, sendo permitida a emissão e a negociação de fração de cotas para os titulares de pelo menos uma cota com esse valor nominal.

Com efeito, tais fundos podem ser abertos (condôminos podem requisitar o resgate das suas cotas em conformidade com o regulamento do fundo) ou fechados (as cotas só podem ser resgatadas com o término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme estipulado no regulamento, ou na ocasião de sua liquidação, sendo também admitido o pagamento aos cotistas de parcela do valor de suas cotas, segundo previsão do regulamento ou decisão da Assembléia Geral).

As cotas são divididas em seniores (não se subordinam às demais para efeito de amortização e resgate) ou subordinadas (se subordinam às demais para tais efeitos) – no caso dos fundos fechados, há ainda as “séries”, subconjunto das cotas seniores diferenciado por prazos e valores para amortização, resgate e remuneração, quando houver.

Há uma limitação para a composição da carteira do FIDC. Esta deve estar composta, em período máximo de até 90 (noventa) dias do início de suas atividades, por 50% (cinquenta por cento), no mínimo, de direitos creditórios, sendo que o saldo remanescente pode ser aplicado em títulos públicos e créditos securitizados pelo Tesouro Nacional.

Há, também, autorização para a realização de operações compromissadas e de operações em mercados de derivativos.

Por fim, preocupa-se a Instrução em questão com a garantia de um sistema que permita ampla divulgação das informações aos cotistas. Com essa finalidade, qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo que possa ter relevância na decisão do cotista de permanecer ou não no fundo deve ser divulgado pela instituição administradora.

II.3 As vantagens da securitização

Várias são as vantagens da securitização. A primeira delas está na ampliação das alternativas de financiamento, criando um fluxo de caixa com a cessão de recebíveis.

De outro lado, haverá redução dos custos de captação, principalmente em relação ao setor da intermediação. Haverá, ainda, transmissão dos riscos que cercam os ativos, liberando-os para serem utilizados em outros fins.

E, quando considerado o mercado como um todo, é possível que se diga que a securitização diminui as barreiras de entrada das empresas no mercado de capitais, já que aquelas empresas de menor porte passam acessar ao mercado com custos competitivos.

Como, em geral, há a transmissão do risco de crédito da originadora para a securitizadora, no caso de falência ou liquidação daquela, os seus credores ou os investidores que compram os títulos emitidos com lastro nos recebíveis securitizados, podem perder qualquer pretensão sobre o patrimônio (falido).

É nesse sentido que analisaremos, *infra*, a questão da transmissão do risco e do eventual conflito de interesses que surge entre credores e investidores.

II.3.1 Vantagens para o originador

PINHEIRO³² apresenta os seguintes benefícios da operação de securitização, pelo que é seguido por CAMINHA³³:

i) diversificação das fontes de financiamento, através da captação de fundos diretamente com investidores no mercado de capitais, sem intermediação bancária;

ii) redução do custo de capital, em comparação com o que poderia obter no mercado bancário tradicional ou pela emissão de seus próprios valores mobiliários;

³² Cf. ob. cit., pp. 37 e ss.

³³ Cf. ob. cit., pp. 41 e ss.

iii) menor necessidade de comprometimento de ativos em garantias para a captação de capital;

iv) redução do endividamento/alavancagem da empresa originadora, na medida em que as obrigações contidas nos títulos ativos não são computados como passivo nas demonstrações contábeis, proporcionando a melhora do *rating* da originadora;

v) transferência dos riscos relacionados aos recebíveis para o investidor, especialmente para aqueles investidores que adquirirem os títulos da série subordinada, permitindo a chamada “limpeza de balanço” dos originadores;

vi) redução do requerimento de capital, no caso das instituições financeiras, para o atendimento das diretrizes do Acordo de Basileia, permitindo maior alavancagem do capital disponível;

vii) ganhos de liquidez;

A redução dos custos de financiamento tem relação direta com o que discutimos acerca da característica dos veículos de securitização de apresentarem baixo risco de falência. Para Hugh THOMAS e Zhiqiang WANG³⁴, inexistência de prêmio pago pelo risco de falência diminui os custos (ou o valor do desconto em relação ao valor do crédito) para o originador. Trataremos no Capítulo V de como essa redução dos custos de falência se aplicam na prática.

No entanto, entre os vários benefícios da securitização (fonte estável de financiamento, aumento da confiança e crescimento das linhas de crédito bancário, melhora dos índices financeiros, e independência no que tange à intermediação financeira), a grande benesse (para alguns) e, até certo ponto, a causa da realização da operação, está em proporcionar a segregação de risco do patrimônio do originador.

³⁴ THOMAS, Hugh.; WANG, Zhiqiang. A Cost of Capital Analysis of the Gains from Securitization. In BERGMANN, Matthaus; FAUST, Timotheus (Ed.). *Handbook of Business and Finance: Multinational Companies, Venture Capital and Non-Profit Organizations*. Nova Science Publishers Inc, 2010. cap. 6, p. 155. A esta conclusão também chegam AYOTTE, Kenneth; GAON, Stav. Asset-Backed Securities: Costs and Benefits of Bankruptcy Remoteness. *Texas Finance Festival*, October 11, 2005. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=813847&rec=1&srcabs=561581>.

A transparência da operação é tida como fator relevante para a perpetuidade do processo, que, em suma, revela-se uma fonte rápida e prática de financiamento para a empresa. Por isso se propugna, também, pela higidez dos créditos que fazem parte do patrimônio da securitizadora.

A segregação de risco é tão importante que as operações de securitização costumam ser classificadas, segundo este fator, da seguinte maneira:

a) securitização sem segregação de risco: quando os valores mobiliários são emitidos diretamente pela originadora dos créditos, sem a intermediação de um veículo securitizador. Nesse caso, os valores mobiliários prendem-se aos recebíveis, ou via um liame real (penhor) ou obrigacional (custódia);

b) securitização com segregação de risco: os valores mobiliários são emitidos por um veículo de securitização, uma “sociedade de Propósito Específico”, ou um Fundo de Direitos Creditórios. Nesse caso, os investidores ficam protegidos de passivos já existentes, aumentando a lucratividade do projeto.

Entretanto, pode ser que haja ligação entre as obrigações da originadora e o produto da securitização. Nesse caso, outra classificação é engendrada, variando os níveis de segregação, na dicção de Luiz Pereira Xavier BORGES³⁵:

a) segregação efetiva: nesse caso o risco existe em função do comprador dos créditos, porquanto a relação jurídica de compra e venda já se aperfeiçoou, o produto ou serviço já foi entregue ou efetivado através de uma relação jurídica regular;

b) segregação relativa: aqui há responsabilidade do devedor, porquanto os recebíveis não foram totalmente entregues;

c) segregação tênue: aqui não existe relação jurídica, ou o seu perfazimento é tênue, sendo que os recebíveis são precificados por valores históricos, sendo o risco do devedor.

35Cf. *Securitização como parte da segregação de risco empresarial*, in Revista de Direito Bancário do Mercado de Capitais e da Arbitragem, nº 10, ano 3, outubro-dezembro de 2000, Ed. Revista dos Tribunais, p. 262.

Essa perspectiva da securitização como instrumento do gerenciamento do risco é bastante referenciada por Frank FABOZZI e Vinod KOTHARI³⁶. Discutiremos no capítulo III do presente trabalho os principais conceitos sobre os riscos relacionados à securitização.

II.3.2 Vantagens para o investidor

As vantagens para os investidores são reflexos das vantagens para o originador. Assim com a segregação de riscos, assim com o afastamento dos ativos gerados pelo veículo securitizador da falência do originador.

Sob o prisma do investidor, PINHEIRO e CAMINHA listam os seguintes benefícios proporcionados pelas operações de securitização:

- a) maior diversificação de investimentos, inclusive em segmentos da economia antes inacessíveis ou pouco acessíveis aos mesmos, como é particularmente o caso do agronegócio.
- b) simplificação da análise de risco dos produtos de investimento;
- c) ótima relação retorno/risco em comparação com outros investimentos; e
- d) benefícios fiscais relevantes em relação a outras alternativas de investimentos, principalmente para pessoas físicas em relação a operações a operações com recebíveis agropecuários.

Vale, portanto, citar aqui as conclusões de PINHEIRO:

“Os títulos securitizados oferecem taxas atraentes para o investidor, pois representam uma forma de desintermediação financeira. Bancos comerciais apresentam custos operacionais elevados e uma de suas principais fontes de ganhos reside no *spread* bancário. Além disso, os bancos procuram valorizar o

³⁶ FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. Securitization: The Tool of Financial Transformation . *Yale International Center for Finance Working Paper No. 07-07*, June 28, 2007. Disponível em: <<http://ssrn.com/abstract=997079>>. pp. 30 e ss.

próprio papel, ou seja, preocupam-se com a imagem transmitida ao mercado caso tivessem que emitir um CDB a uma taxa de juros superior a um determinado padrão. Por essa razão, os bancos normalmente não oferecem taxas atraentes ao investidor; diferentemente, os títulos securitizados não embutem estes ônus e tornam-se atrativos.

(...)Logo, sob a ótica de risco e retorno, a securitização pode oferecer melhores alternativas ao investidor do que os títulos emitidos pelos bancos comerciais.”³⁷

II.3.3 Vantagens para o tomador de crédito

Para PINHEIRO, as vantagens diretas aos tomadores de crédito são sentidas apenas no longo prazo, após um período de maturação da operação de securitização e de conformação do mercado a esta forma de financiamento. Destarte, o aumento da competitividade para o fornecimento de crédito levaria a uma redução geral dos custos de captação.

PINHEIRO citando Rosenthal e Ocampo afirma que os tomadores de financiamento imobiliário nos Estados Unidos, após o desenvolvimento do mercado de securitização, chegaram a pagar “100 pontos base a menos com o advento securitização no espaço de uma década (...) Ainda segundo os autores, este benefício ainda não havia sido repassado a tomadores de financiamento de automóveis e cartão de crédito”³⁸.

Destarte, dentro de uma perspectiva de equilíbrio, com títulos realmente sólidos, lastreados em créditos firmes, haverá um aumento da competitividade dos fornecedores de crédito, e, por via de consequência, a redução dos custos para obtenção dos recursos.

II.3.3 Vantagens para o mercado em geral

Um mercado com títulos ativos, oriundos de securitizações realizadas a preço justo³⁹, tende a ofertar aos investidores formas diversificadas de investimento. Aos

³⁷ Cf. ob. cit., pp. 33-44.

³⁸ Cf. ob. cit., p.35.

³⁹ Trataremos das questões referentes ao preço no capítulo IV do presente trabalho.

tomadores de crédito, por outro lado, implicará diminuição das taxas para captação de recursos.

Ambas as pontas da relação creditícia estarão satisfeitas, sempre partindo de um ponto de equilíbrio regularidade das emissões. Destarte, o crédito circulará de maneira eficiente e servirá ao seu real propósito de fomento da atividade produtiva, sempre onde há escassez de capital, mas soluções viáveis de empreendedorismo.

Em suma, se o processo de securitização não ceder a pressões egoísticas e, até certo ponto, gananciosas, do mercado, a inovação a que se refere Schumpeter como produto da aplicação eficiente do crédito, a operação somente trará contribuições ao mercado. Sob este propósito discutiremos, abaixo, algumas das possíveis causas da crise financeira de 2008.

II.4 Os problemas da securitização e a proteção ao crédito

Como afirmamos, acima, os problemas da securitização têm que ver muito menos com a operação em si e mais com a forma que a operação é empregada nos processos de financiamento das atividades das empresas mundo afora. Há, destarte, um conjunto sério de problemas que surgem quando a securitização é realizada com desvirtuamento de suas causas naturais.

Um desses problemas, bastante referenciado por SCHWARCZ, é a escalada no processo de criação artificial de títulos, por intermédio de uma falsa oferta de créditos aos veículos securitizadores. Diz-se, pois, falsa tal oferta porquanto os créditos cedidos são fruto de um processo denominado, lá fora, de *originate to distribute*, isto é, baseado num contexto em que há um estímulo à tomada de crédito, sem a correspondente viabilidade financeira do empreendimento⁴⁰.

O equilíbrio entre as pontas tomadora e fornecedora do crédito não é respeitada. Os recebíveis, o crédito em suma, só existem (ou são criados) para serem securitizados. Os

⁴⁰ Cf. “The future of securitization”. *Connecticut Law Review*, vol 41, n. 4, Maio de 2009, p. 1318 e ss.

títulos lastreados nesses créditos de procedência duvidosa inundam o mercado forçando uma pressão compradora que, também e, conseqüentemente, não é real.

Esse problema, que por certo gera uma crise de confiança (*moral hazard*) no mercado e nos agentes que o controlam (*gatekeepers*), é originado, sem dúvidas, de uma falta de cuidado na avaliação do créditos cedidos, desde o ponto de vista da capacidade de pagamento do devedor do crédito, gerando o que se chama no mercado de ativos defeituosos, problemáticos (*flawed asset type*).

Se há, pois, crédito à securitização para a crise de 2008, cujos resultados apontaremos abaixo, tais são as principais razões: a simbiose entre a análise descuidada na emissão do crédito e a criação de uma oferta irregular, não desejada destes créditos, unicamente com o fim de jogar títulos no mercado.

A principal questão que interessa aos credores do originador é aquela referente ao capítulo IV do presente trabalho, qual seja, a possibilidade de recuperação, ou não dos ativos cedidos ao veículo de securitização, em caso de falência do originador.

Observamos acima que os veículos de securitização são entidades de falência remota, o que acaba por baratear os custos do financiamento. Isto porque as cessões de crédito são protegidas de qualquer apreensão pela massa falida, quando, nos Estados Unidos, verificadas que são cessões perfeitas e acabadas (conceito que estudaremos adiante).

Haverá, pois, sempre uma tensão entre credores e investidores sobre a propriedade dos ativos transferidos, tensão esta que é suavizada onde existem regras claras para a proteção daquelas cessões de crédito, mas que, conforme discorrermos abaixo, aqui ainda podem ser muito graves, exatamente por conta da inexistência de tais regras.

Acerca da tensão existente entre os termos do *Chapter 11*, que regula a reorganização das empresas em crise nos Estados Unidos e a securitização, bem pontua LUBBEN :

“Securitization exists in tension with the Bankruptcy Code, and, in particular, the broad policies of chapter 11. On the one hand, Congress enacted chapter 11 to

save business from liquidation by compelling creditors to negotiate a solution with the bankrupt firm. On the other, securitization exists to remove a debtor's credit risk from the cost of financing. Unlike a typical secured lender, the investors in a securitization have no intention of monitoring a firm, negotiating new concessions in exchange for forgiving a covenant, or formulating a reorganization plan. But what if a firm will fail without the inclusion of securitized assets in a debtor's estate? Do the policies of chapter 11 trump the deal the firm worked out with the financial markets in earlier (better) days?"⁴¹.

E, ao final, conclui:

“At heart, the failure to enact the industry’s legislative salvation simply continued the long reality that what is so often term’ed the "fastest growing" financing technique is based on a foundation of doubt and risk⁴².

II.4.3 Tópicos sobre a crise financeira de 2008

Qualquer justificativa para a crise financeira de 2008 apresenta apenas uma pequena faceta de seus problemas. O seu tamanho, em proporções geográficas, e o impacto financeiro que gerou nos mercados tornam, no mínimo, arriscado estabelecer um único fator culpado pelo processo.

Contudo, o mecanismo da crise, ou parte deles é bastante explorado pela doutrina. Trataremos destes aspectos neste tópico, sobretudo no papel catalizador desenvolvido pela securitização.

Sem dúvidas, a crise do *subprime* colocou em xeque a securitização e, conforme tratamos acima, a cultura de disseminação, no mercado de títulos de risco alto, em pressão de oferta inexistente, gerando demanda artificial. Evidenciou-se, sobretudo, que a estrutura de precificação desses ativos foi bastante duvidosa, sobretudo em mercados pouco regulados e transparentes.

⁴¹ Cf. ob. cit., p. 4.

⁴² Cf. LUBBEN, Stephen J. *Beyond True Sales – Securitization and Chapter 11*, p.2.

Acerca da disseminação dos títulos oriundos de processo de securitização nos Estados Unidos, SOUZA afirma:

“A disseminação do uso desses instrumentos no mercado norte-americano foi notável a partir do final da década de 90. Os registros de ABS emitidos em 1998 cresceu de US\$ 112,2 bilhões para US\$ 3,07 trilhões até 2005. Na Europa, o volume saltou de US\$ 40 bilhões para US\$ 319,2 bilhões no mesmo período. O mercado hipotecário norte-americano de qualquer maneira, permaneceu como o segmento mais representativo das operações de securitização no mundo. No período de 1999 a 2005, o crescimento foi de US\$ 6,3 trilhões para 12,1 trilhões, chegando ao patamar de US\$ 14,6 trilhões no ano de 2008, durante a crise do *subprime*.

Os *subprime* nada mais eram (e são) do que títulos lastreados em, sua maioria, em hipotecas de alto risco. Até aí, não haveria problema: a aptidão para riscos e retornos não deve jamais ser regulada. O problema esteve no aumento exagerado da presença destes títulos no mercado americano⁴³.

A bolha daí originada ocorreu por conta, sobretudo, de uma política “monetária de juros baixos e expansão do crédito no setor imobiliário que originou empréstimos de alto risco com garantia hipotecária e taxa variável a pessoas sem comprovação de sua capacidade de pagamento, levando a uma crescente valorização dos imóveis”⁴⁴.

Essa tensão entre o mercado, somente tem

⁴³ Ver ACIOLY, Luciana e LEÃO, Rodrigo Pimentel Ferreira (orgs.). *Crise financeira global: mudanças estruturais e impactos sobre os emergentes e o Brasil*. Brasília: Ipea, 2011.

⁴⁴ Cf. LORIA, Eli. *Companhia aberta: objeto social e operações de risco*. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Direito da USP, 2012, p. 176.

Capítulo III – A relação entre a doutrina de riscos e a securitização

IV.1 Risco e incerteza: a clássica distinção.

O conceito de risco está associado a um acontecimento futuro e incerto, de maneira que a ocorrência de um determinado evento, e o momento de sua verificação, não são conhecidos, mas podem ser, no entanto, mensurados. Vale dizer: os efeitos deste evento, de ocorrência futura e incerta, podem ser (e em verdade são) estudados e trazidos ao cômputo da dinâmica da vida presente.

Doutra parte, a incerteza está ligada a ocorrência de eventos futuros e incertos cuja previsibilidade é impossível ao ser humano. A causa desta imprevisibilidade, alerte-se, é ínsita aos eventos incertos e não necessariamente à racionalidade, reconhecidamente limitada do ser humano.

Isto é: são os eventos incertos imprevisíveis por conta de sua própria natureza, ainda que a dimensão de sua previsão dependa, obviamente, do desenvolvimento tecnológico humano. Em outras palavras, a dimensão semântica aqui esposada, tem natureza estática: a classificação de um determinado evento poderá mudar, mas não estas duas categorias.

Assim, se um determinado evento que hoje se reputa incerto, puder ser mensurado no futuro, em função da evolução da tecnologia, passará, a sua verificação, a ser mensurada conforme o *risco* que apresente de ocorrer. Jamais, no entanto, poder-ser-á argumentar que as categorias, risco e incerteza, mudaram.

O quanto descrito acima traz apenas o resumo da doutrina que se tornou clássica pela pena de Frank H. KNIGHT⁴⁵. Trata-se, pois, à semelhança do que ocorre com a teoria dos mercados eficientes⁴⁶, do retrato de uma conclusão admitida com hipótese de pesquisa.

⁴⁵ In *Risk, uncertainty and profit*. Boston: Houghton Mifflin Company, 1921.

⁴⁶ Em referência ao célebre trabalho de George A. Akerlof, *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500

Destarte, impossível não mencionar, aqui, outra teoria que referencia um terceiro gênero às categorias de hipótese de ocorrência de eventos.

Trata-se, enfim, da teoria esposada por Nassim Nicholas TALEB⁴⁷, segundo a qual, baseado na experiência histórica que cercou a descoberta pelo velho mundo dos cisnes negros em 1697, determinados eventos, então entendidos como improváveis, ao terem ocorrência verificada, são rapidamente classificados *ex ante*, por alguns pensadores, como prováveis (ou mais prováveis do que se imaginava).

A obra, de incidência sobretudo no mercado financeiro, em verdade, pretende muito menos criticar as categorias estanques e sim, a incapacidade dos avaliadores e teóricos, de realmente compreender o mundo conforme pintam.

Calçaremos os alicerces deste capítulo, no entanto, no esteio da teoria clássica.

Partindo para os impactos da teoria econômica no mundo jurídico, ainda à guisa de definições, importante citar aqui a descrição de Cesare VIVANTE, para quem o risco pode ser classificado como um evento de ocorrência fortuita, que influenciará, com a sua aleatoriedade o cumprimento das obrigações dos contratantes⁴⁸.

Analisaremos abaixo como os impactos da doutrina de riscos, de maneira prática, influenciam o desenrolar de operações de securitização.

IV.2 Classificação e etimologia dos riscos inerentes à securitização.

A moderna normatização do mercado de capitais, focada que está nas regras de *disclosure*, na tutela da informação relevante para formação adequada de valor dos ativos negociados no mercado de capitais, tem cada vez mais focado na discriminação, pelo emissor dos valores mobiliários, dos riscos inerentes aos papéis.

A Instrução CVM nº 400/03 que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e a Instrução CVM nº

⁴⁷ In *A lógica do cisne negro: o impacto do altamente improvável* (trad. port. Marcelo Schild), 3ªed. Rio de Janeiro: Best Seller, 2009.

⁴⁸ VIVANTE, Cesare. *Il contratto de assicurazione*. Milano: Editore-Librario della Real Casa, 1887, v.1 e v.3.

480/09, que dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados, trazem um conjunto de regras acerca da divulgação dos riscos inerentes à atividade dos emissores.

Razão não haveria para que o mesmo não fosse realizado com as normas que regulamentam especificamente o mercado de securitização. Assim com a Instrução CVM nº 356/01 que regulamenta 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; e com a Instrução CVM nº414/04, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRIs.

Dessa maneira, se, no momento de distribuição pública dos valores mobiliários, os prospectos devem descrever de maneira clara e precisa os riscos do investimento, devem os regulamentos dos fundos e os termos de securitização identificar os principais riscos capazes de afetar o valor do investimento⁴⁹, bem como os mecanismos utilizados para a sua mitigação.

Em relação, pois, ao tema dos riscos envolvidos com o processo, a doutrina⁵⁰ costuma apontar os seguintes como os mais relevantes:

⁴⁹ “Os códigos de auto regulação da ANBIMA a respeito de fundos e emissões públicas reafirmam essa diretriz, estabelecendo que os prospectos de emissões públicas devem conter informações suficientes, claras e precisas para a tomada de decisão pelo investidor a respeito dos riscos envolvidos, devendo conter descrições detalhadas pelo menos quanto aos seguintes riscos: resgate antecipado, de colocação parcial, mercado, crédito, liquidez, derivativos, além de outros riscos específicos da operação.” Cf. SOUZA, ob. cit., p. 50.

⁵⁰ Cf. PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. *Securitização de recebíveis, uma análise dos riscos inerentes*. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia e Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo. 2008, pp. 63 e ss.; CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. *A securitização de hipotecas no Brasil*. Rio de Janeiro. jun. 2000. Texto para discussão nº 426. PUCRJ e SOUZA, ob. cit. pp. 55 e ss. Em grande parte, os trabalhos destes autores reflete as conclusões de KOTHARI, Vinod. *Securitization – the financial instrument of the future*. Singapore: John Wiley & Sons (Ásia), 2006;

IV.2.1 Risco de Crédito:

Em regra, o risco de crédito, refere-se à probabilidade de que, pactuada uma relação obrigacional entre duas ou mais partes, inadimplência, uma destas venha a se tornar inadimplente com relação à sua obrigação.

O cálculo da precificação deste risco, no entanto, levará em conta não somente o impacto do prejuízo havido com o referido inadimplemento (parcial ou total) de qualquer das contrapartes de um contrato, mas também com eventual rebaixamento no grau de risco do tomador do crédito, quando este é avaliado por uma agência de *rating*; ou então com a depreciação das garantias oferecidas pelo tomador do crédito.

No que concerne à securitização, a estrutura básica e típica, envolvendo um veículo adquirente dos títulos do originador, e, principalmente, em situação em que inexista coobrigação do originador, os riscos aludidos acima serão totalmente transferidos para o investidor.

A avaliação do risco de crédito pela agência de *rating* analisará o conjunto dos recebíveis adquiridos, segundo os seguintes critérios: a tipologia, a quantidade e o volume dos créditos, as características e o das garantias apresentadas pelo originador, relação entre o tipo de crédito e o tipo de garantia, perfil dos devedores, histórico de inadimplência e dispersão do risco da carteira, entre outros fatores.

IV.2.2 Risco de preço ou de mercado

O risco de mercado está ligado às flutuações de mercado é aquele que depende das diversas flutuações de mercado, expressada em diversos índices como a variação do preço de um determinado ativo, ou de taxas de juros e taxas de câmbio. Tanto maior será a exposição de um determinado ativo ao risco de mercado, quanto mais volátil for o seu preço ao longo do tempo.

Para os casos relativos à securitização, o risco de mercado está associado aos riscos de variação do preço dos recebíveis, que serviram de lastro para a emissão dos valores mobiliários, sendo, portanto, verificado em operações em que o lastro existe, como no financiamento de veículos.

Quando a operação de securitização envolve a aquisição de recebíveis futuros, afirmam alguns autores⁵¹, isto não se verificará, uma vez que tais recebíveis não estão sujeitos, ou não são afetados, pelas oscilações de outros ativos. Verifica-se, no entanto, para ambos os casos, recebíveis performados e a performar, o risco de perdas ligado ao descasamento entre as taxas de juros pagas aos investidores adquirentes dos valores mobiliários e as taxas de juros que remuneram os créditos, lastro da operação.

Para as instituições financeiras, a Resolução nº 3464/07 do Conselho Monetário Nacional estabeleceu a obrigatoriedade da criação de uma estrutura de gerenciamento do risco de mercado. O normativo traz a definição de risco de mercado como sendo “a possibilidade de ocorrência de perdas resultantes da flutuação nos valores de mercado de posições detidas por uma instituição financeira”, incluindo operações sujeitas à variação cambial, das taxas de juros, dos preços de ações e dos preços de mercadorias.

O mesmo normativo estabelece que as instituições financeiras devem fazer publicar políticas de gerenciamento de riscos de mercado, Tais políticas devem ser objeto de constante análise e atualização, por parte dos órgãos de administração das instituições financeiras.

IV.2.3 Risco de liquidez:

Este risco pode ser definido como a ausência, momentânea, de fundos para suprir as obrigações, em função de um descasamento entre a receita e as despesas de uma determinada companhia. Em contexto de mercado o risco de liquidez, pode ser traduzido, também, como a dificuldade que um determinado investidor enfrente para vender seu ativo no mercado secundário.

⁵¹ Ver, por todos, PINHEIRO, ob. cit., p. 63 e ss.

O risco de liquidez é, no mais da vezes, mitigado com a diversificação dos investimentos em títulos ou ativos oriundos de vários emissores e originadores. Em especial para a securitização de créditos que tenha, na estrutura da operação, fundos de investimento, o recurso está na constituição de fundos fechados, de maneira que os cotistas somente podem resgatar o dinheiro das cotas na data de vencimento identificada no regulamento, evitando descasamentos de fluxos indesejáveis.

Para as instituições financeiras, o risco de liquidez é denotado nos casos de ativos pouco negociados (volumes inconsistentes), no momento em que seus titulares desejam vendê-los rapidamente.

Ainda para este setor, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução nº 4090/12 que trata da criação, para as instituições financeiras, de estruturas de gerenciamento do risco de liquidez. O normativo define tal risco como sendo identificado com o risco de a instituição falhar no adimplemento de suas obrigações, de maneira a afetar suas operações diárias, ainda que não causando perdas significativas. E isto para todos os tipos de obrigações (esperadas, inesperadas, correntes, futuras).

Da mesma maneira, a supracitada Resolução, identifica o risco de liquidez como sendo aquele de uma instituição financeira não conseguir negociar, a preço de mercado, um determinado ativo, devido ao seu tamanho elevado em relação ao volume normalmente negociado ou em razão de alguma descontinuidade no mercado. O mesmo normativo prevê a criação de estrutura de gerenciamento para o risco de liquidez independente das equipes de negociação e de auditoria interna, compatível com as características e a dimensão da exposição da instituição financeira.

IV.2.4 Risco de taxa de juros:

Um dos índices que referimos acima ligado ao risco de mercado, o risco de taxa de juros está ligado à probabilidade de descasamento entre taxas de juros pagas aos investidores adquirentes dos valores mobiliários emitidos pelos veículos de securitização, e as taxas que remuneram os recebíveis.

A mitigação deste risco pode acontecer pela contratação de instrumentos financeiros, em especial o *swap*, ou então a aposição nos contratos de instrumentos de reforço de crédito, como um *spread* excedente fixado em patamares considerados suficientemente altos para cobrir o descasamento entre ativos (recebíveis) e passivos (título de securitização).

IV.2.5 Risco de taxa de câmbio:

O risco de câmbio é derivado da probabilidade de variações desfavoráveis a um determinado agente do preço das divisas às quais o investimento deste agente está exposto. A principal forma de mitigação deste risco está associada com a contratação de derivativos de câmbio para a realização de operações de *hedge* cambial.

IV.2.6 Risco operacional:

O risco operacional está virtualmente ligado a procedimento. Trata-se do risco atrelado aos processos e controles internos dos vários atores da operação de securitização. Assim com os processos do originador para a seleção dos recebíveis, os processos do veículo securitizador para a cobrança dos créditos e emissão dos valores mobiliários, os processos dos diversos prestadores de serviço, especialmente aqueles que executam as funções críticas como: custódia, análise de atendimento dos critérios de elegibilidade e validação dos recebíveis a serem adquiridos, acompanhamento dos índices de concentração, cobrança e liquidação financeira das operações.

Esse tipo de risco tende a requerer maior atenção na medida em que as estruturas operacionais adotadas tornam-se mais complexas, tendo em conta a maior diversidade de tarefas e agentes envolvidos.

O risco operacional, portanto, decorre de falhas de controle, processos ou pessoas ou da inadequação ou falhas de sistemas.

IV.2.7 Risco de pré-pagamento:

Este é um risco referenciado por SOUZA, mais ligado às operações de securitização, em si, e que denota a possibilidade de perda de receitas futuras, na hipótese de os recebíveis que lastreiam a operação serem quitados antecipadamente, com abatimento dos juros. Os regulamentos dos fundos de investimento costumam prever essa hipótese, criando mecanismos que possibilitem a compra de novos ativos para substituir aqueles que foram liquidados antecipadamente, garantindo assim um *spread* suficientemente alto para cobrir a remuneração dos investidores.

IV.2.8 Risco sistêmico:

Trata-se do risco da ocorrência de eventos catastróficos em sequência que conduziriam à falência de todo um sistema econômico.

Segundo SOUZA estes riscos aqueles que “não estão ligados particularmente ao originador ou aos recebíveis, mas sim ao ambiente operacional, associados normalmente a crises econômicas e políticas, e eventos que possam afetar indistintamente todo um setor da economia ou de uma região”.

IV.3 A dinâmica do risco de crédito.

Essa matéria tem ligação intrínseca com o que trataremos no Capítulo V do presente trabalho em relação aos aspectos particulares das empresas que recorrem à securitização como forma de investimento. Isto é, conforme procuraremos demonstrar, há uma relação positiva entre o risco de crédito a que uma empresa está exposta e a procura desta empresa pelo mecanismo da securitização, de maneira que, quanto maior a exposição ao risco de crédito, maior a procura de uma determinada empresa por esta forma de financiamento.

IV.4 Riscos ligados diretamente ao originador.

Até aqui, tratamos neste capítulo, dos riscos que a securitização pretende eliminar. É de se notar, entretanto, que o completo desenvolvimento da operação está sujeita a um conjunto de riscos que podem trazer desde pequenas falhas, até problemas graves o suficiente para impedirem a conclusão de todo o processo.

Trataremos adiante, de maneira meramente ilustrativa, dos principais riscos ao desempenho da operação. É claro que os riscos completos serão fornecidos pela empresa que cuidar do *rating* do processo.

Com efeito, SOUZA ⁵² trata dos seguintes riscos:

“Riscos relacionados aos originadores: numa operação típica de securitização com a participação de um VPE para a segregação do patrimônio que lastreia a emissão, os riscos imediatos relativos à falência do originador estão naturalmente mitigados. Porém, dependendo da estrutura da operação, o nível de atividade econômica do originador pode influenciar na qualidade de risco dos títulos, como é tipicamente os casos da securitização de recebíveis não performados. O mesmo risco estaria presente ainda no caso de coobrigação do originador pelo adimplemento dos recebíveis cedidos ao VPE e no caso de a operação estar estruturada sobre créditos de curto prazo, onde a falta de um fluxo de créditos elegíveis para aquisição pelo veículo gera o risco de que a operação não consiga remunerar os investidores na taxa fixada. Nas operações estruturadas sob a forma de FIDCs especificamente, convém notar que as carteiras precisam contar com mais de 50% dos seus ativos aplicados em direitos creditórios, sob pena de liquidação antecipada.

Risco de PL negativo: hipótese possível para FIDCS, cuja estrutura é de condomínio, ou seja, uma entidade desprovida de personalidade jurídica, que, portanto, não limita as responsabilidades dos quotistas. Numa situação extrema, além de perder o valor investido, os investidores podem, em tese, ser chamados a aportar recursos adicionais para saldar os compromissos do condomínio. Trata-se

⁵² In ob cit., pp. 57 e ss.

de uma hipótese muito remota, pois veículos de propósito específico das operações de securitização são, por natureza, estruturas leves que não devem assumir outras obrigações que não aquelas diretamente vinculadas à compra de recebíveis.”

Esses riscos, ou os efeitos deles, refletem diretamente nas características da operação. Em verdade, tais riscos pintam uma figura que tentamos generalizar no Capítulo V do presente trabalho, quando tratamos das características principais das empresas que mais recorrem à securitização e da existência de uma relação (contrato) implícita entre os investidores, adquirentes dos títulos emitidos pelos veículos, e os originadores dos recebíveis.

IV.5 Gestão de riscos na operação de securitização

Quando tratamos no item IV.2, acima, de cada um dos riscos, tratamos das formas de mitigação de cada um deles, ou da maior parte deles. Em geral, os riscos podem ser, por exemplo, com a conclusão de um contrato de seguro, cujo prêmio será calculado com a utilização de dados e cálculos estatísticos que estimam a probabilidade de ocorrência do evento que se quer proteger.

Assim, a administração de riscos surge como resposta da teoria dos riscos, como campo autônomo para o desenvolvimento de soluções para a identificação, quantificação e mitigação de riscos⁵³.

⁵³ Ver, nesse sentido, o que dispõe o setor responsável pela administração de riscos do Banco Goldman Sachs:

“Gerenciamos nossa exposição aos riscos de mercado através da diversificação de exposições, controlando o tamanho das nossas posições e estabelecendo hedges econômicos relativos a títulos ou derivativos, incluindo: informações precisas e atualizadas sobre a exposição ao risco, incluindo múltiplas métricas de risco; uma estrutura dinâmica para estabelecer limites; e comunicação constante entre as unidades geradoras de receita, os gestores de risco e a alta administração da empresa.

A Gestão de Riscos de Mercado, que é independente em relação às unidades que geram receitas, está diretamente subordinada ao diretor de riscos, tem a responsabilidade principal de avaliar, monitorar e gerir riscos de mercado.

Monitoramos e controlamos os riscos por meio de uma supervisão rigorosa e através de funções independentes de controle e de suporte, que se estendem a todos os negócios globais da empresa. Os gerentes das unidades geradoras de receita são responsáveis pela gestão de risco dentro de limites pré-estabelecidos,

Na dicção de Peter BERNSTEIN⁵⁴, quando em situações que tendem à incerteza, a atividade econômica é mais bem desenvolvida com soluções de racionalidade. Destarte todas as atividades que conduzem à análise e mensuração de riscos são essenciais para fortalecer e dar segurança aos processos de tomada de decisão do agente econômico.

Várias são as formas pelas quais a administração de riscos pode ser observada. Assim, por exemplo, para YAZBEK, duas são as formas pelas quais a administração de riscos pode se manifestar: uma delas por via negocial, isto é, contratual, e a outra é por intermédio de soluções de conjuntura, pela via institucional-legal⁵⁵.

É certo que o papel das instituições, privadas ou não, é, ao propor soluções de conjuntura, reduzir as incertezas que cercam a sociedade. Desta maneira, o grande feito está e, que os referidos arranjos institucionais reduzem as incertezas ao estabelecer uma estrutura estável para a interação humana. Esta mesma classificação para as formas de administração de riscos é definida por Kenneth ARROW como mecanismos de alocação de riscos “via mercado”, em que são negociados riscos com terceiros, e “extramercado”, pela qual o risco é submetido a mecanismos de controle institucional⁵⁶.

O objeto da administração de riscos está na empresa, e no empresário, tendo em vista a atividade produtiva que exercem com fulcro na obtenção do lucro. O correto gerenciamento de riscos permite aos agentes, que correm os riscos inerentes a atividade econômica que exercem, assumir empreitadas de acordo com o grau de aversão, ou afeição, a riscos de cada um.

Talvez o principal elemento prático para a gestão dos riscos que, conforme tratamos acima, podem minar o processo de securitização, seja a cláusula de coobrigação,

detendo profundo conhecimento das posições, dos mercados e dos instrumentos disponíveis para proteger as exposições.

Os gerentes das unidades geradoras de receita e os gerentes de Gestão de Riscos de Mercado discutem constantemente sobre informações de mercado, posições e riscos avaliados, e cenários de perda.

O gerenciamento de risco do Conglomerado Financeiro é função integral do departamento de Gestão de Risco de Mercado. O Comitê de Risco Goldman Sachs Brasil, “GSBRC” se assegura do cumprimento das exigências da regulamentação do Banco Central.”

In: <http://www.goldmansachs.com/worldwide/brazil/gerenciamento-de-risco/mercado.html>

⁵⁴ In ob. cit., p. 187.

⁵⁵ YAZBEK, Otávio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 26 e ss.

⁵⁶ In Insurance, risk and resource allocation. In *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, 1971, pp. 134-143. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1497765>, consultado em 28/05/13.

aposta aos contratos de cessão de crédito. Trataremos, pois, deste mecanismo no Capítulo VI, em que discorreremos acerca dos elementos inerentes ao contrato de cessão de crédito, em que se pactua este instrumento de reforço creditício. Instrumento este que, no limite, pode acabar por reter sobremaneira os riscos que os originadores pretenderam segregar.

Existem, entretanto, outros instrumentos que, de certa forma, reduzem a preocupação dos investidores com relação à aquisição dos títulos. Vale dizer, formam um conjunto de procedimentos, sobretudo, de reforço de confiabilidade, por parte do originador, que tornam os títulos mais amigáveis.

SOUZA⁵⁷ traz os seguintes elementos de administração de riscos na securitização.

Riscos re

“a) Spread excedente: Uma prática muito usada em operações estruturadas é a de embutir uma margem excedente de juros nos fluxos do VPE, proveniente da diferença entre a taxa de juros oferecida aos investidores e a taxa de juros cobrada dos cedentes/originadores. Nesse segundo caso, computa-se a taxa de desconto⁶⁴ praticada quando da aquisição dos recebíveis e a taxa de juros que eventualmente o próprio título securitizado possa conter. Conforme NORONHA (p.125), o *spread* excedente é tipicamente a primeira linha de defesa para absorção de perdas, funcionando como um colchão para a proteção tanto dos títulos sênior como dos subordinados (e mezanino, se o caso). Os eventuais ganhos financeiros (juros excedentes menos perdas de crédito) reverterem para o investidor subordinado (normalmente o originador) como ganho extra, sendo que estes ganhos poderão ficar retidos em conta de reserva até a liquidação das obrigações do VPE com os investidores seniores.

b) Subordinação: A maioria das operações de securitização incorporam mecanismos de subordinação na estrutura de emissão dos títulos, visando garantir uma remuneração mais homogênea para os investidores. Nesse processo, é estabelecido um critério de preferência no direcionamento dos fluxos de recebimentos, condicionando-se a liquidação dos títulos de uma classe à liquidação da que lhe é superior. A estrutura pode prever dois níveis

⁵⁷ In ob. cit. pp. 55 e ss.

(sênior/subordinada) ou mais (sênior/mezanino/júnior) de subordinação na busca de uma calibragem ótima entre o risco dos títulos, sua taxa de remuneração e o apetite dos investidores. Assim, caso as perdas oriundas da inadimplência da carteira superem a reserva formada pelo o *spread* excedente (se houver), os títulos subordinados terão uma função de colchão para absorver primeiras perdas da operação, resguardando a posição dos títulos seniores. É comum que os títulos subordinados fiquem em posse dos próprios cedentes/originadores, dada a maior dificuldade de colocação desses títulos. Essa sistemática, no entanto, reduz o volume de captação e impede que os originadores retirem o risco de seus balanços. Assim, em geral, os estruturadores buscam otimizar as emissões agregando outros mecanismos de mitigação de risco à operação e pagando um prêmio aos detentores dos títulos subordinados, para compensar o maior risco assumido. (...) Os títulos subordinados geralmente não são absorvidos pelo mercado de capitais e acabam sendo comprados pelos originadores dos créditos que lastreiam a operação. Porém, estes títulos representam um percentual não desprezível do montante da operação, fazendo com que os originadores captem um montante de recursos inferior ao valor da carteira de créditos sendo securitizada e mantenham uma parte significativa dos riscos desta carteira em seus livros.”

c) Fundo de reservas: Para mitigar o risco de insuficiência momentânea de caixa, é usual que as estruturas prevejam a manutenção de um certo volume de reservas em caixa ou ativos de maior liquidez, a fim de fazer frente a necessidades de curto prazo. Outra alternativa (esta mais utilizada em estruturas de securitização no exterior) é manter uma linha de crédito junto a uma instituição bancária, que aportará quando necessário as necessidades súbitas de caixa. A manutenção desse fundo de reserva representa em regra um ônus para a operação, já que os valores mantidos no fundo de reserva tendem a não alcançar um retorno suficiente para remunerar os investidores. Porém, dependendo da natureza da operação e dos recebíveis, pode não haver outra alternativa para mitigar o risco de liquidez. Operações com carteira revolvente e baseadas em fundos abertos, por exemplo, tendem a necessitar mais de tal reserva.”

IV.6 Aspectos informacionais e o papel do *rating*.

A gestão No entanto, a legislação previu uma série de normas tendentes ao controle informacional dos procedimentos relativos à securitização, deixando, desta forma, as agências responsáveis pelo *rating* da operação como importante elemento facilitador da divulgação de referidas informações.

Assim, por exemplo com as normas relativo ao registro das ofertas de valores mobiliários e mesmo as relativas aos FDICS.

Capítulo IV – A dinâmica do *true sale* e do *Article 9* do Código Comercial Americano

IV.1. Cessão de créditos. IV.2 A noção de cessão perfeita e acabada. IV.3 As definições do *Article 9*. IV.4 A preocupação com a higidez do mercado e a formação de preços. IV.5 Contribuições da contabilidade para a compreensão jurídica da cessão de créditos.

IV.1. Cessão de créditos

A cessão de crédito constitui negócio jurídico por intermédio do qual um determinado indivíduo, detentor de um crédito contra terceiro, transmite-o a outrem, em geral contra o pagamento de um preço⁵⁸. Ao crédito cedido acompanham as garantias que lhe são próprias, se estas tiverem sido constituídas⁵⁹.

A classificação técnico-jurídica trata a cessão de crédito como sendo negócio jurídico de tipo bilateral e consensual, porquanto envolve o acordo de vontades de cedente e cessionário e impescinde da concordância do devedor, não exigindo, para o seu aperfeiçoamento, nada além deste acordo de vontades, sendo certo que em princípio a eficácia em relação ao devedor depende de sua notificação⁶⁰. Ademais, é negócio jurídico

⁵⁸ A cessão de crédito insere-se no rol dos negócios jurídicos de transferências das obrigações, e segundo as palavras Marcel Edvar SIMÕES, “Os mecanismos transmissivos engendrados pelos diversos sistemas jurídicos, contudo, não apresentam uniformidade de regras, mas ao contrário: são dotados de regimes jurídicos próprios, cuja ignorância pelos operadores conduz a uma situação de grave insegurança, em função do desconhecimento das regras do jogo ínsitas a tais operações. Três meios de transmissão singular das referidas posições jurídicas no direito das obrigações - a saber, a cessão de crédito, a assunção de dívida e a sub-rogação pessoal - apresentam tanto traços em comum quanto diferenças críticas no que tange à sua estrutura, função e processo. São, contudo, unidos por uma característica de base: a manutenção da essência da relação jurídica obrigacional a que se referem (por contraposição ao efeito extintivo e substitutivo que se verifica em sede da novação subjetiva). (...)”

⁵⁹ Cf. art. 287 do Código Civil.

⁶⁰ Cf. art. 290 do Código Civil, segundo o qual: “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.”

causal, já que faz referência, e, no limite, tem existência por causa de um negócio jurídico subjacente⁶¹ e, a despeito de ser quase sempre oneroso, pode ser concluído gratuitamente.

Em especial para as cessões de crédito para securitização, algumas características devem ser destacadas. A primeira concerne à necessidade de notificação do devedor (não a sua anuência), em relação ao contrato de cessão de crédito. A dinamicidade e, principalmente, o volume de cessões de crédito que dão suporte a uma operação de securitização tornam praticamente impossível a notificação individual de cada um dos credores.

Destarte, entre os métodos utilizados para centralizar as informações acerca das cessões de crédito, garantindo a ciência dos vários devedores, alguns procedimentos foram sendo criados. Entre estes destacam-se a concentração da cobrança dos créditos em uma instituição financeira, de maneira que o devedor pagará o débito como se o fizesse ao credor original, ficando a instituição financeira incumbida de realizar as transferências dos recursos aos tomadores; ou, então, a inserção no contrato que cria o crédito, a possibilidade de cessão deste para terceiro⁶².

Se a cessão de crédito, como negócio causal que é, necessita da existência de um negócio jurídico subjacente (e que envolva a criação de uma obrigação pecuniária), o crédito não pode ter ligação, pela sua natureza, com a pessoa do credor.

Nesse sentido, embora quase todo crédito possa ser cedido, existem determinadas limitações à cessão por conta da tutela de vários interesses. Assim, por exemplo, não podem ser cedidos créditos que tenham natureza eminentemente pessoal, como os oriundos de ação de alimentos, ou aqueles que devem ser adimplidos por determinada pessoa.

Os créditos que não podem ser individualizados e os créditos relacionados: à remuneração de funcionários públicos; à remuneração de empregados (celetistas); a direitos que não têm expressão patrimonial; aos fins assistenciais também não podem ser cedidos.

⁶¹ Cf. ROMERO, Anna Paula B.. *Anotações sobre a cessão de crédito no direito empresarial*. São Paulo. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2008.

⁶² Cf. Souza, ob. cit., p. 34.

Nesse mesmo sentido, há quem considere que os créditos trabalhistas, oriundos de processos falimentares, também não podem ser cedidos, a despeito do que preceitua o art. 83, §4º, da Lei 11.101/05⁶³. Isso porque se entende que tal atitude estaria contrariando os princípios da irrenunciabilidade de direitos e o princípio da proteção⁶⁴.

Há, ademais, quem afirme existirem óbices à cessão de crédito, por parte, de instituições financeiras, a companhias de securitização das quais participe, ou de que dela participem, em interpretação ao disposto nos incisos III, IV e V, do art. 34, da Lei 4.595/64, que veda a concessão de créditos e adiantamentos (inclusive via cessão de créditos) a companhias securitizadoras com as quais a Instituição financeira mantenha vínculos.

É de se notar, ainda, o impedimento de alienações de ativos por parte de companhias em falência ou recuperação judicial sem consentimento dos credores.

Essa aproximação inicial do tema, sob o ponto de vista jurídico, tem por função estabelecer o conceito de cessão de crédito, no direito pátrio, negócio jurídico base da securitização. Trataremos adiante da parcela relevante deste conceito, porquanto evidencia não a parte formal do referido negócio jurídico, mas sua dimensão substancial: a real transferência de titularidade do crédito, referente à transferência do risco a ele inerente.

IV.2 A noção de cessão perfeita e acabada.

A operação de securitização depende substantivamente do aperfeiçoamento da cessão de crédito, do contrário, a segregação de risco, mote da operação, restará prejudicada. E, conforme afirmamos quando tratamos do conceito de securitização, tal

⁶³ “Art. 83 (...)”

§ 4º Os créditos trabalhistas cedidos a terceiros serão considerados quirografários.”

⁶⁴ “Entretanto, essa posição não nos parece adequada aos interesses dos empregados credores, já que as normas de direito comum só poderão ser consideradas fonte subsidiária do direito do trabalho, somente se não forem incompatíveis com os princípios fundamentais deste. São princípios fundamentais do direito do trabalho, dentre outros, o princípio da irrenunciabilidade de direitos e o princípio da proteção, ambos pautados na hipossuficiência do empregado. É justamente em virtude desse princípio que as normas de direito do trabalho são, em regra, imperativas, cogentes e que importam limitação da autonomia da vontade. A cessão de créditos, todavia, não se mostra compatível com os citados princípios trabalhistas, pois, na prática, importa em renúncia, ainda que parcial, de direito irrenunciáveis do empregado, em favor de terceiro economicamente e juridicamente privilegiado.” Cf. DANTAS, Fernanda Ramos. *Nas ações falimentares créditos trabalhistas não podem ser cedidos*. In: http://www.conjur.com.br/2008-dez-09/acao_falimentar_credito_trabalhista_nao_cedido, acessado em 12/08/2013.

operação somente se verificará quando a estrutura comportar a segregação do risco de crédito do originador e, ao mesmo tempo, a pulverização desse risco aos investidores.

Daí, via de regra, a importância de que os créditos sejam efetivamente cedidos pelo originador ao veículo securitizador: o originador deixará de tomar o risco que tomava e o investidor não se preocupará com a capacidade de pagamento do originador. Ademais, como a atividade do veículo de securitização é baseada num fluxo cíclico de capitais, em que os recursos obtidos com a emissão de valores mobiliários são empregados para o pagamento do originador e, a emissão é lastreada no pagamento dos devedores ao veículo, a possibilidade de falência destes veículos é remota. Desta feita, os investidores não terão de suportar o risco de falência que teriam se adquirissem títulos do originador diretamente.

Antes, porém, precisamos tratar conceitualmente da posição ocupada pelo termo *true sale* na doutrina do direito privado, em especial no que tange ao direito das obrigações.

Com efeito, na legislação norte-americana, o *Article 9* do Código Comercial Uniforme é o dispositivo que regula a criação, o aperfeiçoamento e a execução (*enforcement*) na concessão de garantias sobre *personal properties*⁶⁵. O normativo sofreu alterações em 2001 para contemplar o financiamento via securitização, razão pela qual o exploraremos neste trabalho, mais adiante.

A preocupação do legislador estadunidense está na veracidade do negócio jurídico. Isto é: quando da celebração do contrato de cessão de créditos do originador para o veículo de securitização, a finalidade substancial do instrumento deve ser realmente a de transferir a propriedade e os riscos daqueles ativos para o veículo e qualquer outro negócio daí advindo será desconsiderado⁶⁶.

Nesse sentido, o que ocorre com frequência no mercado é a contratação de mútuo garantido por créditos vincendos, de maneira que o originador dos recebíveis usa estes recursos como garantia do empréstimo contratado. Ora, nesse caso, não há cessão do

⁶⁵ Cf. LUPICA, Lois R. “Revised Article 9, securitization transactions and the bankruptcy dynamic”. *In American Bankruptcy Institute Law Review*, vol. 9, 2001, p.2

⁶⁶ L. SCHWARCZ; Bruce A. MARKELL; Lissa L. BROOME. *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*, pp. 70 e ss.

crédito e, sempre que em uma determinada operação, disfarçada de cessão de crédito para securitização, este for o intuito das partes, a *true sale* não será reconhecida.

A razão econômica por trás da reclassificação de um negócio jurídico por outro (cessão de crédito para securitização por contratação de mútuo com garantia) é, efetivamente, restringir o benefício que surge para as partes em uma operação de securitização, uma vez que a estrutura inteira é arquitetada pra proteger os investidores adquirentes dos títulos e valores mobiliários emitidos pelo veículo dos efeitos da falência do originador⁶⁷.

O termo *true sale* pode ser traduzido como cessão perfeita e acabada, com o sentido de que o cedente efetivamente transfere a propriedade dos títulos e os riscos a eles inerentes. Dessa maneira, haverá cessão perfeita e acabada quando os riscos de um eventual inadimplemento do devedor do recebível não forem mais suportados pelo originador, mas, imediatamente, pelo veículo securitizador e, mediamente, pelos investidores adquirentes dos valores mobiliários emitidos por tal veículo, embora de maneira pulverizada.

Segundo a regra estadunidense, a autoridade competente para afirmar se a operação resultou em uma cessão perfeita, ou não, é o Poder Judiciário. Se, a autoridade judiciária concluir que houve a *true sale*, o veículo de securitização poderá cobrar os créditos dos devedores e, em caso de falência do devedor, estes recursos não comporão a massa falida. Do contrário, uma vez descaracterizado o *true sale*, o originador correrá todos os riscos do inadimplemento do devedor, passando, em caso de falência, tais créditos a integrar a massa falida (*estate*)⁶⁸.

De outra parte, e como consequência do reconhecimento, ou não, da *true sale*, os adquirentes dos títulos somente receberão os recursos referentes aos créditos adquiridos pelo veículo, se a anterior cessão destes créditos for considerada verdadeira, vale dizer,

⁶⁷Conforme tratamos no item relativo aos veículos de securitização, no capítulo II do presente trabalho.

⁶⁸Cf. Steven L. SCHWARCZ. *The Impact on Securitization of Revised UCC Article 9*, p. 948; n L. Schwarcz, *The Parts Are Greater than the Whole: How Securitization of Divisible Interests Can Revolutionize Structured Finance and Open the Capital Markets to Middle Market Companies*, 1993 COLUM. BUS. L. REV. 139, 150 (1993) e , também do mesmo autor, *The Impact of Bankruptcy Reform on "True Sale" Determination in Securitization Transactions*, 7 Fordham J. Corp. & Fin. L. 353 (2002), disponível em <http://law2.fordham.edu/publications/articles/600flspub9464.pdf>.

perfeita e acabada⁶⁹. Certo é que o impacto aí não é exatamente na validade do título emitido, senão que na sua valorização, até porque há um conjunto de recebíveis que dá suporte ao valor mobiliário.

IV.3 As definições do *Article 9*.

Conforme discutimos no tópico acima, a preocupação da legislação americana com o negócio jurídico envolvendo a cessão de crédito é com a efetividade do negócio, isto é, deseja-se que o crédito seja efetivamente cedido pelo seu originador a um terceiro e não que seja, por exemplo, utilizado como forma de garantia à obtenção de um empréstimo. O que se quer é que exista a cessão de crédito e não a realização de um negócio jurídico diverso.

Esta preocupação tem lugar porque uma vez que o crédito é cedido, em hipótese da superveniência de falência do originador, estarão protegidas as partes desta cessão, do alcance dos credores do originador. Isto é, uma vez reconhecido o negócio como cessão de crédito, estarão as partes protegidas da falência do originador, não podendo ser o negócio anulado, tampouco desconsiderado seus efeitos para fins de recomposição do patrimônio da massa falida.

Se, todavia, o negócio for entendido como concessão de garantia (os créditos) para a obtenção de um empréstimo, os créditos cedidos serão incorporados ao patrimônio da massa falida, nos termos do § 541 do Código de Leis dos Estados Unidos (USC) e estarão sujeitos ao uso, ou qualquer tipo de alienação, nos termos do artigo 363(b)(1) do USC, ambas disposições do conhecido capítulo 11 do USC, que trata da reorganização das empresas em crise⁷⁰.

BAIRD é assente em dizer que o benefício da exclusão do alcance da falência, para os investidores adquirentes de títulos lastreados em créditos, depende da montagem

⁶⁹ Steven L. SCHWARCZ; Bruce A. MARKELL; Lissa L. BROOME. *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*, p. 69. Schwarcz bem explícita que a questão mais importante que envolve a operação de securitização é se os investidores continuarão a ser pagos em hipótese de falência do originador: Perhaps the most important issue in a securitization is whether the SPV's investors will continue to be repaid in the event of the originator's bankruptcy. If the SPV owns the receivables, its investors will continue to be repaid; if not, their right to be repaid will be suspended and subject to possible impairment. The SPV will own the receivables only if the transfer of those receivables from the originator to the SPV constitutes a sale under applicable bankruptcy law — usually referred to as a “true sale” In ob. cit., *The Impact...*, p.355.

⁷⁰ Cf. BAIRD, Douglas. *Elements of bankruptcy*, 5ª ed. Nova Iorque: Foundation Press, pp. 103 e ss.

de uma estrutura que envolva uma entidade de propósito específico para aquisição, integral e sem condições, dos créditos de propriedade de um determinado agente⁷¹.

Do ponto de vista prático, o *Article 9* do UCC regula as vendas de créditos (*accounts*) e os empréstimos garantidos por tais créditos. Nos termos deste normativo, o cessionário passa a ser titular de um direito real de garantia sobre o crédito adquirido, sendo, assim, uma “*secured party*”, nos termos da seção 102(a)(72)(D) do referido *Article 9*. Nesse sentido, ainda que a cessão seja reclassificada para concessão de garantia, ainda assim, o cessionário deverá, para as regras contábeis daquele país, identificar os créditos em seu balanço como “direito real de garantia”.

O fato do Artigo 9 regular as vendas de créditos não é relevante na determinação de uma cessão como *true sale* ou como concessão de garantia. Toda a análise é realizada, conforme afirmamos, pelos tribunais.

Com efeito, o dispositivo tem aplicação para a cessão de determinados ativos muito bem definidos em seu preâmbulo, quais sejam: *accounts*, *chattel papers*, *promissory notes* e *payment intangibles*.

As definições ali esposadas⁷² apontam, no entanto, um norte que vai além dessa atividade praticamente taxonômica: o *article 9* deverá ser aplicado em toda forma de negociação que implicar cessão de uma obrigação pecuniária de um terceiro.

⁷¹ Cf. idem, PP. 204 e ss: “(...) These often involve a special purpose entity (“SPE”). Investors put cash into a specially created entity, such as a limited liability company, and take a security interest in its assets. The entity then uses this money to “buy” assets, such as accounts receivable, from debtor. So long as the transfer of assets to the SPE is treated as a “true sale”, the debtor’s bankruptcy has no effect on the SPE’s investors. The SPE merely bought assets from the debtor”.

⁷² A lista de definições do artigo ainda contem os seguintes termos:

“**Account**” means any right to payment for [goods](#) sold or leased or for services rendered which is not evidenced by an [instrument](#) or [chattel paper](#), whether or not it has been earned by performance.

“**General intangibles**” means any personal property (including things in action) other than goods, [accounts](#), chattel paper, [documents](#), instruments, and money. All rights to payment earned or unearned under a charter or other contract involving the use or hire of a vessel and all rights incident to the charter or contract are accounts.

A security interest is a “purchase money security interest” to the extent that it is

(a) taken or retained by the seller of the [collateral](#) to secure all or part of its price; or

(b) taken by a person who by making advances or incurring an obligation gives value to enable the [debtor](#) to acquire rights in or the use of collateral if such value is in fact so used.

(a) “**Account debtor**” means the person who is obligated on an [account](#), [chattel paper](#) or general intangible;

(b) “**Chattel paper**” means a writing or writings which evidence both a monetary obligation and a security interest in or a lease of specific [goods](#), but a charter or other contract involving the use or hire of a vessel is

Certo é que uma classificação errônea de uma operação como não ensejando a *true sale* poderia trazer insegurança para um mercado de transferência de direitos creditórios por intermédio da securitização. Tome-se como exemplo o caso da companhia LTV Steel nos Estados Unidos, que correu aos tribunais de Ohio para descaracterizar suas cessões de crédito para determinados veículos, quando em estado pré-falencial, com

not chattel paper. When a transaction is evidenced both by such a [security agreement](#) or a lease and by an [instrument](#) or a series of instruments, the group of writings taken together constitutes chattel paper;

(c) "**Collateral**" means the property subject to a security interest, and includes [accounts](#) and [chattel paper](#) which have been sold;

(d) "**Debtor**" means the person who owes payment or other performance of the obligation secured, whether or not he owns or has rights in the [collateral](#), and includes the seller of [accounts](#) or [chattel paper](#). Where the debtor and the owner of the collateral are not the same person, the term "**debtor**" means the owner of the collateral in any provision of the Article dealing with the collateral, the obligor in any provision dealing with the obligation, and may include both where the context so requires;

(e) "**Deposit account**" means a demand, time, savings, passbook or like [account](#) maintained with a bank, savings and loan association, credit union or like organization, other than an account evidenced by a certificate of deposit;

(f) "**Document**" means document of title as defined in the general definitions of Article 1 (Section [1-201](#)), and a receipt of the kind described in subsection (2) of Section [7-201](#);

(g) "**Encumbrance**" includes real estate [mortgages](#) and other liens on real estate and all other rights in real estate that are not ownership interests;

(h) "**Goods**" includes all things which are movable at the time the security interest attaches or which are fixtures (Section [9-313](#)), but does not include money, [documents](#), [instruments](#), [accounts](#), [chattel paper](#), [general intangibles](#), or minerals or the like (including oil and gas) before extraction. "Goods" also includes standing timber which is to be cut and removed under a conveyance or contract for sale, the unborn young of animals, and growing crops;

(i) "**Instrument**" means a negotiable instrument (defined in Section [3-104](#)), or a certificated security (defined in Section [8-102](#)) or any other writing which evidences a right to the payment of money and is not itself a [security agreement](#) or lease and is of a type which is in ordinary course of business transferred by delivery with any necessary indorsement or assignment;

(j) "**Mortgage**" means a consensual interest created by a real estate mortgage, a trust deed on real estate, or the like;

(k) An advance is made "**pursuant to commitment**" if the [secured party](#) has bound himself to make it, whether or not a subsequent event of default or other event not within his control has relieved or may relieve him from his obligation;

(l) "**Security agreement**" means an agreement which creates or provides for a security interest;

(m) "**Secured party**" means a lender, seller or other person in whose favor there is a security interest, including a person to whom [accounts](#) or [chattel paper](#) have been sold. When the holders of obligations issued under an indenture of trust, equipment trust agreement or the like are represented by a trustee or other person, the representative is the secured party;

(n) "**Transmitting utility**" means any person primarily engaged in the railroad, street railway or trolley bus business, the electric or electronics communications transmission business, the transmission of [goods](#) by pipeline, or the transmission or the production and transmission of electricity, steam, gas or water, or the provision of sewer service."

objetivo de arrecadar os recebíveis para a massa, em prol do que entendeu como benéfico para economia⁷³.

Em um primeiro momento os tribunais entenderam pertinente a alegação da companhia. O caso, no entanto, foi encerrado com um acordo entre os envolvidos, em que as cessões restaram consideradas como *true sale*. Gerou, no entanto, comoção suficiente no mercado até resvalar no congresso estadunidense, na forma de uma proposta de reforma da normativa envolvida, de maneira a estabelecer uma definição mais clara de quando uma operação deve ser considerada *true sale*⁷⁴.

A reforma, destarte, teria por função criar um porto seguro para as cessões de crédito no âmbito das operações de securitização. Focou-se, pois, na mudança do referido § 541 do USC, dispositivo que traz o conceito de massa falida para o sistema estadunidense, excluindo deste qualquer “ativo elegível” transferido para um “veículo elegível”, relacionado com a securitização de recebíveis.

As definições seriam extensas o suficiente para incluir qualquer ativo. O termo ativo elegível deveria significar qualquer ativo financeiro, ainda que fosse futuro, incluindo juros (*interests*), que pudesse ser convertido em dinheiro em um determinado período de tempo.

O termo veículo elegível seria também abrangente o suficiente pra fazer incluir qualquer entidade que adquirisse e mantivesse em sua posse os ativos elegíveis, ou que adquirisse e transferisse os ativos elegíveis direta, ou indiretamente, para um emissor. Essa definição incluiria todos os veículos de securitização usados em estruturas simples, ou complexas, de securitização.

A reforma ainda trazia a definição do termo transferência, elemento central do conceito de *true sale*. A redação sugeria que se o cedente elaborasse um documento

⁷³ LTV Steel, Inc., No. 00-43866, 2001 Bankr. LEXIS 131 (Bankr. N.D. Ohio Feb. 5, 2001). A repercussão do caso levou Stephen J. Lubben a afirmar: “Securitization's benefits come from a faith that the creation of formalized legal structures will protect a group of assets from the undertow of a firm's collapse. But these formal structures will only work if that formality is respected by a collection of judges – those that preside over the federal bankruptcy courts – that pride themselves on being courts of equity, with the ability to find creative solutions to tough problems. Often they respect the nature of a securitization – but not always.” In *Beyond True Sales – Securitization and Chapter 11* p. 3

⁷⁴ Cf. Schwarcz in ob. cit., *The Impact...*, p.355.

escrito deixando claro que os ativos cedidos não comporiam a massa falida em caso de falência, anuiria com tal efeito. Dessa maneira, eventuais óbices ao *true sale* como cláusulas de coobrigação, ou mesmo a possibilidade de retrocessão não seriam consideradas para a caracterização da operação⁷⁵.

A cessão de crédito teria, no entanto, que ter ligação com o a securitização de recebíveis. Dessa maneira, seriam incluídos nesta definição todos os negócios que envolverem transferência de ativos que fossem utilizados como lastro (fonte de pagamento) para a emissão de valores mobiliários, desde que esses valores mobiliários fossem avaliados por uma agência de rating.

Entre os benefícios apontados por SCHWARCZ acerca da reforma estaria a resolução do problema acerca da natureza indivisível dos créditos adquiridos pelo veículo de securitização. Isso porque, até então, sempre havia dúvida se a cessão parcial de um direito creditório impediria a caracterização do negócio como *true sale*. A reforma eliminaria esse problema ao estabelecer o conceito de cessão parcial (ou de parcela ideal) dos recebíveis.

A reforma e a consequente criação de um porto seguro para as cessões de crédito nas operações de securitização trariam, assim, a segurança de que determinadas cessões fossem desconsideradas, nos termos do §548 do Bankruptcy Code, por serem consideradas fraudulentas, já que o preço pago pelo cessionário seria sempre justo.

Ademais, o estabelecimento de regras claras para esta cessão específica para securitização eliminaria questões de fundo em processos falimentares do originador, relacionadas, no mais das vezes, a suas especificidades econômicas, como sua importância para o mercado, ou até mesmo para uma determinada região.

Nesse ponto, tratando da reforma e lembrando a posição de seus colegas, SCHWARCZ ressalta a opinião de Louis LUPICA:

⁷⁵ A esse respeito afirmar SCHWARCZ: "The primary purpose of a two-tier structure is to "avoid the risk that recourse [to the transferor] might disqualify true sale treatment for a transfer. For transactions within the safe harbor, however, recourse is no longer a relevant criterion for sale treatment. Thus, the originator may be able to transfer its receivables, in a simplified "one-tier" structure, directly to a non-affiliated SPV that issues the securities and has recourse against the originator. If the originator also has the right to take back any surplus collections once the transaction has ended, the one-tier structure may replace the two-tier structure." In ob. cit., p.

“Professor Lupica argues that the safe harbor provides participants in securitization with a degree of protection and immunity from the normal operation of the bankruptcy system at the expense of other creditors and debtors that seek to reorganize under the shelter of the bankruptcy laws.”⁷⁶

A reforma, no entanto, não avançou. E a redação do normativo permaneceu praticamente inalterada.

O trabalho de LUPICA, no entanto, é interessante para que tratemos de alguns aspectos referentes ao tema, qual seja, a preocupação com a segurança do mercado de crédito, pela adequada negociação do valor dos créditos cedidos.

IV.4 A preocupação com a higidez do mercado e a formação de preços

Conforme afirmamos, os tribunais estadunidenses analisam a estrutura econômica de uma operação de securitização para saber se a cessão que lhe dá suporte tem mais elementos de cessão, ou se tem mais elementos de empréstimo. A este teste praticado pelos tribunais dá-se o nome de teste da totalidade das circunstâncias: isto é, analisa-se a totalidade dos atos praticados pelos agentes econômicos para se definir se a operação tem um ou outro viés, uma ou outra natureza econômica.

Para os tribunais que analisam as operações, o fator mais importante é a transferência do risco. É saber quem, em um determinado negócio, assume o risco pelo inadimplemento do devedor do originador: se os investidores que adquiriram títulos e valores mobiliários lastreados nos créditos do originador, ou se o próprio originador.

Dessa maneira, se os riscos são inteiramente suportados pelo cedente, então a racionalidade econômica do negócio seria a de um empréstimo e não a de uma cessão. Tome-se, por exemplo, o caso em que o cedente fica obrigado a readquirir os recebíveis em caso de inadimplência do devedor: para os tribunais norte-americanos o negócio

⁷⁶ Cf. ob.cit., p. 15.

realizado entre o suposto cedente e suposto cessionário terá sido a contratação de um mútuo e não uma cessão de crédito⁷⁷.

Desta maneira, se o cessionário adquire o crédito sem disposições relativas a coobrigação, mais fácil será o reconhecimento do negócio como cessão efetiva, *true sale*.

LUBBEN, analisando o benefício que exclui os frutos da securitização da falência do originador, afirma que a discussão deve ultrapassar a questão da cessão de créditos subjacente constituir, ou não, uma *true sale*⁷⁸.

Afirma o autor: “then develops my argument that a functional analysis of securitizations – which considers why a transfer of assets to a third-party should be unwound – does a better job than the traditional “true sale” analysis of identifying those putative securitizations that should be subject to a debtor’s chapter 11 case.”

Em outras palavras, isso significa que a indicação da retenção de risco pode, não necessariamente, estar presente pela aposição de uma determinada cláusula de coobrigação no contrato de cessão de crédito. A transferência do risco pode também ser mitigada no preço do ativo transferido.

Vale dizer, se um determinado ativo for transferido pelo originador a um determinado veículo por um preço inferior ao preço de mercado, então, a transferência poderá ser desconsiderada, como índice da cessão de crédito, para uma tomada de empréstimo, ou mesmo uma situação fraudulenta.

Aqui, ademais, vale ressaltar a questão dos credores, sobretudo os não protegidos por garantias reais, ou fiduciárias, os credores titulares de crédito subordinado que, inobstante a saída de recursos, blindados os aportes correspondentes em caso de uma

⁷⁷ Susan J. KLEIN, escrevendo sobre a importância da *true sale* também para o negócio de factoring, pontua: “Where the entire risk has been shifted to the seller, the sale is often recharacterized as a loan. If the seller is required to repurchase the accounts after the account debtor is in default for a certain number of days or due to the mere passage of time, a court will likely find the transaction to be a loan, and not a sale of accounts receivable”. In *Factoring Accounts Receivable: True Sale Versus Secured Transaction*. Disponível em: <http://law-journals-books.vlex.com/vid/factoring-receivable-versus-secured-63493733>

⁷⁸ “In the process, I suggest a functional analysis that would be more useful in making these types of determinations than the present reliance on whether or not there has been a “true sale” of assets as part of the securitization.” In ob. Cit., p. 4.

eventual falência, ainda sofrerão com a insuficiência dos capitais auferidos em função de cessões de créditos realizadas a preços abaixo do mercado.

As regras da *true sale*, servem, também, a tutelar estes credores e, mediamente, toda a higidez do mercado de crédito.

IV.5 Contribuições da contabilidade para a compreensão jurídica da cessão de créditos.

Como afirmamos acima, em geral, quando entra em uma operação de securitização, a principal preocupação do originador é a de garantir a segregação do risco do inadimplemento dos créditos que transfere. Essa segregação, quando de fato ocorre, é refletida no balanço do originador, que demonstrará a cessão do recebível, ou não, segundo este preciso critério (da segregação/retenção) do risco.

O crédito detido contra terceiro poderá deixar o balanço do originador quando efetivamente este for cedido, não restando, pois, ligação entre o risco do inadimplemento deste crédito e o originador. Isto, pelo menos do ponto de vista contábil.

Casos como o da companhia Enron⁷⁹, em que a empresa originadora transferia créditos a vários veículos de securitização, maquiando seus balanços, no entanto, tornaram ainda maior essa preocupação ainda mais séria, de maneira a deixar as regras a esse respeito ainda mais rígidas.

O ideal das modificações foi o de afastar e impedir negócios que tivessem por motivação a alteração da veracidade dos balanços, isto é, negócios estruturados única e exclusivamente para impactar de modo benéfico as demonstrações financeiras, escondendo eventuais prejuízos com a criação de lucros artificiais.

⁷⁹ Para uma análise mais profícua do caso Enron e os artifícios utilizados por sua administração por intermédio de companhias de propósito específico e o financiamento *off balance*, ver http://www.bbc.co.uk/portuguese/economia/020128_esp_eronqa.shtml; SCHWARCZ, Steven L. *Securitization post Enron*. *Cardozo Law Review*, Vol. 25:5, 2003, disponível em http://scholarship.law.duke.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1942&context=faculty_scholarship.

A possibilidade de descaracterização da cessão de crédito perfeita e acabada nos Estados Unidos, em função da retenção, identificada nas demonstrações financeiras, dos riscos inerentes ao inadimplemento dos recebíveis supostamente cedidos motivou o estado de SCHWARCZ⁸⁰.

E tal descaracterização, que, em outras palavras, implica a desconsideração da cessão de crédito e a sua recharacterização como outro negócio jurídico (mútuo garantido pelos recebíveis, no mais das vezes), pode ocorrer mesmo em casos em que a cessão foi negociada de maneira justa, tendo sido pago preço de mercado. Basta que, para tanto, haja a retenção do risco, conforme explicamos acima⁸¹.

Desta forma, nos Estados Unidos, as regras para contabilização, pelo originador, dos ativos cedidos para securitização estão contidas no pronunciamento do *Statement of Financial Accounting Standards* (SFAS), número 140, que dispõe sobre “*Accounting for Transfers and Servicing of Financial Assets and Extinguishments of Liabilities*”, editado em 2000.

O foco do normativo é o conjunto de operações de securitização em que o originador retém parcela do risco dos ativos cedidos, por intermédio de arranjos contratuais como coobrigação, *servicing rights and ABS*. Ademais, revela-nos RYAN, em determinadas situações o originador matem com o cessionário uma espécie de coobrigação implícita, que não pode ser contabilizada⁸².

Se, no entanto, em uma cessão de créditos para securitização, o originador reter algum “*beneficial interests*” sobre os ativos, tal operação será tratada como cessão parcial dos créditos.

Dito isto, temos que a visão contábil da *true sale* tem importância salutar para a caracterização do negócio jurídico como cessão de crédito, ou qualquer outra modalidade contratual admitida na legislação estadunidense. É o reconhecimento da capacidade da contabilidade de expressar, no limite, a realidade econômica do negócio jurídico, realidade esta que exerce importância superior a qualquer formalidade que o direito possa ter

⁸⁰ In, *The future...* ob. cit.

⁸¹ Idem, p. 1545.

⁸² RYAN, Stephan G. *Financial instruments & institutions: accounting and disclosure rules, 2^o edition*. New Jersey: Wiley & Sons, Inc., 2007, p.189.

prescrito como criadora de relações intersubjetivas e que, por esta precisão, deve ser sempre considerada.

Os elementos cognitivos trazidos pela contabilidade permitem, portanto, revelar em que medida o originador dos recebíveis manteve parcela (ou a integralidade, em situações no mínimo absurdas) dos riscos atrelados aos recebíveis supostamente cedidos. Haverá a *true sale* quando restar contabilmente demonstrado a inexistência de retenção (considerável) do risco de crédito por parte do originador.

Na hipótese da securitização ser tratada contabilmente como empréstimo, os recebíveis, e todos os encargos sobre eles, deverão ser demonstrados no balanço do originador, e aí teremos uma modalidade de financiamento *on-balance*, isto é, demonstrada como financiamento nas demonstrações do originador. Se, todavia, houver a *true sale*, o financiamento não será demonstrado desta forma no balanço do originador, consagrando a forma *off-balance*⁸³.

No Brasil, o tratamento não é diferente, mas temos certos problemas⁸⁴.

⁸³ Off-balance sheet accounting for securitization transactions are governed in the United States, for transfers occurring after March 31, 2001, by Statement of Financial Accounting Standards No. 140 (FAS 140). ACCOUNTING FOR TRANSFERS AND SERVICING OF FINANCIAL ASSETS AND EXTINGUISHMENTS OF LIABILITIES, Statement of Financial Accounting Standards No. 140 (Financial Accounting Standards Bd. 2001). FAS 140 generally requires that (a) the transferred receivables be put presumptively beyond the reach of the transferor and its creditors, even in bankruptcy; (b) if the transferee is a qualifying special purpose entity ("SPE"), each holder of its beneficial interests (i.e., its securities) has the right to pledge or exchange those interests; and (c) the transferor does not have the ability to unilaterally cause the holder to return specific assets, other than through a cleanup call. *Id.* These conditions may well be satisfied in some one-tier structures. The first condition would be explicitly satisfied by the Reform Act's safe harbor. The second condition (b) should be feasible because, in practice, many SPVs that constitute "eligible entities" under the Reform Act may also constitute "qualifying SPEs" under FAS 140. *See id.* § 35 (setting forth the criteria of a qualifying SPE). Additionally, each holder of the SPV's securities would normally have the right to pledge or exchange those assets. *Cf. id.* § 173. Condition (c) also should be feasible because FAS 140 interprets the phrase "unilaterally" to permit a transferor, consistent with sale accounting, to retain the right to remove defaulted receivables from the SPV, and also permits the transferor to remove cash collections of receivables. *See id.* §§ 87.b, 189, 42, 43, 35.d.

⁸⁴ Ver, a este respeito Brito, Giovani Antonio Silva. *Conservadorismo contábil e o custo do crédito bancário no Brasil*. Tese de doutorado apresentada à Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da USP. O autor, tratando do tema de conservadorismo contábil, método relevante para a contabilidade das operações estruturadas pontua: "As evidências confirmam a hipótese de que a adoção de práticas contábeis conservadoras não leva à redução no custo do crédito bancário das empresas no Brasil. O ambiente institucional brasileiro de fraca proteção legal aos credores e baixa demanda de demonstrações contábeis com atributos de qualidade informacional não produz incentivos para que os credores estimulem a adoção de práticas contábeis conservadoras pelas empresas, por meio da redução nas taxas de juros das operações de crédito. Como as empresas não percebem benefícios econômicos associados ao reporte de números contábeis conservadores, a utilização de tais práticas é restrita no Brasil. Dessa forma, os resultados da investigação no

Do ponto de vista prático, a securitização depende dos recebíveis. Contabilmente os recebíveis, ou o “contas a receber”, uma das contas do balanço patrimonial das empresas, serve a demonstrar os valores a recebidos pelas vendas a prazo de mercadorias, ou dos recebimentos futuros por prestação de serviços a clientes.

Com o pagamento dos valores respectivos, os recebíveis serão creditados (baixados). Desta forma, por via de consequência, deverá ser registrado um aporte de recursos monetários que será utilizado como capital de giro para o financiamento das atividades empresariais.

A operação estruturada de securitização de ativos será, pois, tratada como uma operação *off-balance sheet*⁸⁵ quando não em que não impactar: (i) a conta de passivo circulante, referente aos recursos onerosos; (ii) a conta referente aos valores exigíveis a longo prazo. Isto tendo em vista a comparação com as operações de crédito tradicionais, com captação de recursos junto a instituições financeiras, ou pela emissão de títulos de dívida.

Ora, desta feita é reconhecido pela contabilidade, para além da formalidade do contrato de cessão de crédito, que parece ser o fundamento do art. 136 da Lei 11.101/05, que estudaremos adiante, que somente haverá a cessão de crédito para o veículo de securitização, quando os recebíveis não mais impactarem o balanço do originador. Isto é: somente haverá cessão do crédito, para a contabilidade, quando o risco do inadimplemento relativo ao crédito não for mais suportado pelo originador.

mercado brasileiro não corroboram as predições teóricas.” Por conservadorismo contábil, entenda-se: “O conservadorismo é considerado uma das práticas mais tradicionais e importantes da contabilidade. A literatura teórica e empírica argumenta que o conservadorismo condicional, caracterizado pelo reconhecimento oportuno e assimétrico de perdas econômicas nos números contábeis, aumenta a eficiência dos contratos de crédito, pois permite que os credores identifiquem tempestivamente a elevação do risco dos tomadores e adotem medidas para salvaguardar os seus capitais. O conservadorismo também restringe comportamentos oportunistas dos gestores e dos proprietários em relação aos lucros gerados pela empresa, protegendo os interesses dos credores.”

⁸⁵“Off-balance sheet financing is most advantageous for sponsoring firms that are risky or face large bankruptcy costs”. Cf. GORTON, Gary ; SOULELES, Nicholas S. ; *Special Purpose Vehicles and Securitization. The Wharton School – University Pennsylvania and NBER, September, 2005*, p.1.

Capítulo V – Aspectos gerais da securitização no Brasil

V.1 A formação do mercado de securitização no Brasil. V.2 Os títulos gerados pelos veículos securitizadores e as fontes originadoras de créditos. V.3 Características das empresas que recorrem à securitização. V.3.1 A relação concreta entre risco de crédito e securitização. V.3.2. As implicações de um contrato implícito entre originador e investidores para o conceito de cessão perfeita e acabada.

V.1 A formação do mercado de securitização no Brasil

É comum, na doutrina especializada, a referência às origens das operações de securitização no Brasil como aquelas praticadas pelo veículo *Mesbla Trust*, no início da década de 1990⁸⁶. Há, no entanto, quem sustente que, em meados da década 1970, determinadas operações de reforço creditício, conhecidas como *enhancement*, já prenunciavam um esboço da operação realizada hoje em dia.

O procedimento de *enhancement* implicava a emissão de valores mobiliários garantidos pelos recebíveis que a sociedade emissora detinha contra terceiros. Essa operação, chamada de securitização parcial por não envolver um veículo intermediário, era muito comum quando da emissão de valores mobiliários por empresas administradoras de cartão de crédito⁸⁷.

Há, no entanto, um problema em tratar referida operação como securitização. A technicalidade do negócio jurídico da securitização, tal qual o conhecemos hoje tem, conforme tratamos no Capítulo II, na administração de riscos, tanto para originadores, quanto investidores, a sua principal motivação.

Atrair os recebíveis como garantia de valores mobiliários emitidos não importa segregação dos riscos inerentes a estes recebíveis por parte do credor-emissor. Da mesma maneira, a aquisição de valores mobiliários garantidos por recebíveis do emissor não

⁸⁶ Cf. NORONHA, ob cit., p. 39; CAMINHA, ob. cit., p. 39;

⁸⁷ Cf. LUXO, ob. cit., p.24.

elimina, para o investidor, os riscos inerentes ao emissor. Em verdade, tais benefícios somente ocorrem no processo de securitização intermediada por um veículo securitizador.

Por esta razão, a operação que se tornou clássica pela segregação e administração de riscos, em que o originador cedia integralmente os créditos detidos contra terceiros para um veículo que emitia valores mobiliários com lastro nesses recebíveis, somente foi observada por aqui em meados da década de 1990.

Assim, a operação iniciada pela Mesbla Trust, uma sociedade de propósito específico criada, em 1994, pela Mesbla, com o objetivo de adquirir os recebíveis originados das compras realizadas a prazo nas dependências das lojas da Mesbla e emitir debêntures no mercado, provou-se a primeira experiência brasileira com a securitização efetiva. As cessões de crédito foram consideradas válidas e o risco de falência da originadora, comprovado anos mais tarde, foi afastado.

Tal operação foi carreada ainda em um ambiente não regulamentado. A preocupação em normatizar o mercado surgiu posteriormente, com a edição da Resolução BACEN nº 2.493/98, hoje revogada, que estabelecia “as condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo”, e da Instrução CVM nº 281/98, ainda em vigor, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros.

Se, no entanto, as origens da operação aconteceram com as sociedades de propósito específico, principalmente com a finalidade de adquirir créditos de instituições financeiras, a sua popularidade foi verificada com os FIDCs, após sua regulamentação em 2001, em função, principalmente de questões ligadas às vantagens tributárias oferecidas por ta veículo.

Conforme assinalamos no Capítulo II, a Resolução BACEN nº 2907 e a Instrução CVM nº 356, acabaram por formar o arcabouço regulatório necessário para garantir a expansão do mercado de fundos. Estas regras foram posteriormente complementadas por regras emanadas dos órgãos de autorregulação.

Os dados atuais relativos a fundos de investimento demonstram a rapidez com que estes se propagaram, tomando o mercado das companhias securitizadoras. Hoje existem

391 FIDCs, com patrimônio líquido superior a R\$50 bilhões, algo em torno de 4% do patrimônio dos fundos de investimento existentes no Brasil. O número de cotas negociadas é próximo de R\$ 3,4 milhões⁸⁸.

Os números, aliás, confirmam o sucesso dos FIDCS: durante o ano de 2012⁸⁹, as emissões registradas deste veículo somaram a cifra de R\$ 17 bilhões.

Para se ter uma ideia da capacidade destes veículos frente às companhias securitizadoras, basta que se verifique o número destas companhias ainda em atividade no Brasil. Conforme dados colhidos na base da CVM, existem 45 companhias securitizadoras em funcionamento regular no país.

As ofertas das cotas dos FIDCS aconteceram em maior número em ambiente selecionado (ofertas sob o regime da Instrução CVM nº 476), sendo que apenas 16,3% destas seguiram o regramento da Instrução CVM nº 400, que trata das emissões públicas

⁸⁸Cf. UQBAR:

http://www.uqbar.com.br/radar/159/radar.html?utm_source=sendgrid&utm_medium=mala%20direta&utm_content=radar%20pt%20%23159&utm_campaign=radar%20pt. Acesso em 02/01/2014.

⁸⁹ Em verdade, o ano de 2012 apresentou uma forte retração no mercado de FIDCS, retração esta que somente havia sido verificada no auge da crise financeira, em 2009. Um dos principais fatores para a retração foi o conjunto de medidas de arrocho regulatório surgidas após a liquidação do banco Cruzeiro do Sul e a intervenção no Banco BVA. O resumo a seguir explicita com razoável clareza tais fatos:

Assim, para o caso Cruzeiro do Sul: “No dia 4 de junho de 2012 o BACEN decretou Regime Especial de Administração Temporária (RAET) no Banco Cruzeiro do Sul (Cruzeiro do Sul) e em suas empresas controladas. Era o começo do fim de uma longa história que contou, em anos anteriores, com capítulos envolvendo investigações dos órgãos reguladores, a concessão de linhas de crédito bilionárias pelo Fundo Garantidor de Crédito (FGC) – que com a intervenção foi nomeado para executar a administração temporária do banco – e a celebração de termo de compromisso com a Comissão de Valores Mobiliários pelo auditor dos FIDC do banco para encerrar processo administrativo instaurado por superintendência do órgão regulador. A decretação do RAET impactou diretamente os FIDC do Cruzeiro do Sul. A descoberta de que alguns ativos que supostamente pertenciam aos fundos, de fato, não existiam, ocasionaram perdas que só não afetaram os cotistas da classe sênior (cotistas sênior) dos fundos devido ao alto grau de subordinação da estrutura das operações. Neste período, deu-se início ao resgate antecipado dos títulos sênior destes FIDC, tendo as cotas de um deles, o FIDC BCSul Verax Multicred Financeiro, sido completamente resgatadas, sem perdas de principal e rentabilidade para seus investidores.” Três meses após a intervenção, o BACEN decretou a liquidação do Banco Cruzeiro do Sul.

Para o caso do Banco BVA: “Encaminhada solução para os fundos do Cruzeiro do Sul, o mercado passou a direcionar sua atenção para um novo problema. No dia 19 de outubro foi a vez do Banco BVA (BVA) sofrer intervenção do BACEN. Naquela data, o banco atuava como cedente, agente de cobrança e fiel depositário da documentação dos direitos creditórios originados por ele próprio para cinco fundos, cujo patrimônio líquido consolidado era de aproximadamente R\$ 1,0 bilhão. Inicialmente apontado como inadimplência da carteira de direitos creditórios, o problema nestes fundos era, na verdade, de cunho operacional. Em seu âmago, a mesma disfunção das demais operações problemáticas envolvendo bancos de médio porte como cedente: o acúmulo de funções desempenhadas pelo mesmo.”

Ambos os casos podem ser conferidos no site:

<http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFE2013.pdf>, pp. 18 e ss.

das cotas de fundos de investimento, o que demonstra que o mercado de títulos oriundos das operações de securitização ainda tem pouco apelo junto aos investidores comuns.

Do ponto de vista das origens dos créditos cedidos aos veículos securitizadores no Brasil, outro importante marco para o desenvolvimento desta operação, o setor imobiliário, responde por grande parte da emissão de valores mobiliários com lastro em recebíveis. Regulada pela lei que criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), a Lei nº 9.514/97, e pela Instrução CVM nº 284, que regulamentou a distribuição pública de certificados de recebíveis imobiliários (CRIs), a securitização de base imobiliária tem florescido continuamente⁹⁰, permitindo a mobilização do capital neste setor da economia e garantindo liquidez aos empreendimentos.

Há de se referenciar, ademais, o mercado de títulos do agronegócio, cujo papel para o desenvolvimento das atividades do setor tem sido cada vez mais crucial, provendo-a com os fundos necessários para a sua expansão. Os títulos oriundos da securitização dos recebíveis agropecuários têm, pois, servido como alternativa ao financiamento bancário.

A securitização de recebíveis no Brasil cedidos por instituições financeiras ainda não é relevante, como nos Estados Unidos, sobretudo como se encontra no mercado imobiliário estadunidense. A dinâmica do mercado brasileiro lida com créditos oriundos, no geral, de negócios concluídos a curto prazo, entre 30 a 90 dias, no varejo, com a venda de bens e serviços, assim como com a contratação de crédito pessoal e venda financiada de veículos⁹¹.

Adiante trataremos de fontes relevantes de recursos (e valor) para a securitização no Brasil para além do setor de varejo, já bastante estudado por outras obras, destacando em, uma rápida análise, os principais aspectos dos títulos emitidos nesses mercados.

⁹⁰ O modelo regulatório foi testado com sucesso, no final de 1999, com a emissão de CRIs pela Companhia Brasileira de Securitização – CISCBRASEC.

⁹¹ Cf. SOUZA, ob. cit., p. 27.

V.2 Os títulos gerados pelos veículos securitizadores e as fontes originadoras de créditos

É certo que, conforme afirmamos no Capítulo II do presente trabalho, vários são os ativos que podem ser adquiridos pelos veículos securitizadores. Tanto que é muito comum que se diga que todo crédito pode ser securitizado. Assim, os frutos dos setores de bens e serviços, recebíveis de empresas administradoras de cartão de créditos, *royalties* de franquias e de direitos autorais. Enfim, todo recebível que for razoavelmente padronizado e homogêneo pode ser objeto de securitização.

Discutiremos, em cada um dos tópicos abaixo, o contexto de cada um dos mercados em que os principais títulos tratados são emitidos.

V.2.1 Mercado Imobiliário

Para a securitização de base imobiliária, os recebíveis são originados de contratos de venda e compra de imóveis. O risco, nesse caso, está atrelado à capacidade do adquirente do imóvel de adimplir sua obrigação.

Afirma LUXO⁹²:

“VEDROSSI (2002, p.6) cita que a securitização de créditos imobiliários envolve basicamente dois mercados: [i] mercado primário - aquele em que o crédito imobiliário é originado, tendo como credor o próprio empreendedor ou determinadas instituições financeiras, [ii] mercado secundário - aquele que desempenha o papel de grande provedor de recursos de longo prazo para diversos setores da economia através da negociação, entre os vários tipos de investidores, de papéis ou títulos lastreados à dívidas, à participações em empresas ou, no caso da securitização, um determinado grupo de ativos.”

O CRI, criado pelo art. 3º da Lei 9.514/97⁹³, trouxe a possibilidade de expansão das operações de securitização para o mercado imobiliário brasileiro, então existente apenas para o setor de varejo.

⁹² In ob. cit., p. 56.

Para o empreendedor, o CRI ajuda a resolver um problema endêmico ao financiamento bancário do setor imobiliário relativo ao descasamento de taxas e prazos relativos ao ativo (representado pelos créditos detidos contra os adquirentes dos imóveis, normalmente pactuados a juros baixos e prazo longo) e ao passivo (representado pelos mútuos contratados junto às instituições financeiras, em geral de vencimento curto e com juros mais altos)⁹⁴.

Em verdade, a dificuldade de acesso ao crédito imobiliário por parte dos construtores acaba por transformar a empresa construtora em financiadora da aquisição do imóvel, o que gera perda substancial de eficiência no desenvolvimento da atividade principal da empresa, a construção civil.

Sobre essa atividade, LUXO completa:

“A esse respeito, ROCHA LIMA (1990) explica que essa redução na capacidade produtiva da empresa de construção civil ocorre, pois esta ao assumir o papel de financiadora da aquisição do bem imobiliário, passa a ter o prazo de retorno de seus investimentos superior ao ciclo de produção do empreendimento, em função do financiamento para comercialização ser de longo prazo”.

A operação de securitização, então, surge, para este setor, como uma fonte alternativa de financiamento. É possível também securitizar o empreendimento imobiliário como um todo, ou seja, são emitidos títulos lastreados na receita a ser obtida com a posterior venda das unidades, sendo os recursos advindos da integralização dos títulos utilizados para custear a produção do empreendimento. Nesta modalidade o comprador do título absorve os riscos relativos à aceitação do empreendimento junto ao mercado. Destaca-se que esta configuração não será focada neste trabalho.

⁹³ “Art. 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.”

⁹⁴ Ver a esse respeito MAFRA, Fábio Dieguez Barreiro. *Classificação de risco dos certificados de recebíveis imobiliários – estruturação de um processo de rating da perda potencial da carteira securitizada*. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Engenharia da Universidade de São Paulo, p. 3. O autor ainda completa: “Ao financiamento imobiliário é imposto uma taxa de juros real de 12% a.a e correção monetária indexada a variação da TR, sempre que o financiamento for realizado junto a instituições bancárias, a partir de recursos direcionados da poupança. No caso do financiamento ser contratado diretamente com o empreendedor, é comum a aplicação do IGP/M como índice de correção monetária.”

A partir desta modalidade, o empreendedor consegue antecipar, ao final da produção, suas receitas antes distribuídas em vários anos, o que permite dispor de recursos em volume e prazo suficientes para suportar ciclos de investimento de novos empreendimentos.

Do ponto de vista do investidor, adquirente do CRI, o título apresenta a vantagem de diminuir tanto os riscos relativos à construção do empreendimento imobiliário quanto aqueles relativos ao esforço de venda do referido empreendimento.

Dentre eles, destaca-se a necessidade de que os CRIs tenham um binômio “risco x remuneração” passível de análise pelos investidores por meio de informações claras sobre os riscos e atributos dos créditos que compõem a carteira objeto de securitização.

Portanto, rotinas eficientes que possam vir a avaliar a qualidade dos recebíveis imobiliários, lastro de uma operação de securitização, assim como os riscos contidos nos títulos resultantes, são de grande importância para a eficiência das operações de securitização como um todo e, particularmente o de créditos imobiliários, pois proporcionam maior conforto e segurança aos investidores quanto à decisão de investir.

Pode-se identificar, de uma forma geral, como o grande mercado investidor dos títulos lastreados em recebíveis imobiliários, os investidores institucionais, tais como entidades abertas e fechadas de previdência privada, seguradoras e fundos de investimento. Fato observado, em parte, pelas necessidades atuariais desses sistemas, que necessitam de investimentos de longo prazo que sejam indexados por índices de inflação, da mesma forma como é corrigido seu passivo atuarial.

Dessa forma, destaca-se que os CRIs são títulos nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários previamente identificados e segregados em favor da liquidação do título. Portanto, a realização dos direitos dos beneficiários dos títulos será limitada aos créditos imobiliários que lastreiam a emissão.

Conforme SOUZA, o lastro que dá suporte as emissões de CRI será composto por créditos imobiliários oriundos de: “(i) contratos de compra e venda de imóvel com financiamento imobiliário e alienação fiduciária em garantia (SFI); (ii) contratos de financiamento imobiliário por mútuo com alienação fiduciária em garantia (SFI); (iii)

contratos de financiamento imobiliário por mútuo com alienação fiduciária em garantia e cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contrato de locação; (iv) contratos de compra e venda de imóvel com financiamento imobiliário e garantia hipotecária (Sistema Financeiro da Habitação); (v) contratos de financiamento imobiliário por mútuo com garantia hipotecária (SFH); (vi) contratos de locação comercial com cessão dos respectivos recebíveis”⁹⁵.

Estruturado que está nas políticas públicas de financiamento imobiliário, fonte de créditos com vencimento em longo prazo e valores vultosos, o CRI acaba por se tornar um título de vencimento a médio e longo prazo, e se destina a investidores qualificados⁹⁶, capazes de suportar eventuais períodos de iliquidez da negociação dos títulos, tendo em vista a qualidade da sua poupança para investimentos e a sua presumida expertise financeira.

A emissão do CRI ocorre por intermédio de uma companhia securitizadora, estruturada segundo os preceitos da Lei 9.514/97⁹⁷, que pode, tendo em vista a sua estrutura, concentrar diversas emissões de CRI.

O documento que disciplina as emissões dos CRIs é o Termo de Securitização. O instrumento poderá estabelecer, entre outras provisões, regime fiduciário sobre os créditos-

⁹⁵ Cf. ob. cit., p. 67.

⁹⁶ Nos termos do art. 109 da Instrução CVM 409, investidores qualificados são:

“I – instituições financeiras;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

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

V – fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;

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

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

⁹⁷ “Art. 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.”

lastro, ocasião em que um agente fiduciário deverá ser constituído como representante dos investidores⁹⁸.

Como os créditos objeto do regime fiduciário constituem patrimônio separado, o Termo de Securitização poderá estabelecer, do ponto de vista do reforço das garantias, que, se este patrimônio for insuficiente para adimplir o valor dado em garantia, os beneficiários poderão intentar a execução do patrimônio da companhia securitizadora.

Se o CRI, conforme afirmamos acima, serve como recurso adicional de captação das empresas do setor imobiliário, gerando fôlego e capacidade de expansão dos negócios, os fundos de investimento imobiliário (FII) servem como instrumento de democratização do investimento em imóveis, por conta do apelo ainda mais direto à poupança popular.

Criado, como foram os fundos de investimento, como forma de aproximação dos poupadores do mercado de valores mobiliários por intermédio da coparticipação no investimento, reduzindo o valor dos aportes e socializando as perdas, em forma de estrutura condominial, o FII, regulado pela Instrução CVM nº 472, permite ao investidor comum a participação em empreendimentos imobiliários.

O sucesso desta forma de investimento, desde o seu lançamento, é obviamente ligado à evolução dos preços dos imóveis no país, pode ser sentido quando se observa o perfil dos titulares das cotas. Mais de 63% destas são de propriedade de pessoas físicas, tendo ativo mercado secundário, com cotas negociadas na bolsa⁹⁹.

Estas duas formas de captação via securitização dão forma à estrutura de expansão ao setor imobiliário e demonstram, de maneira incontestável, a importância da operação objeto deste trabalho¹⁰⁰.

⁹⁸ “Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.”

⁹⁹ Cf. www.tolon.com.br. Acesso em 10.02.2014

¹⁰⁰ Estudos dão conta do crescimento da emissão de cotas de FII dos anos de 2012 para 2013 de 0,4%, passando de R\$11,04 bilhões para R\$11,08 bilhões, sendo que, já no primeiro mês de 2014 foram negociadas 628.787.409 cotas de FII e 738.754.603 CRIs. Cf. <http://www.uqbar.com.br/radar/162/radar.html> em 07.02.14.

V.2.2 Mercado do agronegócio

O financiamento da atividade agropecuária no Brasil tem um histórico semelhante ao movimento de fomento do mercado de capitais, na década de 1960, com a criação do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), pela Lei 4.829/65, que tinha por competência subsidiar a expansão e melhoria das atividades agrícolas, segundo uma política de concessão pública de crédito rural¹⁰¹ por intermédio da captação de recursos de diversos setores¹⁰².

¹⁰¹ “Art. 2º Considera-se crédito rural o suprimento de recursos financeiros por entidades públicas e estabelecimentos de crédito particulares a produtores rurais ou a suas cooperativas para aplicação exclusiva em atividades que se enquadrem nos objetivos indicados na legislação em vigor.”

¹⁰² “Art. 15. O crédito rural contará com suprimentos provenientes das seguintes fontes:

I - internas:

- a) recursos que são ou vierem a ser atribuídos ao Fundo Nacional de Refinanciamento Rural instituído pelo [Decreto nº 54.019, de 14 de julho de 1964](#);
- b) recursos que são ou vierem a ser atribuídos ao Fundo Nacional de Reforma Agrária, instituído pela [Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964](#);
- c) recursos que são ou vierem a ser atribuídos ao Fundo Agroindustrial de Reconversão, instituído pela [Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964](#);
- d) dotações orçamentárias atribuídas a órgãos que integrem ou venham a integrar o sistema de crédito rural, com destinação específica;
- e) valores que o Conselho Monetário Nacional venha a isentar de recolhimento, na forma prevista na [Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964](#), art. 4º, item XIV, letra "c", VETADO
- f) recursos próprios dos órgãos participantes ou que venham a participar do sistema de crédito rural, na forma do art. 7º;
- g) importâncias recolhidas ao Banco Central da República do Brasil pelo sistema bancário, na forma prevista no § 1º do art. 21;
- h) produto da colocação de bônus de crédito rural, hipotecário ou títulos de natureza semelhante, que forem emitidos por entidades governamentais participantes do sistema, com características e sob condições que o Conselho Monetário Nacional autorize, obedecida a legislação referente à emissão e circulação de valores mobiliários;
- i) produto das multas recolhidas nos termos do § 3º do art. 21;
- j) resultado das operações de financiamento ou refinanciamento;
- l) recursos outros de qualquer origem atribuídos exclusivamente para aplicação em crédito rural;
- m) VETADO.
- n) VETADO.

II - externas:

- a) recursos decorrentes de empréstimos ou acordos, especialmente reservados para aplicação em crédito rural;
- b) recursos especificamente reservados para aplicação em programas de assistência financeira ao setor rural, através do Fundo Nacional de Reforma Agrária, criado pelo [art. 27 da Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964](#);
- c) recursos especificamente reservados para aplicação em financiamentos de projetos de desenvolvimento agroindustrial, através do Fundo Agroindustrial de Reconversão, criado pelo [art. 120 da Lei nº 4.504, de 30 de novembro de 1964](#);
- d) produto de acordos ou convênios celebrados com entidades estrangeiras ou internacionais, conforme normas que o Conselho Monetário Nacional traçar, desde que nelas sejam especificamente atribuídas parcelas para aplicação em programa de desenvolvimento de atividades rurais.”

As décadas de 1970 e 1980, no entanto, vieram com mudanças na visão institucional do governo, e os recursos estatais para o setor agropecuário diminuíram consideravelmente. Como nos lembra SOUZA: “o período foi marcado pela pressão inflacionária, desequilíbrios na balança de pagamentos e pela reorientação do Estado para um modelo menos intervencionista.”¹⁰³.

Com a transferência dos recursos governamentais para outros ramos da economia, o sistema de políticas públicas para o setor agropecuário começou a estimular o financiamento privado para a redução da dependência, da atividade, dos recursos governamentais.

Começam a surgir, então, os títulos do agronegócio, com a criação, pela Lei 8.929/94, da Cédula de Produto Rural (CPR)¹⁰⁴, e da liquidação financeira da CPR, pela Lei 10.200/01, que inseriu o art. 4-A à Lei 8.929/94¹⁰⁵, instrumento que tinha por escopo a mobilização e circulação de riquezas no âmbito da atividade agrícola, aproximando o produtor do mercado de capitais e dando liquidez ao exercício de sua atividade.

A lei que introduziu a companhia securitizadora como integrante do Sistema Financeiro da Habitação, Lei nº 9.514/97, inspirou a edição de outro normativo, a Lei nº 11.076/04, responsável por dinamizar o mercado da securitização de base agropecuária, criando novos títulos, como o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), o Warrant Agropecuário (WA), o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a

¹⁰³ Cf. ob. cit., p. 34. E Ainda com esteio em ARAÚJO, Paulo F.C.; BARROS, A.L.M., ALMEIDA, A.. *Sobre o financiamento agrícola. In: Projeto agrícola BM&F. São Paulo. Relatório da M.B. Associados. 1998.*

¹⁰⁴ “Art. 1º Fica instituída a Cédula de Produto Rural (CPR), representativa de promessa de entrega de produtos rurais, com ou sem garantia cedularmente constituída.”

¹⁰⁵ “Art. 4º-A. Fica permitida a liquidação financeira da CPR de que trata esta Lei, desde que observadas as seguintes condições:

I - que seja explicitado, em seu corpo, os referenciais necessários à clara identificação do preço ou do índice de preços a ser utilizado no resgate do título, a instituição responsável por sua apuração ou divulgação, a praça ou o mercado de formação do preço e o nome do índice;

II - que os indicadores de preço de que trata o inciso anterior sejam apurados por instituições idôneas e de credibilidade junto às partes contratantes, tenham divulgação periódica, preferencialmente diária, e ampla divulgação ou facilidade de acesso, de forma a estarem facilmente disponíveis para as partes contratantes;

III - que seja caracterizada por seu nome, seguido da expressão "financeira".

§ 1º A CPR com liquidação financeira é um título líquido e certo, exigível, na data de seu vencimento, pelo resultado da multiplicação do preço, apurado segundo os critérios previstos neste artigo, pela quantidade do produto especificado.

§ 2º Para cobrança da CPR com liquidação financeira, cabe ação de execução por quantia certa.”

Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA)¹⁰⁶.

A ideia era fomentar o mercado de operações estruturadas no setor do agronegócio, de maneira a apresentar ao produtor uma forma de financiamento de sua atividade para além do financiamento bancário, aproximando-o do mercado de capitais. De acordo com SOUZA, não obstante a profusão destes títulos, as operações de securitização de base agropecuária ainda é bastante inócua frente ao volume financeiro movimentado por este negócio¹⁰⁷.

O novo arcabouço jurídico conferiu uma maior confiabilidade legal e a simplificação de procedimentos operacionais para práticas comerciais crescentemente usadas por produtores rurais, agroindústrias e demais agentes do agronegócio. Com isso, conferiu uma maior liberdade à criatividade da iniciativa privada, a ponto de viabilizar a utilização desses novos títulos em operações estruturadas de securitização, através das quais direitos creditórios são usados como lastro para a emissão de títulos (*securities*) a serem vendidos no mercado para investidores.

¹⁰⁶ “Art. 1º Ficam instituídos o Certificado de Depósito Agropecuário - CDA e o Warrant Agropecuário - WA.

§ 1º O CDA é título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, depositados em conformidade com a [Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000](#).

§ 2º O WA é título de crédito que confere direito de penhor sobre o produto descrito no CDA correspondente.

§ 2º O WA é título de crédito representativo de promessa de pagamento em dinheiro que confere direito de penhor sobre o CDA correspondente, assim como sobre o produto nele descrito. ([Redação dada pela Lei nº 11.524, de 2007](#))

§ 3º O CDA e o WA são títulos unidos, emitidos simultaneamente pelo depositário, a pedido do depositante, podendo ser transmitidos unidos ou separadamente, mediante endosso.

§ 4º O CDA e o WA são títulos executivos extrajudiciais.

Art. 24. O Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Parágrafo único. O CDCA é de emissão exclusiva de cooperativas de produtores rurais e de outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária.

Art. 26. A Letra de Crédito do Agronegócio – LCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Parágrafo único. A LCA é de emissão exclusiva de instituições financeiras públicas ou privadas.

Art. 36. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.

Parágrafo único. O CRA é de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, nos termos do parágrafo único do art. 23 desta Lei.”

¹⁰⁷ “(...) o volume de captações públicas mais sofisticadas fundadas na emissão de cotas de FIDCs e de CRAs ainda se apresenta muito reduzida em relação à demanda do agronegócio por financiamento, sobretudo levando-se em conta a representatividade desse setor no Brasil” In ob. cit., p. 71.

O CRA efetivamente destaca-se por ser o título oriundo do processo de securitização das dívidas agrícolas. E, certamente, entre os títulos, é o mais utilizado. Ademais, em comparação com os outros títulos de securitização do mercado de capitais brasileiro, é o único que vem apresentando regular tendência de crescimento nas emissões, desde o primeiro registro na CETIP¹⁰⁸.

Isso não obstante, o mercado de securitização de dívidas agrícolas ainda está em processo de aperfeiçoamento, tendo em vista sua recente idade e a aceitação dos agentes deste setor.

V.2.3 Mercado financeiro

As operações de securitização de créditos financeiros começa, no nosso mercado, com a Resolução CMN nº 1.962/92¹⁰⁹ que estipulava as cessões de crédito entre instituições financeiras. Certo é que não havia a intermediação de um veículo de securitização, mas a norma permitia aquilo que é o racional das operações de securitização de base financeira: a exclusão do balanço das instituições financeiras dos ativos que aumentam sua exposição ao risco de crédito.

Em seguida, a Resolução CMN nº 2.493/98, introduziu, na operação referida acima, a figura do veículo de securitização. Espécie de sociedade de caráter não financeiro, o veículo adquiria dos bancos os créditos e contratos mais problemáticos, do ponto de vista da exposição das instituições financeiras ao risco de crédito. Os créditos eram normalmente oriundos de operações com outras instituições financeiras como bancos múltiplos, sociedades de crédito e hipotecárias, entre outras.

Por primar pela segregação efetiva do risco de crédito, a Resolução CMN nº 2.493/98 proibia a coobrigação da instituição cedente pelo adimplemento do crédito, bem como a recompra, também pela cedente, dos créditos cedidos.

¹⁰⁸ Cf. Uqbar: “Em relação ao mercado de CRA, o montante consolidado em emissões atingiu R\$ 283,1 milhões em 2012, um aumento de 63,1% em relação aos R\$ 173,6 milhões emitidos no ano anterior.” In: <http://www.uqbar.com.br/download/UqbarAnuarioFE2013.pdf>, p. 74.

¹⁰⁹ Cf. CAMINHA, ob. cit., p. 157.

A Resolução que substituiu a 2.493/98, a Resolução CMN nº 2.686/2000, estabeleceu regime semelhante ao de sua antecessora, permitindo às companhias securitizadoras a emissão, pública ou privada, de debêntures, mas inovou a permitir expressamente a possibilidade de coobrigação do cedente com o cessionário.

A normativa acima é complementada pela Instrução CVM nº 281/98, que dispõe sobre o registro de distribuição pública de debêntures por companhias securitizadoras de créditos financeiros, mas, a grande quantidade das emissões de debêntures ocorre com pedido de dispensa de registro, devido serem destinadas não ao público, mas a um investidor único.

Isso serve a demonstrar, também, que o nosso mercado de securitização, em todos os níveis – varejo, imobiliário, agropecuário, financeiro – ainda não atingiu grau de desenvolvimento tal que os títulos, de fato, atraíam todos os participantes do mercado de capitais.

Feita essa análise, ainda que breve, das principais fontes originadoras de créditos para a securitização, incumbe tratarmos agora das características das empresas que recorrem ao mecanismo como forma de compreendermos, em ambas as pontas, tomadora e fornecedora, o nosso mercado.

V.3 Características das empresas que recorrem à securitização e a relação concreta entre risco de crédito e securitização

Alguns estudos¹¹⁰, sobretudo os realizados com a análise do perfil das empresas atuantes no mercado norte-americano, procuram identificar as características intrínsecas àquelas que mais recorrem a esse mecanismo de financiamento.

¹¹⁰ Cf. GORTON, Gary B.; SOULELES, Nicholas S. “Special purpose vehicles and securitization”. *Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper No. 05-21*, 2005, disponível em: <http://ssrn.com/abstract=713782> or doi:10.2139/ssrn.713782; MILLS, Lillian F.; NEWBERRY, Kaye J. “Firms' off-balance sheet and hybrid debt financing: evidence from their book-tax reporting differences”. *Journal of Accounting Research*, v. 43, n. 2, 2005, disponível em: <http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1475-679x.2005.00170.x/abstract> e KORGAONKAR, Sanket; NINI, Greg. “Special purpose vehicles and nonfinancial corporate finance”. *Wharton Research Scholars Program*, July 2010. Disponível em: <http://ssrn.com/abstract=1639548>.

As vantagens da securitização concernentes (i) aos custos em geral mais baixos frente a outras formas de financiamento; e (ii) à “limpeza do balanço” do originador, por excluir do patrimônio deste os créditos vincendos, cedidos, promovendo a consequente melhora dos indicadores financeiros do originador, permitem a conclusão, na visão de KORGAONGAR e NINI, de que as empresas que recorrem com maior frequência a este método de financiamento são aquelas com maior exposição ao risco de crédito e com piores indicadores financeiros¹¹¹. Assim, de uma certa maneira, o incremento do risco de falência para o originador, fará aumentar o seu apetite pela securitização¹¹².

Nesse sentido, a estrutura de securitização trará maiores benefícios para empresas com piores indicadores financeiros (*ratings*) e, ao mesmo tempo, com estrutura de capital bastante galgada em capital de terceiros. Ademais disso, como a securitização apresenta vantagens concernentes à obtenção de ativos líquidos para fazer frente a passivos exigíveis a curto prazo, tais empresas expostas a elevado risco de crédito encontram na operação uma solução quase completa para o equilíbrio de sua situação financeira¹¹³.

No entanto, deve ser salientado que, se a securitização confirma-se, de um lado, como saída efetiva para as empresas que, por conta de sua situação financeira já prejudicada, calcada, como afirmado acima, em capitais de terceiros, acaba por gerar, de outro, um estado inicial pior, sempre do ponto de vista dos indicadores financeiros, à empresa originadora. Isso porque, exatamente por conta de sua situação financeira complicada, estas empresas cedem seus melhores ativos para os veículos securitizadores o que, logicamente, fará o seu *rating* piorar, mas, se o resultado da emissão dos títulos com lastro nos créditos cedidos alcançar bons resultados, os indicadores financeiros voltarão ao normal¹¹⁴.

¹¹¹ Os indicadores financeiros atrapalhariam tais empresas quando estas fosse ao mercado captar recursos, encarecendo as formas de financiamento mais tradicionais.

¹¹² Cf. ob. cit., p. 36. In verbis: “(...) The combined results suggest that off-balance sheet financing is a means to isolate assets from costs associated with bankruptcy. Because of their higher expected bankruptcy costs, firms with relatively high credit risk are more likely to use an SPV. However, firms with higher credit risk are more likely to tranche their on-balance sheet liabilities (Rauh and Sufi (2010)), which can make it costly to isolate some assets in a bankruptcy-remote SPV”.

¹¹³ Cf. MILLS e NEWBERRY, ob. cit., pp. 16 e ss. As autoras ainda afirma que, por conta da sua estrutura de capital, têm maiores problemas para a obtenção de crédito nas praças acabam por recorrer com maior frequência à operação de securitização para resolver seus problemas de crédito.

¹¹⁴ Cf. LEMMON, Michael L.; Liu, Laura X.; Mao, Qinghao. “The Use of Asset-Backed Securitization and Capital Structure in Industrial Firms: An Empirical Investigation. *22nd Australasian Finance and Banking*

A relação positiva entre o risco de falência de uma determinada empresa e a busca da securitização como forma de financiamento havia sido estudada anteriormente, e de maneira bastante profícua, por GORTON e SOULELES, por meio de uma análise empírica do mercado de securitização de créditos financeiros nos Estados Unidos, com os recebíveis derivados das compras a crédito com cartão de crédito, em que restou também demonstrada que as operações estruturadas com o emprego de veículos de propósito específico para aquisição de créditos e emissão de valores mobiliários ajustavam-se de maneira mais favorável às instituições com menores *ratings*, por conta de uma maior exposição ao risco de falência¹¹⁵.

Isto é, tanto com as operações de base financeira, quanto com as operações de varejo, ou mesmo de base imobiliária apresentam semelhança com relação ao perfil das empresas que recorrem

Com fulcro no estudo desses autores, acima referidos, Márcio Palmada FERNANDES analisou o mercado de securitização brasileiro, priorizando as operações com FIDCs como veículos emissores, tendo como lastro créditos oriundos do sistema financeiro, dos anos de 2005 a 2010. A conclusão a que o autor chegou foi a mesma dos demais estudiosos, não obstante sua ressalva com relação ao tamanho do mercado brasileiro para tais operações:

“Foi possível também analisar a relação entre o *rating* de crédito dos bancos analisados e o *ratio* de securitização sobre o valor dos ativos, sendo que para o

Conference 2009, 2010, p. 3: “Upon initiating an ABS program, firms experience an increase in asset volatility, a decrease in bond rating, and an increase in their total leverage (including the leverage associated with ABS). ABS users also exhibit an increase in their bond and loan spreads on new debt issues post ABS initiation, but the yield spread on existing debt does not change indicating that ABS financing is not associated with wealth transfers from existing bondholders.”

Disponível em: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1460985

¹¹⁵ Os autores notam que a estrutura de securitização, em que o veículo assume o controle do aspecto financeiro da atividade empresarial faz sucesso exatamente porque afasta-se os custos de falência, razão pela qual esta forma de financiamento atrai as empresas já razoavelmente expostas a este risco: “Off-balance sheet financing is a pervasive phenomenon. It allows sponsoring firms to finance themselves by separating control rights over assets from financing. The operating entity, that is, the sponsoring firm, maintains control rights over the assets that generate cash flows. The assets (projects) can be financed by selling the cash flows to an SPV that has no need for control rights, because the cash flows have already been contracted for. We have argued that this arrangement is efficient because there is no need to absorb dead-weight bankruptcy costs with respect to cash flows that have already been contracted for.” In ob. cit., p. 44.

período analisado pode-se inferir que bancos com piores *ratings* de crédito tendem a securitizar mais.”¹¹⁶

Diante do exposto, percebe-se que, inobstante as vantagens já referidas da operação de securitização como os menores custos para obtenção dos recursos, a aproximação ao mercado de capitais e a possibilidade de diversificação do perfil de risco, temos que o principal mote para a utilização desta estrutura, segundo a análise das empresas que mais recorrem a esta forma de financiamento, está em que a securitização acaba sendo a última saída, para além, obviamente, da contratação de mútuo com instituições financeiras a juros mais altos, para a captação de recursos.

Destarte, o risco de crédito, ou melhor, a transferência do risco de crédito, deixa de ser o motivo pelo qual uma determinada companhia recorre à securitização. O risco de crédito acaba por tornar a operação de securitização a melhor alternativa para as empresas que estão bastante expostas a este risco.

V.4.2. As implicações de um contrato implícito entre originador e investidores para o conceito de cessão perfeita e acabada.

Os estudos de GORTON e SOULELES revelaram, ainda, que as companhias que recorrem à securitização guardam uma relação implícita com os investidores adquirentes dos títulos: o fator de maior impacto na decisão dos investidores é o *rating* do originador e, curiosamente, não o dos devedores da relação creditícia, lastro dos títulos adquiridos¹¹⁷.

Esta relação implícita entre originador e investidores teria como resultado a redução dos custos de falência do originador, os quais os investidores não desejariam

¹¹⁶ Cf. *O mercado de securitização no Brasil e suas fontes de valor*. Dissertação de Mestrado apresentada à Faculdade de Economia da Fundação Getúlio Vargas. São Paulo, 2010, p. 41.

¹¹⁷ “We have argued that the ability to finance off-balance sheet via the debt of SPVs is critically dependent on a relational, or implicit, contract between the SPV sponsor and investors. The relational contract depends upon repeated use of off-balance sheet financing. We showed that this repetition can lead to an equilibrium with implicit recourse. Such an equilibrium implements the outcome of the equilibrium with formal commitments (Problem III), were such contracts possible. The comparative static properties of the Implicit Recourse Equilibrium are based on the result that the equilibrium outcomes of the Implicit Recourse Equilibrium are the same as the commitment equilibrium” Cf. ob. cit., p 33.”

suportar, levando o originador a criar mecanismos de reforço creditício, isto é, garantias adicionais de que os créditos lastro dos valores mobiliários seriam adimplidos¹¹⁸.

O estudo desenvolvido por FERNANDES traz a mesma conclusão para o Brasil, de maneira que restou comprovado, pelo autor, que o *rating* do cedente influencia no *spread* (diferença entre o valor de aquisição e o valor de revenda) das cotas dos FIDCs¹¹⁹.

E assim é com os demais títulos, que apresentam estruturas variadas de reforço creditício, como, por exemplo, o CRI, cujas emissões, normalmente apresentam tanto a garantia do próprio recebível, como a garantia adicional oferecida pelo originador¹²⁰.

A explicação normalmente recai sobre a insuficiência da qualidade dos ativos cedidos, no que respeita o seu próprio adimplemento: não há confiança suficiente de que eles serão pagos pelos devedores originadores, daí a exigência do mercado de que o originador se responsabilize, ainda que parcialmente pelo adimplemento.

Os instrumentos de reforço creditício normalmente são prestados pelo originador como nos casos das cláusulas de coobrigação ou na vinculação de um volume adicional de créditos em garantia àqueles que formam o lastro do título emitido. Estas formas, no entanto, não esgotam as maneiras pelas quais a emissão pode ser garantida: podem ser prestadas, ainda, garantias por terceiros, como cartas de crédito, ou ainda, formatadas estruturas intrínsecas aos títulos, como as ordens de subordinação, pelos quais determinados títulos serão pagos, ou resgatados, prioritariamente a outros (e isto, claro, para títulos oriundos de uma mesma emissão e série).

Tomamos a liberdade de trazer a didática explicação de SOUZA¹²¹ acerca de cada um destes mecanismos:

¹¹⁸ “The empirical results are consistent with the theory proposed above, namely that an implicit contractual relationship between SPV sponsors and capital markets investors reduces bankruptcy costs. Consistent with the prediction that in the Implicit Recourse Equilibrium investors would price the risk of the sponsor defaulting, and hence being unable to subsidize the SPV, we found that the risk of the sponsor (as measured by the sponsor’s bond rating) was consistently significant. The prediction of the model that firms with high expected bankruptcy costs would be the largest users of off-balance sheet financing was also generally confirmed”. Cf. ob.cit., p. 44

¹¹⁹ Cf. ob. cit., p. 41.

¹²⁰ Cf. Souza, p. 65.

¹²¹ Idem, p.

“Coobrigação: Garantia adicional sobre os recebíveis, podendo ser parcial ou total. – Opções: Devedor solidário ou Substituição ou recompra dos créditos que apresentem problema de *performance*.

Volume adicional em garantia: Existência de volume adicional, em bases monetárias ou em recebíveis, como garantia dos títulos. – Opções: Caução de recursos monetários ou de recebíveis junto a uma instituição independente, constituindo um fundo de reserva e Empréstimo subordinado da empresa originadora à SPE, a ser liquidado após a liquidação total das obrigações referentes aos títulos.

Estrutura de subordinação: São emitidos títulos de séries distintas, onde o recebimento de recursos de uma emissão é dependente do recebimento de outras; São emitidos títulos de séries distintas, onde o recebimento de recursos de uma emissão é dependente do recebimento de outras.

Carta garantia: Garantia adicional prestada por um terceiro. Pode dar garantia total ou parcial sobre a emissão.

Seguros: Formatados para garantir o risco de crédito, de liquidez, ou ainda riscos políticos. Muito utilizado em emissões internacionais”.

Cada uma destas formas acima se submete a regramento próprio, contratual ou mesmo regulamentar, como no caso de cotas seniores e subordinadas e está intimamente ligada ao tipo de título emitido e às características do originador. O reflexo no preço de aquisição também dependerá do tipo de reforço creditício escolhido pela obrigação.

Um ponto, no entanto, deve ser levantado e envolve a cláusula de coobrigação. Conforme analisamos no Capítulo IV do presente trabalho, a cessão de crédito para securitização somente deve ser entendida como realizada quando o risco relativo ao crédito pressupostamente cedido for transferido cessionário.

As cláusulas de coobrigação, destarte, chamam a atenção para a questão da supressão do elemento fundamental da cessão de crédito e, por via de consequência da operação de securitização. Trataremos desse aspecto no próximo capítulo.

Capítulo VI – Aspectos do contrato de cessão de créditos

VI.1.1 O objeto da cessão de créditos VI.1.2 A eficácia da cessão de créditos VI.1.3 A proteção a terceiros VI.2 Aplicações do conceito de *true sale* para a cessão de créditos no Brasil VI.3 A questão da coobrigação e outros reforços creditícios garantidos pelo originador

A questão da concessão de crédito necessita da explanação das formas de obtenção de financiamento da atividade produtiva. É necessário, ademais, um conjunto de medidas jurídicas para que negócios translativos do crédito aconteçam.

Ora, o crédito, sob a acepção jurídica, tal qual tratamos na introdução ao presente trabalho, pode ser compreendido como uma posição jurídica que é passível de transferência do patrimônio de um determinado sujeito a outro. Trocam-se os sujeitos, mas, permanecem as obrigações decorrentes do negócio jurídico anteriormente pactuado: a objetividade do negócio não se prenderá à subjetividade dos seus agentes.

Ademais, para a continuidade da atividade empresarial, é fundamental que o crédito circule. Não por outra razão, a assertiva sempre pungente de SCHUMPETER:

“Primeiro precisamos provar a asserção, tão estranha à primeira vista, que, em princípio, ninguém mais do que o empresário necessita de crédito – ou o corolário, assertiva esta logo muito menos estranhável, que o crédito é útil ao desenvolvimento industrial. Já foi estatuído que o empresário – em tese e normalmente - precisa realmente de crédito, na acepção de se lhe transferir provisoriamente o poder aquisitivo a fim de produzir efetivamente, de ser capaz de empreender as novas combinações, de se tornar um empreendedor. E esse pode não fluir para ele automaticamente, como para o produtor, no fluxo circulatório, pela venda do que foi produzido em períodos precedentes.^{122,}”

As formas de cessão de

¹²² Cf., ob. cit., p. 140.

Retomando assunto observado no capítulo IV, temos que a

No mesmo sentido, Anna Paula Berhnes ROMERO¹²³:

Por consistir em uma ruptura com a concepção clássica da obrigação, embora a resistência à sua aceitação tenha sido grande, a cessão de créditos se impôs em razão das necessidades do dia-a-dia, desencadeadas pela conceituação do crédito como um valor patrimonial do credor que deveria poder circular livremente no mercado, admitindo-se, para a consecução de tal objetivo, um negócio de disposição que permita a transmissão do crédito para terceiro.

VI.1.2 A eficácia da cessão de créditos e a proteção a terceiros

O primeiro elemento que caracteriza o negócio jurídico de cessão é a manifestação de vontade. A vontade, ao ser declarada, transcende o ponto de vista interno e é exteriorizada, de forma que possa ser conhecida e possibilitar o consentimento entre as partes (isto é, o acordo de vontades). Não se deve, contudo, confundir a vontade real das partes com a vontade declarada. Sempre que ocorrer divergência entre a vontade real e a vontade declarada, é o caso de vício de consentimento.

Por se tratar de um instituto de alta complexidade, exige-se que a cessão seja formalizada por documento escrito, expresso e devidamente consubstanciado, pois caso contrário o negócio jurídico não poderá ser objeto da securitização. O fundamento da exigência é legal, estabelecida no arts. 286 e ss., que estabelece a necessidade de instrumento público ou particular, observadas as formalidades previstas no artigo 654, §1º do Código Civil, para que a cessão produza efeitos perante terceiros.

Além disso, há a questão da irrevogabilidade. A possibilidade de revogação do ato estabelece uma exceção na vinculação entre as partes. Enquanto esta possibilidade existir, a eficácia do ato é limitada pois depende de algum fato que pode ensejar a revogação. Portanto, o ato não é eficaz por completo. Essa eficácia limitada não é suficiente para

¹²³ Cf. ob. cit.

possibilitar a vinculação completa do ato, e, portanto, a transferência efetiva do crédito ao cessionário.

Não há, pois, nenhuma relação com

VI.2 Aplicações do conceito de *true sale* para a cessão de créditos no Brasil

Em tese, os veículos de securitização, por conta da atividade específica que desenvolvem, que não lhes exige a contratação de dívida, têm pequeno risco de falência. Daí o termo cunhado pela experiência norte-americana de em *bankruptcy remote* (falência remota)¹²⁴ denotando que o risco de crédito do veículo é baixo.

A securitização somente pode ser considerada efetiva se há transferência do risco de crédito de um determinado ativo. Vale dizer: o cedente não deve reter para si o risco de crédito ligado ao ativo que cede, devendo o cessionário passar a suportá-lo.

A jurisprudência estadunidense, calcada no Código Comercial Uniforme, conforme observamos, acima, a esse respeito, estabeleceu requisitos para a avaliação da operação como uma verdadeira operação de securitização, focando a análise no significado econômico da cessão de créditos.

A disciplina da cessão de crédito no Brasil, no entanto, tem pouco a ser comparada com a estadunidense, sobretudo no que respeita à cessão para veículos de securitização. Ora, se lá vale a essência do negócio jurídico sobre a forma fria da lei, aqui ainda convivemos com este problema rigidez das formas jurídicas.

Vale dizer, se o contrato, considerado válido segundo a legislação específica, estabelecer que um crédito foi cedido, então, do ponto de vista jurídico, aquele crédito terá sido cedido. Não há, pois, indagações acerca da veracidade econômica da operação.

No item abaixo, analisamos um problema real, por conta do exposto aqui.

¹²⁴ (Steven L. SCHWARCZ; Bruce A. MARKELL; Lissa L. BROOME. *Securitization, Structured Finance and Capital Markets*, p. 7)

VI.3 A questão da coobrigação e outros reforços creditícios garantidos pelo originador

A questão da coobrigação, conforme tratamos acima, envolve responsabilizar o cedente por parcela ou, em alguns casos, a totalidade do adimplemento das suas obrigações. Significa, em suma, cancelar, em parte, ou na totalidade, a segregação do risco em relação ao originador.

Destarte, a relação entre os dois fatores é de exclusão: quanto maior for a parcela pela qual o originador se mantém obrigado, menor a será a segregação de seu risco. Em nossa opinião, se a cláusula de coobrigação mantiver um gravame razoável sobre o grau de risco do originador, restará desnaturada a operação de securitização, posto tornado ineficaz sua principal característica.

Discutindo a eficácia dessa cláusula nos Estados Unidos, FURIATI traz a exposição do caso *Major's Furniture Mart vs. Castle*, precedente reputado como o mais importante sobre o assunto:

“O principal precedente deu-se com o caso *Major's Furniture Mart vs. Castle Credit Corp.* A questão a ser respondida pelo tribunal era “quando uma „venda“ não é uma “venda”, mas sim um financiamento”. Inobstante o determinado pelo contrato, o objetivo foi verificar o núcleo do acordo e os que as partes pretendiam com aquilo, uma verdadeira cessão ou uma mera forma de constituir uma garantia sob um empréstimo.

Esta visão não é uníssona na doutrina norte-americana. Kenneth Kettering menciona que a decisão do caso *Major's Furniture* e suas respectivas análises possuem inúmeras contradições. Desta forma, em seu entendimento, a coobrigação não pode ser fator determinante para que a *true sale* seja descaracterizada. Talvez os fundamentos mais importantes sejam: (i) a existência de endosso com garantia, que neste caso nunca haveria uma cessão (venda), resultado esse que seria “contra-intuitivo”; e (ii) a coobrigação não é elemento descaracterizador da venda, mas sim uma garantia ao adimplemento do crédito,

pois em muitos outros tipos de venda” o vendedor assume riscos perante o comprador, sem que a “venda” seja descaracterizada.”

Do ponto de vista prático, para as agências de risco, a aposição de uma cláusula de coobrigação no contrato não melhora, obrigatoriamente, a classificação de risco do cedente, não obstante simbolizar, na esteira do que discutimos no capítulo V ao presente trabalho, um adendo à confiança que o investidor tem no originador: em linha gerais, do ponto de vista econômico, é como se o contrato implícito entre originador e investidor se completasse.

O problema está, contudo, para o credor do originador. Supondo que ocorra a falência de um determinado originador, se a cessão de crédito tiver ocorrido sem qualquer cláusula de coobrigação, ao crédito cedido, corresponderá, no balanço do originador, o valor pago por tais créditos. Ao credor restará recorrer a este valor para tentar resgatar parte daquilo que emprestara ao originador.

No entanto, se o originador tiver se mantido obrigado, em momento anterior à falência, a adimplir parcela ou integralidade do valor cedido, na hipótese do originador ter arcado com essa obrigação, ao credor não terá sobrado nenhum valor referente à cessão de crédito, ou terá sobrado um valor bastante aquém do que era esperado.

Capítulo VII – O sistema concursal e a proteção às relações creditícias

VII.1 As finalidades da legislação falimentar. VII.2 A estrutura de proteção dos credores na Lei 11.101/05. VII. 3 A dinâmica dos atos ineficazes e o objeto da ação revocatória. VII.3.1 Atos formalmente ineficazes. VII.3.2 Atos objetivamente ineficazes. VII.3.3 A ação revocatória. VII.4 Implicações da exceção do art. 136,§1º da Lei 11.101/05. VII.5 Das possibilidade de resolução em caso de defeito na cessão de créditos. VII.5.1. Fraude. VII.5.2. Simulação VII.5.3 Negócio jurídico indireto. VII.5. 4. Nulidade e anulabilidade.

VII.1 As finalidades da legislação falimentar

É comum que se diga que as origens da falência são tão antigas quanto as origens do próprio direito comercial. Mauro PENTEADO¹²⁵ afirma que o instituto surgiu, ainda de forma muito incipiente, nos idos do século XII, inspirado no *concurso creditorum* do direito romano, que à época formava, em conjunto com as regras do direito canônico e os usos e costumes mercantis, o direito comum aplicável aos comerciantes. Esse período era marcado pela repressão aos abusos cometidos pelos devedores desonestos, cuja tutela era empreendida por sanções penais severas¹²⁶.

A sua positivação se deu com a *Ordonnance* de Luiz XIV, em 1673 e posteriormente com o *Code de Commerce* de 1807, sempre inspirado na desconfiança na honestidade dos comerciantes falidos.

As idéias liberais do século XIX fizeram surgir também, a par das cláusulas de responsabilização penal dos devedores desonestos, a diferenciação das quebras ocorridas, não em razão do dolo, mas dos azares advindos do risco comercial.

¹²⁵In “Breve notícia histórica da falência. Falência e meios preventivos de sua declaração, no direito anterior” in SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de e PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência: lei 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005 pp. 61/62

¹²⁶No dizer de J. C. Sampaio LACERDA, à época do descobrimento vigiam as Ordenações Afonsinas, reunião da *Lex Romana Visigithorum* e dos forais e, embora predominassem os princípios do direito romano, as disposições sobre falência tinham inspiração no direito estatutário italiano. in *Manual de direito falimentar*. 14ª ed. ver. e atual. por Jorge de Miranda Magalhães. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1999, p. 45.

No Brasil, PENTEADO¹²⁷ identifica cinco fases de desenvolvimento do instituto, iniciando com a codificação já no império. São elas:

- a) Aquela iniciada com o Código Comercial (Lei 556 de 1.850) que delimitava como critério determinante para a falência a cessação dos pagamentos, ainda que o devedor dispusesse de saldo para adimplir suas obrigações, tendo em vista o risco que o inadimplemento gerava (e gera) para a atividade comercial. Já aqui se previa a concordata e a moratória como medidas de recuperação das empresas;
- b) outra iniciada com o Decreto 917 de 1.890 que trouxe como critério fundamental para a falência a impontualidade do devedor, prevendo entre as formas de recuperação da empresa o instituto da concordata extrajudicial, em muito semelhante à recuperação extrajudicial da Lei 11.101/05;
- c) a Lei 859 de 1.902 inicia outra fase. Tal diploma nasceu com o intuito de corrigir os equívocos de seu predecessor, instituindo os institutos do “estado de negócios” e do “estado de falência”;
- d) a quarta fase é iniciada com a Lei 2.024 de 1.908 que introduz a necessidade do pacto entre devedor e credores com fins a evitar a falência; e
- e) a quinta fase, por fim, iniciada com o Decreto 5.746 de 1.929 com o intuito de aperfeiçoar a legislação acerca do tema.

¹²⁷ Idem, pp. 62/65

COMPARATO¹²⁸, acerca dessa evolução histórica, afirma que a legislação falimentar no nosso país segue em movimento pendular, em um momento protegendo o falido (ou insolvente) em outra os seus credores.

Em 1945 é editado, então, o Decreto-Lei 7.661, normativo revogado pelo atual diploma concursal¹²⁹. O intuito era solucionar o problema enfrentado à época pelo qual os credores deliberavam as concordatas motivados apenas pela defesa de seus interesses pessoais, atrapalhando o escopo de fazer prevalecer os interesses coletivos.

Por essa razão, a concordata foi disciplinada como um favor concedido pelo juiz, que substituíria a vontade dos credores, sendo facultado a estes a discussão das condições do plano apresentado pelos devedores.

O Decreto-Lei 7.661, nas palavras de PENTEADO¹³⁰, esboçava preocupação do legislador com o concurso de credores, com o processo de execução coletiva, tendo em vista a concordata ter sido estabelecida como um favor legal, e a moratória como solução suficiente para o restabelecimento da saúde financeira da empresa.

Finalmente, em substituição a este Decreto-Lei vem a Lei 11.101/05 e traz consigo o instituto da recuperação judicial. Tal instituto, de acordo com o artigo 47¹³¹, visa manter o funcionamento da unidade produtiva, caso se comprove a sua viabilidade financeira.

E toda essa mudança, capitaneada pelo estabelecimento de novos órgãos de deliberação, o Comitê e a Assembléia Geral de Credores¹³², está concentrada na elaboração

¹²⁸ In *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, pp. 95/105.

¹²⁹ Nesse ponto, não se compreende porque o autor, tendo em vista estarem apresentados os mesmos critérios metodológicos de encerramento de um período e início de outro com modificações relevantes, não considerou o período coberto pelo Decreto-Lei 7.661 também como uma das fases evolutivas do direito concursal.

¹³⁰ In ob. cit., p. 65.

¹³¹ “Art. 47: A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.”

¹³² Há quem diga que tais órgãos não representaram mudança nenhuma, porquanto já estivessem dispostos no diploma anterior. Nesse sentido ver Manoel Justino BEZERRA FILHO in *Nova Lei de Recuperação e Falências Comentada*. 3ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005, p. 100 e Ecio PERIN JUNIOR in PAIVA, Luiz Fernando Valente de (coord). *Direito Falimentar e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p.185.

do plano de recuperação. Plano este que se baseia num intenso processo de negociação e cooperação com fulcro num processo de novação de dívidas¹³³.

Rachel SZTAJN afirma que em economias de mercado há a constante redução dos custos de transação, sendo que a alocação dos recursos escassos na economia encontra no sistema falencial de mote recuperacional das empresas em crise uma grande alternativa para a maximização na alocação de recursos¹³⁴.

Vai dizer ainda que a nova legislação teve claro intuito de abandonar a antiga visão segundo a qual deveria ser excluído do mercado o comerciante falido, por entendê-lo como risco às atividades comerciais¹³⁵.

Nesse sentido, entende a autora que quando o texto do artigo 47 faz referência à função social da empresa, denota a obrigação de atuação responsável na economia, tendo em vista ser a empresa fonte geradora de bem-estar social, ao mesmo tempo em que reforça a necessidade do desenvolvimento da atividade empresarial o mais eficiente possível, isto é, o menos custoso e o mais rendoso possível¹³⁶.

Talvez seja essa a razão pela qual a recuperação judicial (tampouco a extrajudicial) não tenha como fim tutelar apenas crises temporárias de liquidez, mas profundos problemas estruturais que afetam a eficiência econômica da empresa. Daí a orientação para a manutenção da unidade produtiva, para o estabelecimento de acordo entre devedor e credores no sentido do alargamento do prazo para adimplemento das obrigações, com fulcro na continuidade dos negócios.

Sob essa perspectiva, o artigo 50¹³⁷ da referida lei traz um rol exemplificativo de meios para a recuperação, entre os quais alguns que têm profunda ligação com o mercado

¹³³ Vai dizer Luiza RANGEL, com base no ensinamento de Rubens Aprobato Machado, que o plano de recuperação é, sem dúvida, o coração do processo de recuperação, porquanto é ele quem vai dar a direção a toda a negociação. *In O papel dos fundos de investimentos na recuperação judicial de empresas*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 10, no. 37, jul-set. 2007, pp. 16-17.

¹³⁴ In “Comentários ao artigo 50” in ob. cit., pp. 220/221

¹³⁵ *Idem*, p. 221.

¹³⁶ *Idem*, *ibidem*. In verbis: “Ideologicamente o texto legal se afirma, em País que tem na economia de mercado um dos pilares da ordem econômica, segundo previsão da disposição do artigo 170 da Constituição da República, em que a livre iniciativa com valorização do trabalho e da dignidade da pessoa humana é ressaltada”.

¹³⁷ Artigo 50. Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

de capitais. Apenas se ressalte que, precisamente pelo fato de os itens ali enumerados serem apenas exemplificativos, outros tantos podem ser criados (e em verdade o são) pelos participantes desse (e de outros) mercado.

A Lei 11.101/05 trouxe novo enfoque para o tratamento das empresas em crise, colocando como foco a preservação das empresas que estejam em condições de prosseguir com os negócios (economicamente viáveis). Dessa maneira prevê, em consonância ao que parece com o sistema norte-americano, uma maior negociação entre credores e devedor, bem como uma participação mais ativa daqueles, não esquecendo do papel importantíssimo da figura do juiz para a decisão de questões circunstanciais e centrais inerentes ao processo.

Afirma-se que o atual diploma falimentar resultou de um acordo entre o Brasil e o Fundo Monetário Internacional, na esteira do que foi pactuado após a crise de 1997, em nível internacional, com o intuito de aumentar a estabilidade do sistema financeiro. Nesse ínterim, em 2001, o Banco Mundial, contando com a cooperação de

-
- I – concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;
 - II – cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;
 - III – alteração do controle societário;
 - IV – substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;
 - V – concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;
 - VI – aumento de capital social;
 - VII – trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;
 - VIII – redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;
 - IX – dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;
 - X – constituição de sociedade de credores;
 - XI – venda parcial dos bens;
 - XII – equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;
 - XIII – usufruto da empresa;
 - XIV – administração compartilhada;
 - XV – emissão de valores mobiliários;
 - XVI – constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor.

§ 1º Na alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia.

§ 2º Nos créditos em moeda estrangeira, a variação cambial será conservada como parâmetro de indexação da correspondente obrigação e só poderá ser afastada se o credor titular do respectivo crédito aprovar expressamente previsão diversa no plano de recuperação judicial.

outras entidades de igual talante, publicou os *Principles and Guidelines for Effective Insolvency and Creditors Rights Systems*.

Tratava-se de um conjunto de 35 princípios que indicavam um consenso internacional acerca das melhores práticas a serem adotadas pelos sistemas falimentares e o padrão para medir a sua eficiência.

O fulcro está na busca de maior certeza e segurança para os processos concursais e maior objetividade para a legislação sobre insolvência. Dessa maneira, ficariam mais bem estabelecidos os riscos que seriam tomados pelos investidores e financiadores, conciliando os interesses de devedores e credores.

VII.2 A estrutura de proteção dos credores na Lei 11.101/05

Do ponto de vista dos credores, o objetivo que se busca é a preservação de seus direitos creditórios. Para tanto, propugna-se por uma maior comunicação entre os sistemas de execução de créditos e de garantias e o de insolvência e a eficiência, celeridade, imparcialidade e transparência destes. Ademais, busca-se tratamento isonômico e equânime entre os credores que estejam na mesma situação.

No que tange aos devedores, o objetivo está no aumento da eficiência dos procedimentos de insolvência com fins a garantir a maximização dos ativos destes, procurando, em caso de necessidade de alienação, livrá-los de ônus e garantias, buscando um equilíbrio entre recuperação e liquidação. Dessa maneira, busca-se preservar as empresas que sejam economicamente viáveis, evitando liquidações precipitadas por pedidos de falência abusivos e, ao mesmo tempo, retirar do mercado as empresas débeis ou para o sistema.

No sentido de ampliar a neutralidade e a imparcialidade no decorrer dos procedimentos concursais, propugna-se por uma participação mais especializada do Poder Judiciário, diretamente ou através de um representante seu, tanto na recuperação, quanto na liquidação. Importante que se ressalte que tal participação deverá ser, preferencialmente, não intrusiva e deverá, ainda, levar à diminuição de fraudes.

Por fim, estabelece-se que os interesses dos credores sejam tutelados por um “comitê de credores” que permita àqueles ter voz ativa nos procedimentos de insolvência.

A Lei 11.101/05, ao que parece, tentou contemplar todos os pontos citados acima e criou, como órgão fundamental para todo o procedimento concursal e recuperacional a Assembléia Geral de Credores. No presente trabalho, abordaremos a função desse órgão no que respeita à solução dos conflitos existentes entre credores e devedor (e seus acionistas) e, principalmente, os conflitos que surgem entre os próprios credores.

Para tanto, tentar-se-á perquirir pela existência de um interesse comum aos credores e a participação do Poder Judiciário para encontrá-lo.

Entre os temas que abordaremos nesse trabalho, estão as alternativas de recuperação de empresas em crise em voga no mercado de capitais, estejam, ou não, previstas no referido rol, dando ênfase àquelas ligadas à securitização de recebíveis mercantis.

Faz-se necessário, então, para que se possa compreender o contexto em que se desenrola a presente discussão, uma breve digressão sobre o mercado de capitais e as suas vantagens no que tange ao acesso à poupança popular.

Doutrina e jurisprudência têm destacado a maior importância que os credores exercem no novel diploma concursal, distanciando-se, portanto, do diploma anterior, o Decreto-Lei 7661/45. Acerca desse tema, bem acurado o comentário de COMPARATO¹³⁸, afirmando que o sistema legislativo falimentar segue como um pêndulo, ora privilegiando o credor, ora o devedor.

PENTEADO já havia afirmado a necessidade de se perquirir quais são os indivíduos aptos a interferirem no processo de recuperação¹³⁹.

Há, pois, a necessidade de se equilibrar os princípios de preservação da unidade produtiva e o da proteção da propriedade dos credores com o caráter negocial que se deseja

¹³⁸In *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970, pp. 95/05: “Em nosso país, a legislação falimentar tem seguido um ritmo nitidamente pendular: protege-se alternadamente o insolvente, ou os seus credores, ao sabor da conjuntura econômica e da filosofia política do momento.”

¹³⁹In “Comentário às disposições preliminares” in SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de e PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.), ob. cit., p. 72.

no processo. A lei em vigor, ao que parece, tentou buscar uma maneira de privilegiar as companhias eficientes e de fato produtivas e excluir do mercado aquelas que se tornaram inviáveis, representando clara inspiração no “modelo da negociação entre devedor e credores” norte-americana¹⁴⁰.

Os principais objetivos da Lei 11.101/05, no que respeita à recuperação judicial estão insertos no art. 47¹⁴¹. Ressalte-se ainda que o diploma consagra institutos que aumentam a participação dos credores nos processos falimentares e de recuperação, entre estes está o Comitê de Credores¹⁴².

Conforme afirmamos acima, nessa nova estrutura idealizada pelo legislador do novel diploma, a Assembléia Geral de Credores sobressai como órgão¹⁴³ de maior importância para ambos os procedimentos (recuperacional e concursal) e, talvez por esta razão, o mais complexo também. A justificativa está na sua composição claramente heterogênea, tendo em vista a reunião de credores com interesses tão distintos, bem como na quantidade de matérias que deve deliberar.

Com efeito, a lei estipula três classes distintas de credores que comporão a Assembléia, supondo entre eles certo grau de homogeneidade, quais sejam: credores quirografários, trabalhistas e credores com garantia real. Essa divisão estratificada ganha especial importância nos casos como a verificação do *quorum* de instalação da AGC em primeira convocação (art. 37, § 2º); para formação do comitê de credores (art. 26 c/c art. 42) e para deliberação sobre o plano de recuperação apresentado pelo devedor (arts. 42, 45 e 58).

A idéia é que a vontade de todos os credores esteja representada e equilibrada, com o fim de se evitar que os titulares de créditos mais substanciais prevaleçam,

140 Cf. MUNHOZ, Eduardo Secchi, “Comentário ao art. 56” in SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de e PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.), ob. cit. p. 272 e ss.

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

142 Cf. PENTEADO in ob. cit., p.68 e ss.

143 Interessante, nesse caso, a posição de Renata Weingrill LANCELOTTI colocando a Assembléia Geral como um *stakeholder* do processo de recuperação. In *Governança corporativa na Recuperação Judicial: Lei nº 11.101/05*. Rio de Janeiro: Elsevier.2010.

injustificadamente, sobre os outros^{e 144}, facilitando e estruturando, assim, as negociações entre devedor e credores¹⁴⁵.

No entanto, não obstante a homogeneidade suposta pelo legislador, a realidade nos mostra o quão diversos são os interesses dos credores, mesmo aqueles que ocupam a mesma classe. Nesse sentido, como diversos são os interesses, não raro, instala-se o conflito durante a deliberação assemblear.

Existem critérios estabelecidos para a tomada decisão no âmbito assemblear, mas estes ainda se mostram inócuos a uma real adequação de vontades, interesses, e, sobretudo, direito dos credores.

O atual diploma, ao franquear aos credores a decisão acerca da superação da crise, ou não, lega àqueles que têm, nas palavras de SZTAJN, interesse no regular funcionamento do mercado de crédito¹⁴⁶. Tem-se o reconhecimento de que a função social das empresas é, sobretudo, a criação de riquezas.

A discussão acerca da convergência de interesses dos credores perpassa, primeiramente, a situação financeira em que estes estarão se concedida a recuperação. Assim, se o plano para o soerguimento da empresa conseguir demonstrar que os credores estarão em situação melhor do que estariam no caso de liquidação, com a posterior alienação dos ativos remanescentes, a decisão deles será nesse sentido.¹⁴⁷

Claro está, no entanto, que não se pode pretender esse reducionismo sempre para se precisar qual o interesse comum dos credores. Pode haver vários outros, como o desejo, ou não de se manterem relações comerciais futuras com o devedor; correndo os riscos daí inerentes.¹⁴⁸

Com efeito, sabe-se que a Assembléia Geral de Credores é um órgão hierarquicamente superior de deliberação colegiada dos credores, inspirada no princípio da

¹⁴⁴ Fabio Ulhoa COELHO, *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva, 2005, p. 105

¹⁴⁵ Cf. Eduardo Secchi MUNHOZ. “Comentários aos arts. 55 a 69”, in SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.), ob. cit., p. 287.

¹⁴⁶ In “Notas sobre as assembleias de credores na Lei de Recuperação de Empresas.” *Revista do Direito Mercantil Industrial Econômico e Financeiro* n°138, p.55.

¹⁴⁷ Idem, p.60.

¹⁴⁸ Idem, p. 62.

autonomia dos credores¹⁴⁹, cuja principal função está na decisão acerca do futuro do devedor. Consagra, pois, o entendimento de que são os credores os principais interessados na solução da crise econômico-financeira da empresa, razão pela qual devam deliberar as questões relevantes nos procedimentos.

Tratando em especial do procedimento de recuperação, as funções do órgão, conforme descritas no art. 35, são: a) aprovação, modificação ou rejeição do plano; b), constituição do Comitê de Credores; c) nomeação do gestor judicial, quando o devedor é afastado dos negócios e, residualmente, mas nem por isso menos importante, d) deliberar sobre qualquer matéria que possa afetar interesse dos credores.

Dessa maneira, tem-se a Assembléia como responsável pela formação e definição da vontade comum dos credores. E, mais que isso, é durante o escrutínio que se colherá o interesse comum da comunidade de credores.

No entanto, deve ser pontuado que é também na Assembléia que aquele interesse comum dos credores se coadunará e se conformará com o interesse do devedor. Nesse sentido, pertinente também o discurso de Jorge LOBO de que em situações de sacrifício a lógica de mercado deva ceder à ética de solidariedade, sobretudo quando se tem uma lei de ordem pública, como o é a Lei 11.101¹⁵⁰.

Na esteira do que discutimos até aqui é de se ressaltar que tem-se grande dificuldade em precisar qual o interesse comum dos credores. Principalmente porque, de maneira diversa do que sucede nas sociedades anônimas, na AGC, os participantes

¹⁴⁹ Cf. a esse respeito, Erasmo Valladão A. e N. FRANÇA. “Da assembléia geral de credores”. In SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.), ob. cit., pp 187/190; Jorge LOBO também sustenta tratar-se de órgão. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles; ABRÃO, Carlos Henrique (coord.), *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*, São Paulo, Saraiva, 2005, pp. 93/94. ; Vera Helena de Mello FRANCO; Rachel SZTAJN, *Falência e Recuperação da Empresa em Crise*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008, p. 79.

¹⁵⁰ In ob. cit., p. 127. Ao que arremata o autor: “Para alcançar esse último escopo e para atender aos interesses das partes envolvidas e harmonizar os direitos de cada um equanamente, ao invés do confronto entre o devedor e seus credores, impõe-se a cooperação; ao invés do litígio, a conciliação; ao invés da apologia dos direitos pessoais, a luta para a realização dos fins comuns; ao invés da defesa egoística e intransigente dos interesses individuais, a busca de soluções solidárias e equitativas, que cause o menor sacrifício a todos, dentro da perspectiva de que se deve priorizar a composição dos interesses conflitantes, raramente convergentes se não houver, parte a parte, a compreensão e a sensibilidade do que é absolutamente indispensável: salvar a empresa em crise, que demonstre ser econômica e financeiramente viável (...)”.

(credores) estão ali não em virtude de sua vontade própria, mas em função da convocação judicial para aprovação de um plano concebido pelo devedor¹⁵¹.

Ademais disso há grande heterogeneidade entre a própria base de credores. Por esse motivo, não obstante a grande contribuição que possa existir da teoria do interesse social para a compreensão da matéria, em virtude das grandes peculiaridades, esta fica, não raro ultrapassada. Ficando, portanto, difícil a conceituação desse interesse comum.¹⁵²

No entanto, isto não impede que se busque um interesse comum. Crê-se, majoritariamente, que, não obstante a grande presença de interesses egoísticos, existe, sim, uma comunhão de interesses.

No geral, um critério de aproximação de interesses, no sentido da recuperação da empresa, está na apuração, pelos credores de valores “justos” quando comparados com aqueles que seriam percebidos na liquidação do ativo. Aproximam-se, assim, os interesses de credores, do devedor e dos trabalhadores cuja manutenção do trabalho é crucial.

Assim que, não obstante, nos processos concursais, os credores possuam interesses convergentes e divergentes, na vigência da recuperação judicial, cada classe, ao que parece, deve arcar com parcela do “prejuízo” que lhes é imposto forçosamente, para que o devedor encontre meios de se recuperar.

Conforme discutimos acima, a Assembléia é, por natureza, uma reunião de pessoas com interesse comum para a deliberação de assuntos pertinentes a esses interesses¹⁵³.

A dificuldade de se encontrar e identificar esse interesse, no entanto, é muito grande. Com efeito, diferentemente do que sucede nas sociedades e mesmo em outras reuniões de caráter semelhante, os credores, integrantes da Assembléia Geral de Credores,

¹⁵¹ Cf. SALLES, Marcos Paulo de Almeida. “Do pedido de restituição”. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Coords.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. Lei 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, pp. 372/374.

¹⁵² Cf. FRANÇA “Comentários aos arts. 35 a 46”. In SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.), ob. cit., p. 192.

¹⁵³ Cf. Jairo SADDI. “O Comitê e a Assembléia de Credores na Nova Lei Falimentar”, in PAIVA, Luiz Fernando Valente de, (coord.) *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 202.

encontram-se reunidos por razão completamente alheia à sua vontade, qual seja, o deferimento judicial do processamento da recuperação judicial.

Isso não obstante, há heterogeneidade até mesmo nas classes (que se supõem homogêneas) dos credores¹⁵⁴. E o motivo é o mais diverso, variando desde a origem do crédito até outros interesses, como os pertinentes à execução das garantias, ou à manutenção futura de negócios com o devedor; a vontade ou não de correr os riscos de terceiros ou, ainda, interesses relacionados à expedientes concorrenciais (e a discussão da validade ou não desse interesse somente é discutida alhures, isto é, posteriormente ao procedimento recuperacional).

Por essa razão, ainda que se discuta, doutrinariamente, a importância do interesse social para o desenvolvimento das companhias (e para a correta aplicação do seu objeto social), as regras sobre insolvência, sobretudo nos procedimentos concursais, seguem outra lógica.¹⁵⁵

Vale, nesse sentido, uma rápida menção, à interferência judicial no procedimento para a colheita do interesse comum aos credores.

VII.4 Implicações da exceção do art. 136,§1º da Lei 11.101/05

O parágrafo 1º do artigo 136 da Lei 11.101/05, tratando dos efeitos da ineficácia e da ação revocatória no âmbito da recuperação e da falência, estabelece que quando houver securitização dos créditos do devedor, não haverá declaração de ineficácia, tampouco revogação, da cessão de crédito, em prejuízo dos adquirentes dos valores mobiliários emitidos pelo Securitizador.

Note-se, nesse ponto, que os conceitos de anulabilidade e nulidade foram substituídos pelo de ineficácia. Assim, os negócios praticados pelo falido, no termo legal, que carreguem em si o intuito de fraudar a massa os seus credores é considerado ineficaz.

¹⁵⁴ Cf. FRANÇA, in ob. cit., p. 192.

¹⁵⁵ A esse respeito, interessante a discussão de Calixto SALOMÃO FILHO. “Recuperação de Empresas e Interesse Social”, in SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.), ob. cit., pp. 43-53.

Isto é, não obstante possa o referido negócio ser válido entre as partes, é ineficaz no que à massa falida, subjetiva ou objetiva.

É preciso deixar claro, no entanto, que os atos considerados ineficazes estão taxativamente relacionados, sendo que, esta pode ser absoluta ou relativa, no que respeita a ser a fraude objetiva ou subjetiva. Será, com efeito, objetiva quando não houver necessidade de se provar o intuito fraudulento da conduta, situação, aliás, que parece ser a do artigo 129 do diploma supra referido.

Com efeito, a Ação Revocatória, tem como objetivo o estabelecimento do direito dos credores de reverem, ou anularem, os atos fraudulentos praticados pelo devedor em prejuízo de seus créditos.

Passando à análise específica do tema de que se quer cuidar nesse trabalho, é de ressaltar que a grande maioria dos autores acredita ser louvável a intenção do legislador em preservar os adquirentes dos valores mobiliários emitidos pelo securitizador, quando lastreados em créditos cedidos pelo devedor, porque reconhece a legitimidade da operação e permitem maior mobilidade do crédito.

Nesse trabalho, tivemos a oportunidade de analisar os aspectos econômicos da cessão de crédito para os veículos securitizadores, em que observamos que o aspecto essencial da cessão de crédito deve ser a transferência dos riscos.

Analizamos, também, as características intrínsecas das empresas que mais securitizam no Brasil, e pudemos observar que são aquelas mais expostas ao risco de quebra.

Ora, a redação do art. 136§1º, parece descuidar totalmente desses aspectos práticos relevantíssimos ao proteger os investidores (e, indiretamente, os originadores), adquirentes dos títulos de valores mobiliários emitidos pelos veículos securitizadores, sem, contudo exigir contrapartidas que garantam a lisura das cessões de crédito.

Ao final do dia, caso as cessões sejam realizadas em situações de fraude, ou fora de preços de mercado, o credor do originador, nada poderá fazer.

Capítulo VIII. Conclusões

Em rápidas palavras, o mercado de capitais (em verdade aqui nos deteremos sobre o mercado de valores mobiliários), pressupondo a existência de agentes que detêm a propriedade dos bens escassos na economia, consubstancia um dos modos de transferência dessa poupança para os tomadores de recurso.

Com efeito, ele se caracteriza por ser fonte direta de financiamento, ou o que se costuma chamar de desintermediada, porquanto o crédito não é concedido via instituição financeira, mas diretamente pelos poupadores.

Dessa maneira se estabelece como uma forma mais barata de financiamento, mais conveniente tanto aos poupadores, que vêm aumentar seus rendimentos, quanto aos tomadores, pela óbvia razão de obterem crédito “pagando” um valor de retorno menor¹⁵⁶.

DUQUE afirma que a distinção entre sistema bancário e o sistema de valores mobiliários vai além do custo da operação. Segundo ele, as principais diferenças residem nos seguintes campos: os custos inerentes à montagem das operações; o prazo de vencimento do financiamento; as exigências mínimas para divulgação de informações. Destarte, à atividade de intermediação bancária clássica caberia o financiamento de operações de curto prazo, sem necessidade de obtenção de muitas informações e com custos iniciais mais baixos¹⁵⁷.

No mercado de valores mobiliários, o papel representado por bolsas e demais entidades de negociação admitidas em lei é o de servir como fonte de liquidez para os ativos gerados, isto é, como centros, praças de negociação.

A análise econômica contemporânea, a par da teoria dos jogos, reconhece que “é da essência da atividade econômica lidar com riscos”¹⁵⁸.

¹⁵⁶ João DUQUE, a esse respeito, assim se posiciona: “Em suma, o sistema de valores mobiliários promoverá de forma mais eficiente a transferência de fundos entre a poupança e o investimento”, in *A regulação do sistema financeiro: uma abordagem pela teoria financeira*, p. 6, texto obtido junto ao sítio http://pascal.iseg.utl.pt/~jduque/jd_toriaregulacao.pdf acessado em 18.09.08.

¹⁵⁷ *Idem, ibidem*.

¹⁵⁸ Cf., nesse sentido, YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009, pp. 20/21 e ARROW, Kenneth J. *Insurance, Risk and Resource Allocation*, in

Os agentes econômicos têm uma feição essencial – a aversão ao risco faz com que eles, precisando definir seus planos de atuação, optem por aqueles em que exista um maior grau de certeza ou uma menor possibilidade de perdas. Assim, o valor de um bem depende não só de si mesmo e de sua utilidade, mas também de outras circunstâncias, como os riscos envolvidos na sua consecução, manutenção ou utilização¹⁵⁹.

A diferença substancial entre risco e incerteza está no conhecimento das probabilidades do evento futuro ocorrer. Assim que, a ideia de risco está ligada à estimativa das probabilidades de se chegar a um determinado resultado (ou desse determinado resultado ocorrer) a partir do estudo de várias situações semelhantes. Já a incerteza está diretamente relacionada com a impossibilidade de se estimar tais resultados, tendo em vista a inexistência de bases objetivas e históricas a serem estudadas.

Com efeito, o principal papel das instituições na sociedade é reduzir incertezas. Não é à toa que autores de economia conceituam instituições como “regras do jogo”. Quando há regras, há menor incerteza, pois há previsibilidade de condutas¹⁶⁰.

Dentre os mecanismos de mercado estão os instrumentos ou dispositivos contratuais pelos quais determinados riscos inerentes a uma atividade – ou pelo menos os efeitos econômicos de tais riscos – são repartidos ou transferidos entre os agentes econômicos.

A transferência negociada dos riscos se dá por contratos de seguro, emissão de títulos acionários ou instrumentos derivativos. Mas não só. Diversas relações contratuais incorporam cláusulas protetivas.

Inclui-se nesses instrumentos, como veremos adiante, as operações de securitização. O importante delas, no entanto, é que se, de um lado servem a segregar

Collected Papers of Kenneth J. Arrow, vol.4: The Economics of Information, Harvard University Press, Cambridge (Mass.)

¹⁵⁹ Ver, entre outros, VARIAN, Paul (1999). *Intermediate Microeconomics, a Modern Approach*. Parsons, New York, STIGLITZ, Joseph E. (1996) *Principles of microeconomics*. W.W. Norton and Company, New York e HIRSCHLEIFER, Jack e RILEY, John G. (1992). *The analytics of uncertainty and information*. Cambridge University Press, Cambridge.

¹⁶⁰ Cf. ARROW, Kenneth J. (1983) *The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus non market allocation*, in Collected Papers of Kenneth J. Arrow, vol.2: General Equilibrium, Harvard University Press, Cambridge (Mass.)

riscos do Originador, podem expor a riscos absurdos os investidores, dependendo da natureza e “saúde” dos créditos securitizados.

Aliás, como bem explica Alastair HUDSON, foi precisamente a ânsia das instituições financeiras em originar créditos para serem securitizados e assim conseguir fontes novas de capitalização que levaram à crise de 2008. Isso porque os créditos originados eram fracos, desde o ponto de vista da capacidade de adimplemento dos seus tomadores¹⁶¹.

Há ainda situações em que, como precisa YAZBEK, “são criados verdadeiros mercados para o risco, a partir de instrumentos padronizados, de utilização intensiva. Por meio de tais mercados, terceiros são remunerados para assumir aquela álea, permitindo aos alienantes a necessária segurança para desenvolver alguma atividade. Aqueles terceiros podem, por sua vez, ter interesse na assunção do risco negociado, sendo mais hábeis para administrá-lo, ou porque tal aquisição permite o contrabalanceamento de outro risco, ou mesmo por mera especulação”¹⁶².

E são várias as motivações podem surgir para a o “comprador” do risco, quais sejam, a capacidade de diversificação de atividades, de modo a contrabalançar tais riscos; graus distintos de aversão a este; a especialização decorrente da atuação em áreas correlatas, o que pode permitir a tomada de medidas preventivas cabíveis; uma avaliação diversa ou mesmo contraditória acerca da possibilidade de ocorrência dos fatos ou mesmo a detenção de uma posição, em operações de mercado físico, protegida pela aquisição daqueles riscos (efeito de hedge).

Outro importante exemplo está no mercado acionário em que os riscos do empreendimento são compartilhados com o público investidor. Ainda, nesse mercado acionário, é possível negociar as posições detidas com uma maior liquidez bem como diversificar o risco, por meio de carteiras de ações diversificadas.

Importante que se diga, porém, que nem todos os mecanismos de mercado são eficientes para transferir o risco¹⁶³. Nesse caso, existem soluções, fora do mercado, para

¹⁶¹ In *The Law of Finance*. Londres: Sweet & Maxwell, 2010 pp. 1210/1212.

¹⁶² In ob. cit., p. 27.

¹⁶³ Idem, p. 29.

equilibrar as pretensões e distribuir os riscos: é o caso de internalizar as questões em estruturas empresariais, as hierarquias.

Essa internalização depende do grau de incerteza das relações, do grau de oportunismo dos agentes envolvidos, e outros riscos que a justifiquem, como a intervenção externa estatal ou por mecanismos de auto-regulação¹⁶⁴. São, em suma, as chamadas soluções extramercado.

ARROW ainda ressalta a importância dos mecanismos legais para a proteção dos agentes econômicos. Mecanismos estes que permitam delimitar a responsabilidade destes agentes, bem como equalizar sua exposição a riscos. Nesse sentido, pontua a criação dos sistemas de concurso de credores, bem como a construção de mecanismos como a limitação de responsabilidade em determinados tipos de sociedade.

No caso específico dos regimes falimentares ou de insolvência, tendo em vista a natureza concursal, reduzem os riscos corridos na atividade econômica ao criar um sistema de acesso dos credores ao patrimônio da empresa insolvente¹⁶⁵

Dessa maneira, o patrimônio do devedor é protegido e resguarda-se a ordem de pagamento dos credores, que de outra forma ficariam expostos à voracidade daqueles mais próximos ou que disponham de qualquer vantagem ou privilégio¹⁶⁶.

A transição da administração dos riscos no regime de mercado para o extramercado deu-se pelo reconhecimento das insuficiências do mercado, que impediriam de, eficientemente, cumprir suas funções.

Ao menos em princípio, as falhas de mercado justificariam a regulação de atividades ou a criação de infra-estruturas que o mercado deixou de prover adequadamente.

Yazbek, no entanto, faz a ressalva de que “empiricamente, porém, a regulação ainda procura tratar das dificuldades para a consecução de soluções eficientes pelo sistema

¹⁶⁴ Tipos: aumento de controle, arranjos societários, concentração vertical, etc. Ainda existem outros mecanismos como: limitação de responsabilidade, regras de responsabilidade civil (em especial a responsabilidade civil objetiva) e necessidade de autorização para o exercício de algumas atividades.

¹⁶⁵ Cf. PONT, Manuel Broseta. *Manual de Derecho Mercantil*. Editora Tecnos, Madrid, 1994.

¹⁶⁶ Cf. POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law*. Little, Brown and Company, Boston, 1992.

de mercado, legitimando-se, de fato, a partir das distorções e insuficiências de tal sistema – a partir das falhas de mercado”¹⁶⁷.

Nesse ínterim, quando tratamos do mercado de valores mobiliários, é necessário que façamos uma breve menção à atividade regulatória deste. Com efeito, tal atividade tem que ver com a produção de normas e atividade coercitiva no sentido da aplicação destas no mercado de valores mobiliários, tendo como destinatários os agentes participantes desse mercado.

DUQUE ressalta que é necessária a atuação de entidade governamental ou quase-governamental¹⁶⁸, pontuando que a atividade regulatória deve extrapolar a mera atividade regulamentar, de produção normativa, tendo em conta a realidade econômica, devendo ser balizada pelos princípios de eficiência, transparência e justiça.

Assim, atividade regulatória deve ter em conta que os ativos transacionados são facilmente negociáveis, provocando grande rotação do setor e o risco com que se lida é o risco do mercado¹⁶⁹.

Note-se que a regulação se faz necessária porque os mercados não são perfeitos, mas necessitam ser eficientes e só o serão se os ativos em negociação refletirem em seu preço diretamente todas as informações disponíveis. A importância da regulação está precisamente em garantir, sob esse aspecto, a eficiência dos mercados.

Isto posto, tem-se que o mercado de valores mobiliários é um mercado de risco, daí que não há a necessidade dos órgãos reguladores se imiscuírem no mérito das decisões negociais. O que se pretende, até em razão da eficiência do mercado é que o investidor esteja sempre ciente de todas as contingências que assolam a empresa em que deseja investir.

¹⁶⁷ In ob. cit., p. 31.

¹⁶⁸ In ob. cit., p. 8

¹⁶⁹ Sobre o tema assim conclui DUQUE: “(...) encaramos a atividade de regulação do mercado de valores mobiliários como a actividade de compreensão dos mecanismos que, em resultado da sua expressão financeira, promovam a necessidade do estabelecimento de normas ao alcance da entidade reguladora por via de direito próprio ou direito de influência, sobre a forma desintermediada de financiamento da actividade económica, as formas de investimento ou sobre os agentes que as propiciam (incluindo-se intermediários financeiros, centros de negociação e demais agentes intervenientes)”, in ob. cit., p. 9.

Esta análise econômica, no entanto, contrasta com a percepção que a legislação desenvolve atividade prática do direito empresarial.

A mera transposição de normativos do exterior para a disciplina jurídico-brasileira não ajuda a equalizar os problemas aqui existentes. Ao conceder o aspecto final da *true sale* aos investidores adquirentes dos títulos oriundos da securitização, ao protegê-los da falência do originador, sem, contudo, ter criado um arcabouço normativo que regulasse essa cessão, nos moldes do *Article 9*, o legislador brasileiro parece ter feito a opção pelo mais fácil: proteger o adquirente dos títulos, o que sem dúvida é louvável, mas esqueceu uma brecha aberta de proporções infundáveis.

Tal brecha tem uma potencialidade lesiva a credores, já que estes, pela disposição fria do art. 136, jamais poderão anular cessões realizadas com intenções fraudulentas.

Abre uma brecha, também para os próprios adquirentes dos títulos. Destarte, se uma determinada ação de anulação de ato jurídico for promovida contra a cessão, fora do escopo falimentar, em casos em que a cessão de crédito tiver sido praticada longe do seu aspecto econômico, nada garante que o judiciário não acolherá o pedido.

Bibliografia.

ADAMEK, Marcelo Vieira Von. *Responsabilidade civil dos administradores de S/A*. São Paulo: Saraiva, 2009.

AKERLOFF, G. *The market for lemons: quality uncertainty and the market mechanism*. In Quarterly Journal of Economics, vol. 84 (1970), n. 3, p. 488-500.

ALBERT, M. *Capitalismo “vs.” capitalismo*. São Paulo: Loyola, 1992. Tradução do francês *Capitalisme contre Capitalisme*. Paris: Editions du Seuil, 1991.

ALCHIAN, A.; DEMSETZ, H. *Production, information costs and economic organization*. In American Economic Review, n. 62, p. 777 e ss.

ALMEIDA, Amador Paes de Almeida. *Curso de Falência e Recuperação de Empresa*. São Paulo: Saraiva, 2005.

ALONSO, Félix Ruiz. *Os Fundos de Investimento*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 59, n.01, p. 61-83, jul/set 1985.

ANDRADE, Adriana; ROSSETTI, José Paschoal. *Governança Corporativa: fundamentos, desenvolvimento e tendências*. São Paulo: Atlas, 2006.

ARAÚJO, Edmir Netto de. *Curso de direito administrativo*. 2ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2006.

ARROW, Kenneth J. (1983) *The organization of economic activity: issues pertinent to the choice of market versus non market allocation*, in Collected Papers of Kenneth J. Arrow, vol.2: General Equilibrium, Harvard University Press, Cambridge (Mass.)

_____. *Insurance, Risk and Resource Allocation*, in Collected Papers of Kenneth J. Arrow, vol.4: The Economics of Information, Harvard University Press, Cambridge (Mass.)

ASCARELLI, Tullio. *Panorama do Direito Comercial*. Sorocaba: Minelli, 2007.

_____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.

BAROSSO FILHO, Milton, *Assembléias de Credores e Plano de Recuperação de Empresas: Uma Visão em Teoria dos Jogos*, in Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 137, pp. 233-238.

BARRETO FILHO, Oscar. *Teoria do estabelecimento comercial: fundo de comércio ou fazenda mercantil*. 2ª ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

BARZEL, Y. *Economic Analysis of Property Rights*. Cambridge/MA: Cambridge University Press, 1997.

BATALHA, Wilson S. C. *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Forense, 1973.

BATALHA, Wilson. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, vols. I a III. Rio de Janeiro: Forense, 1977.

BATISTA, Carolina S. J. – CAMPANA FILHO, Paulo F. – MIYAZAKI, Renata Y.– CERZETTI, Sheila C. N., *A Prevalência da Vontade da Assembléia Geral de Credores em Questão: o Cram Down e a Apreciação Judicial do Plano Aprovado por Todas as Classes*. In: *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, v. 143, p. 209.

BEBCHUK, L. *Corporate Law and Economic Analysis*. New York: Cambridge, 2005.

BEBCHUK, L.; ZINGALES, L. *Corporate Ownership Structure: Private Versus Social Optimality*. (2008). Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=10072>.

BERLE JR., Adolf A.; MEANS, Gardiner C. *The modern corporation and private property*. New York: The Macmillan Company, 1940.

BERLE, Adolf A. *The 20th Century Capitalism Revolution*. New York: Harcourt, Brace & World, 1954.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Nova Lei de Recuperação e Falências Comentada*. 3ª ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

BLACK, Bernard. *Agents watching agents: the promise of institutional investors voice*. In *UCLA Law Review*, 1992, vol. 39, p. 811-893.

BOBBIO, Norberto. *Da estrutura à função: novos estudos de teoria do direito*, trad. port. Daniela Baccaccia Versiani, rev. tec. Orlando Seixas Bechara e Renata Nagamine. Barueri: Manole, 2007.

BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito Societário*. 7ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.

BORGES, João Eunápio. *Curso de direito comercial terrestre*. 2ª ed. São Paulo: Forense, 1964.

BRAUDEL, Fernand. *Civilização material, economia e capitalismo, séculos XV - XVIII, vol. II, os jogos das trocas*, trad. port. Telma Costa. São Paulo: Martins Fontes, 1996.

BULGARELLI, Waldírio. *A teoria ultra vires societatis perante a Lei das Sociedades por Ações* in *Questões de direito societário*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 1983.

_____. *Manual das sociedades anônimas*. São Paulo: Atlas, 1997.

_____. *Regime Jurídico da Proteção às Minorias nas S.A. de acordo com a reforma da Lei n.º 6.404/76*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BURNHAM, J. *The Managerial Revolution*. London/UK: Penguin Books, 1962.

CAENEGEM, R. C. Van. *Uma introdução histórica ao direito privado*. 2ª ed., trad. port. Carlos Eduardo Lima Machado. São Paulo: Martins Fontes, 2000.

- CALABRESI, G. *About law and economics: a letter to Ronald Dworking*. In Hofstra Law Review, 1980, vol. 8, p. 553-562.
- CALABRESI, G. *The pointlessness of Pareto: carrying Coase further*. In Yale Law Journal 100, 1991, p. 1.211.
- CAMINHA, Uinie. *Securitização*, 2ª ed.. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CAMPINHO, Sérgio. *Falência e recuperação de empresa*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- CARREIRA, António. *A Companhia Geral do Grão-Pará e Maranhão*. São Paulo: Editora Nacional, 1988.
- CARVALHO DE MENDONÇA, José Xavier. *Tratado de direito comercial brasileiro*. 3ª ed. rev., v.6. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1939.
- CARVALHOSA, Modesto e EIZIRIK, Nelson. *A nova lei das S/A*. São Paulo: Saraiva, 2002.
- CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*, vols Ia IV. São Paulo: Saraiva, 2003.
- CASTRO, Raphael Velly de. *O Mercado de Capitais como imperativo desenvolvimentista*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, v. 126, p. 42-57, abr/jun, 2002.
- CASTRO, Rodrigo R. Monteiro, ARAGÃO, Leandro Santos de (Coords.). *Direito societário e a nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.
- CHALHUB, Melhim Namem. *Trust: perspectivas do direito contemporâneo na transmissão da propriedade para administração de investimentos e garantia*. Rio de Janeiro: Renovar, 2001.
- CLARK, Ronald. *Corporate Law*. New York: Aspen Law and Business, 1986.
- COASE, Ronald. *Essays on Economics and Economists*. Chicago: The University of Chicago Press, 1994.
- _____. *The nature of the firm*. In *The Firm, The Market and The Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.
- _____. *The problem of social cost*. In *The Firm, The Market and The Law*. Chicago: The University of Chicago Press, 1988.
- COELHO, Fabio Ulhoa, *Comentários à Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*, São Paulo, Saraiva, 2005.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, vols Ia III. 6ª ed. rev. e atual. de acordo com o novo código civil (Lei n. 10.406, de 10-1-2002). São Paulo: Saraiva, 2002.
- COFFEE JR., John C. *Gatekeepers: The Role of the Professions and Corporate Governance*. New York: Oxford University Press, 2006.

_____. *The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its implications*. (1999). Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=142833>.

COMPARATO, Fabio K. *A reforma da empresa*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM, n. 50, abr/jun 1983, p. 57-74.

_____. *Aspectos jurídicos da macro-empresa*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1970.

_____. *Direito empresarial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1995.

_____. *Novos ensaios e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1981.

_____. *Títulos de Crédito*. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Forense, 1971.

_____ e SALOMÃO FILHO, Calixto. *O poder de controle na sociedade anônima*. 4ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.

CORRÊA-LIMA, Osmar Brina. *Sociedade Anônima*. 3ª ed. Belo Horizonte: Editora Del Rey, 2005.

COSTA, Luiz Antonio Silva. *A lei de recuperação de empresas*. São Paulo: Lex Editora, 2005.

COSTA, Philomeno Joaquim da. *Anotações às companhias*, vol. I. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980.

COZIAN, Maurice; VIANDIER, Alain; DEBOISSY, Florence. *Droit des sociétés*. 18ª ed. Paris: Litec, 2005.

CUNHA, Rodrigo Ferraz Pimenta da. *Estrutura de interesses nas sociedades anônimas – hierarquia e conflitos*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

DE LA VEGA, Joseph. *Confusión de confusiones (1688)*. New York: John Wiley & Sons, 1998.

DE LUCCA, Newton e SIMÃO FILHO, Adalberto (coord.). *Comentários à nova lei de recuperação de empresas e de falência*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

DE ROOVER, Raymond. *The Medici bank: its organization, management, operations, and decline*. New York: New York University Press, 1948.

DEMSETZ, H. *Towards a Theory of Property Rights*. In American Economic Review, 57, p. 347-359, 1967.

DINIZ, Gustavo Saad. *Subcapitalização societária*. Tese apresentada a Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo como requisito para obtenção do título de Doutor, 2007.

DOBB, M. *The industrial revolution and the XIX century*. London/UK: Routledge and Kegan Paul, 1963.

DOMINGUES, Paulo de Tarso. *Do capital social: noção, princípios e funções*. Coimbra: Coimbra Editora, 1998.

EASTERBROOK, F.; FISCHER, D. *The economic structure of corporate law*. Cambridge/MA: Harvard University Press, 1996.

EIZIRIK, Nelson. *Mercado de capitais e regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

_____. *Reforma das S.A. & do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

_____. “Regulamentação e auto regulamentação do mercado de valores mobiliários”. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, São n. 48, p. 48-59, 1982.

_____. *Temas de Direito Societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2005.

ESPÍRITO SANTO, João. *Sociedades por quotas e anônimas – Vinculação objecto social e representação plural*. Coimbra: Almedina, 2000.

FABOZZI, Frank J. *Accessing capital markets through securitization*. New Hope, Pennsylvania: Frank J. Fabozzi Associates, 1999.

FAMA, E.; JENSEN, M. *Separation of ownership and control*. In *Journal of Law and Economics*, v. 16, 1983.

FERREIRA, Waldemar Martins. *O direito público colonial do Estado do Brasil sob o signo pombalino*. Rio de Janeiro: Nacional de Direito, 1960.

FERREIRA, Waldemar, *Tratado de Direito Comercial*, v. 15, São Paulo, Saraiva, 1966.

FRANÇA, Erasmo Valladão A. e N., *A Assembléia-Geral de Credores na Nova Lei Falimentar*, in *Temas de Direito Societário, Falimentar e Teoria da Empresa*, São Paulo, Malheiros, 2009, pp. 4-26.

_____. *Comentários aos arts. 35 a 46*, in SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (coordenadores), *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. Lei 11.101/2005*, São Paulo, Revista dos Tribunais, 2005, p. 187-217.

_____. *Conflito de interesse: formal ou substancial? Nova decisão da CVM sobre a questão*. In *Revista de Direito Mercantil Industrial, Econômico e Financeiro – RDM*, São Paulo, v. 41, n. 128, 2002, p. 225-262.

FRANCO, Vera H. de M.; SZTAJN, Rachel. *Manual de direito comercial, vols. 1 e 2*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2005.

_____. *Falência e recuperação da empresa em crise. Comparação com as Posições do Direito Europeu*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

_____. in *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro; PITOMBO, Antônio Sérgio de Moraes (Coords.). São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

FRONTINI, P. S. *Responsabilidade dos administradores em face da nova lei das sociedades por ações*. In Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro – RDM, n. 26, 1977, p. 35 e ss.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. *Manual de contabilidade das sociedades por ações: aplicável às demais sociedades / FIPECAFI*. diretor responsável Sérgio de Iudícibus; coordenador técnico Eliseu Martins; supervisor de equipe de trabalho Ernesto Rubens Gelbcke. 7ª ed. 4ª reimpr. São Paulo: Atlas, 2008.

GALBRAITH, J. K. *A history of economics – the past as the present*. London/UK: Penguin Books, 1991.

GALGANO, Francesco. *História do direito comercial*, trad. port. João do Espírito Santo. Lisboa: Editores, 1980.

GALGANO, Francesco. *Lex mercatoria*. Bolonha: Il Mulino, 2001.

GALGANO, Francesco. *Tratato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, vol. VII. Padova: CEDAM, 1988.

GARRIGUES, Juan Bolás Alfonso. *Curso de derecho mercantil*. 7ªed. Bogotá: Temis, 1987.

GILISSEN, John. *Introdução histórica ao direito*. trad. port. A. M. Hespanha e L. M. Macaísta Malheiros. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1995.

GOETZMANN, William N. e ROUWENHORST, Geert editores. *The origins of value: the financial innovations that created modern capital markets*. New York: Oxford University Press, 2005.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. 16ª ed. 3ª tir. rev. atual. e aument., de acordo com o Código Civil de 2002, por Edvaldo Brito. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GONÇALVES NETO, Alfredo de Assis. *Lições de direito societário: regime vigente e inovações do novo Código Civil*. 2ª ed. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2004.

GOWER, L.C.B., DAVIES Paul L. *The principles of modern company law*. 7ª ed. 2º imp. London: Steve & Maxwell, 2005.

GUERREIRO, José Alexandre Tavares. *Regime jurídico do capital autorizado*. São Paulo: Saraiva, 1984.

GUIMARÃES, Maria Celeste Moraes. *Recuperação judicial de empresas e falência*. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

GUYON, Yves. *Droit des affaires*. 12ª ed. Paris: Economica, 2003.

HANSMANN, H. *The Ownership of Enterprise*. Cambridge/MA: The Belknap Press of Harvard University Press, 1996.

_____; KRAAKMAN, R. *The end of history of corporate law*. In Georgetown Law Journal, 2001, vol. 89, p. 439-459.

- HARRIS, Ron. *Industrializing english law: entrepreneurship and business organization, 1720-1844*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- HEILBRONER, Robert L. *The making of economic society*. New Jersey: Prentice-Hall, 1962.
- HENDRIKSEN, Eldon S. e VAN BREDÁ, Michael F. *Teoria da contabilidade*. trad. port. Antonio Zoratto Sanvicente. São Paulo: Atlas, 1999.
- HILAIRE, Jean. *Introduction historique au droit commercial*. Paris: Presses Universitaires de France, 1986.
- HIRSCHLEIFER, Jack e RILEY, John G. (1992). *The analytics of uncertainty and information*. Cambridge University Press, Cambridge.
- HUDSON, Alastair. *The Law of Finance*. Londres: Sweet & Maxwell, 2010
- JENSEN, M.; MECKLING, W. *Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. In *Journal of Finance Economics*, 1976, vol. 3, p. 305-360. Disponível em: <<http://papers.ssrn.com/abstract=94043>>.
- KUBLER, Friedrich. *The rules of capital under pressure of the securities markets in HOPT, Klaus J. e WYMEERSCH, Eddy (editors). Capital markets and company law*. New York: Oxford University Press, 2003.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, and SHLEIFE, Andrei. *The Economic Consequences of Legal Origins*. r. NBER Working Paper No. 13608. November 2007
- LACERDA, J. C. Sampaio de. *Manual de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1971.
- LAMY FILHO, Alfredo e PEDREIRA, José Luiz Bulhões (coord.). *Direito das companhias*, vol. I e II. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- _____. *A lei das S/A: pressupostos, elaboração e modificações* vols. I a III. 3ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1997.
- LAMY FILHO, Alfredo. *Temas de S.A.: exposições e pareceres*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.
- LANCELLOTTI, Renata Weingrill. *Governança corporativa na Recuperação Judicial: Lei nº 11.101/05*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010
- LE GOFF, Jacques. *Marchands et banquiers du moyen âge*. 9ª ed. Paris: Press Universitaires de France, 2006.
- LEÃES, L. G. P. de B. *Conflito de interesses*. In *Estudos e pareceres sobre sociedades anônimas*. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1989.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. *Do direito do acionista ao dividendo*. São Paulo, 1969.

LISBOA, José da Silva (Visconde de Cayru). *Princípios de direito mercantil e leis de marinha*. Rio de Janeiro: Serviço de documentação do M.J.N.I. 1963.

LOBO, Jorge. Da assembléia geral de credores. In: TOLEDO, Paulo F. C. Salles: ABRÃO, Carlos Henrique (Coords.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência*. 3ª ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 94-208.

LOPEZ, Robert S. *The commercial revolution of the middle ages, 950-1350*. Cambridge: Cambridge University Press, 2005.

LUCCA, Newton de e SIMÃO FILHO, Adalberto (coord.). *Comentários à Nova Lei de Recuperação de Empresas e de Falências*. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2005.

MACHADO, Rubens Approbato (Coord.). *Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

MACKAY, Charles. *Extraordinary popular delusions and the madness of crowds (1841)*. New York: John Wiley & Sons, 1996.

MARCONDES MACHADO, Sylvio. *Limitação da responsabilidade do comerciante individual*. São Paulo: Max Limonad, 1956.

_____. *Problemas de direito mercantil*. 3ª tir. São Paulo: Max Limonad, 1970.

MARCOS, Rui Manuel Figueiredo. *As companhias pombalinas - contributo para a história das sociedades por ações em Portugal*. Coimbra: Almedina, 1997.

MARTINS, Fran. *Comentários à lei das sociedades anônimas*, vols. I a III. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

MARTINS, Pedro Baptista. *O abuso do direito e o ato ilícito*. 2ª ed. (refundida). Rio de Janeiro: Freitas Bastos, 1941.

MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de direito comercial brasileiro*. Campinas: Bookseller, 2001.

MICKLETHWAIT, John e WOOLDRIDGE, Adrian. *The company: a short history of a revolutionary idea*. New York: The Modern Library, 2005.

MOREIRA, Alberto Camiña, *Poderes da Assembléia de Credores, do Juiz e Atividade do Ministério Público*, in PAIVA, Luiz Fernando Valente de, *Direito Falimentar e a Nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*, São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 260.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. “Do procedimento de recuperação judicial”. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de: PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Coords.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. Lei 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

_____. *Empresa contemporânea e direito societário: poder de controle e grupo de sociedades*. São Paulo: Juarez de Oliveira, 2002.

NEGRÃO, Ricardo. *Aspectos objetivos da lei de recuperação de empresas e de falências*. São Paulo: Saraiva, 2008.

OLIVEIRA, José Lamartine Correia de. *A dupla crise da pessoa jurídica*. São Paulo: Saraiva, 1979.

PACHECO, José da Silva. *Processo de recuperação judicial, extrajudicial e falência*. 2. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2007.

PAIVA, Luiz Fernando Valente de (coord). *Direito Falimentar e a nova Lei de Falências e Recuperação de Empresas*. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

_____. Apresentação do plano de recuperação pelo devedor e a atuação dos credores. In: *Revista do Advogado. A nova lei de falências e de recuperação de empresas. Ano XXV, n. 83*. São Paulo, 2005.

PAPINI, Roberto. *Sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*, 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999.

PEDREIRA, José Luiz Bulhões. *Finanças e demonstrações financeiras da companhia: conceitos e fundamentos*. Rio de Janeiro: Forense, 1989.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. *Aumentos de capital das sociedades anônimas*. São Paulo: Saraiva, 1988.

_____. Disposições Preliminares. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Coords.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. Lei 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 55-87.

PIRENNE, Henri. *História econômica e social da idade média*, trad. port. Lycurgo Gomes da Motta. 4ª ed. São Paulo: Mestre Jou, 1968.

PONT, Manuel Broseta. *Manual de Derecho Mercantil*. Editora Tecnos, Madrid, 1994.

PONTES, Aloysio Lopes. *Instituições financeiras privadas*. 2ª ed. rev. aum. e atual. Rio de Janeiro: Forense, 1982.

POSNER, Richard A. *Economic Analysis of Law*. Little, Brown and Company, Boston, 1992.

_____. *Law, pragmatism and democracy*. Cambridge/MA: Harvard University Press, 2003.

POSNER, Richard A. *Utilitarianism, Economics and Legal Theory*. In *Journal of Legal Studies*, 179, vol. 8, p. 103-140.

RANGEL, Luiza. *O papel dos fundos de investimentos na recuperação judicial de empresas*, in *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, ano 10, no. 37, jul-set. 2007

REQUIÃO, Rubens. *Aspectos modernos de direito comercial: estudos e pareceres*. São Paulo: Saraiva, 1977.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, vols. I e II. 10ª ed. São Paulo: Saraiva, 1981.

- RESTIFFE, Paulo Sérgio. *Recuperação de empresas*. Barueri: Manole, 2008.
- RIBEIRO, Vera de Paula Noel. *A minoria nas S.A.* 2ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2005.
- RIPERT, G. *Aspects Juridiques du Capitalism Moderne*. Paris: LGDJ, 1977.
- _____ ; ROBLOT, R. *Traité Élémentaire de Droit Commercial*. Paris: LGDJ, 2001.
- ROCCA, Carlos Antonio (org.). *Revolução no mercado de capitais brasileiro*. Rio de Janeiro: Elsevier – IBMEC, 2008.
- ROCCA, Carlos Antonio (org.). *Soluções do Mercado de Capitais para o Crescimento Sustentado*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2004 (Estudos IBMEC; 3).
- ROE, Mark. *Corporate Governance: Political and Legal Perspectives*. Princeton: University Press, 2005.
- ROE, Mark. *Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact*. New York: Paperback.
- ROSSETTI, J. P. *Introdução à Economia*. São Paulo: Atlas, 2003.
- SADDI, Jairo. O Comitê de credores na nova lei de Falências. In: *Revista do Advogado. A nova lei de falências e de recuperação de empresas. Ano XXV, n. 83*. São Paulo, 2005.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. *O novo direito societário*. 3ª ed. rev. e ampl. São Paulo: Malheiros, 2006.
- _____. “Recuperação de empresas e interesse social”. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Coords.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. Lei 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 41-52.
- _____ (coord.). *Regulação e desenvolvimento*. São Paulo: Malheiros, 2002.
- SALLES, Marcos Paulo de Almeida. “Do pedido de restituição”. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Coords.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. Lei 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.
- SAMPSON, Anthony. *O homem da companhia: uma história dos executivos*, trad. port. Pedro Maia Soares. São Paulo: Companhia das Letras, 1996.
- SANTARELLI, Umberto. *Mercanti e società tra mercanti*. 2ª ed. Turim: G.Giappichelli Editore, 1992.
- SEVERINI, F., *I problemi procedurali del concordato preventivo*, in DI MARZIO, Fabrizio, *Il nuovo diritto della crisi di impresa e del fallimento*, Turim, Itaedizioni, 2006.
- SICARD, Germain. *Aux origines des sociétés anonymes. Les moulins de Toulouse au moyen age*. Paris: Librairie Armand Colin, 1953.

- SILVA, Alexandre Couto. *Responsabilidade dos Administradores de S/A*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- SIMIONATO, Frederico A. Monte. *Tratado de direito falimentar*. Rio de Janeiro: Forense, 2008.
- SOUZA JÚNIOR, Francisco Satiro de et alii. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.
- STEINBERG, Herbert et. al. *O conselho de administração nas empresas familiares*. Disponível em: <http://www.corporategovernance.com.br/mesa_03.pdf>.
- STIGLITZ, Joseph E. (1996) *Principles of microeconomics*. W.W. Norton and Company, New York.
- SZTAJN, Rachel. “Notas sobre as assembléias gerais de credores na lei de recuperação de empresas”. In: *Revista de Direito Mercantil RDM 138*. São Paulo: Malheiros, 2005, p. 62.
- _____. Da recuperação judicial. . In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antonio Sérgio A. de Moraes (Coords.). *Comentários à lei de recuperação de empresas e falência. Lei 11.101/2005*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p.217-263.
- _____. *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. São Paulo: Atlas, 2004.
- TABB, Charles Jordan, *The Law of Bankruptcy*, Nova Iorque, Foundation, 1997.
- TRIUNFANTE, Armando Manuel. *A tutela das minorias nas sociedades anónimas: direitos de minoria qualificada, abuso de direito*. Coimbra: Coimbra Editora, 2004.
- VALVERDE, Trajano de Miranda, *Comentários à Lei de Falências*, vols. 1 e 2, Rio de Janeiro, Forense, 2001.
- _____. *Sociedades por ações (comentários ao decreto-lei nº 2627, de 26 de Setembro de 1940)*, vol. I a III. 3ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 1959.
- VARIAN, Paul (1999). *Intermediate Microeconomics, a Modern Approach*. Parsons, New York.
- VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*, vols. I a III. São Paulo: Malheiros, 2004, 2006, 2008.
- VIVANTE, Cesare. *Instituições de direito comercial*. Campinas: Editora Minelli, 2006.
- _____. *Tratato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell’economia*, vol. VII. Padova: CEDAM, 1988.
- WALD, Arnaldo. *Comentários ao novo código civil*. Do direito de empresa. Rio de Janeiro: Forense, 2005, v. 19.
- WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge. *Responsabilidade dos sócios: a crise da limitação e a teoria da desconsideração da personalidade jurídica*. Belo Horizonte: Del Rey, 2007.

WEBER, Max. *General economic history*. translated by Frank H. Knight. New York: Dover Publications, Inc., 2003.

WEBER, Max. *The history of commercial partnerships in the middle ages*. translated and introduced by Lutz Kaelber. New York: Rowman & Littlefield Publishers, Inc., 2003.

WIACKER, Franz. *História do direito privado moderno*. trad. port. A. M. Botelho Hespanha. 2ª ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1980.

WIACKER, Franz. *História do direito privado moderno*. trad. port. A. M. Botelho Hespanha. 2ª ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1980.

WILLIAMSON, Oliver; WINTER, Sidney (org.). *The Nature of the Firm: origins, evolution, and development*. New York: Oxford University Press, 1993.

YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*, 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009

ZYLBERSZTAJN, Decio; SZTAJN, Rachel. *Direito e Economia*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.