

## 2.2. Justificativas Extrajurídicas para Operações de Securitização

Antes de iniciar a análise das estruturas negociais utilizadas para a realização de operações de securitização, analisaremos brevemente as justificativas de natureza econômico-financeira que motivam os agentes econômicos a realizarem tais negócios.

Em primeiro lugar, é possível afirmar que a securitização permite ampliar as alternativas de obtenção de recursos para empresas, na medida em que constitui fonte de financiamento (em sentido amplo) mediante venda de ativos, consistente na cessão dos recebíveis.

Igualmente, consistem em mecanismo que reduz barreiras de entrada a pequenas empresas para captar recursos no mercado de capitais, vez que as dispensa de obter registro de companhia aberta perante a Comissão de Valores Mobiliários e de manter infraestrutura interna necessária para a manutenção desse registro e cumprimento das obrigações correlatas<sup>17</sup>.

Segundo MENDES, há diversos benefícios para os agentes econômicos envolvidos que justificam a realização de operações de securitização. Do ponto de vista do cedente dos créditos, poderíamos divisar os seguintes benefícios:

- (i) *diversificação das fontes de financiamento, através da captação de fundos diretamente com investidores do 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;*
- (iii) *menor necessidade de comprometimento de ativos em garantias para a captação de capital;*

---

KENDALL, Leon T., e FISHMAN, Michael J. (Coord.). A primer on securitization. Cambridge: MIT Press, 2000, p. 32).

17. MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos, e a Lei 11.101/05*. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 24.

(iv) redução do endividamento/alavancagem da empresa originadora, na medida em que as obrigações contidas nos títulos não são computadas como passivo nas demonstrações contábeis, proporcionando 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.<sup>18</sup>

FABOZZI e KOTHARI explicam que a redução do custo de captação na operação de securitização se justifica pela separação do risco de crédito (aqui entendido como a probabilidade de inadimplemento de obrigação de pagar) da empresa cedente dos recebíveis do risco de crédito da carteira de recebíveis cedida.

Como se verá um pouco mais adiante, a securitização envolve a aquisição de recebíveis para uma entidade diversa do cedente dos créditos, que possui propósito específico de adquirir recebíveis e emitir títulos neles lastreados.

Com isso, caso o risco de crédito da carteira de recebíveis seja menor que o risco de crédito da entidade cedente, o custo de captação de recursos na securitização de recebíveis será menor do que aquele verificado em um mútuo bancário que tenha o cedente como devedor ou em uma emissão de títulos devidos por este<sup>19</sup>.

Para obter esse menor nível de risco, podem ser adotados, ainda, diversos mecanismos negociais na estrutura contratual da securitização com

a finalidade de mitigar os riscos envolvidos na securitização, sobretudo de inadimplemento da carteira de créditos lastro, os quais podem ou não possuir a natureza de garantia (real ou fidejussória) no sentido jurídico<sup>20</sup>. São os chamados mecanismos de reforço de crédito<sup>21</sup>.

Entre esses mecanismos, podemos apontar, em primeiro lugar, a pactuação de garantias reais ou fidejussórias em favor do pagamento dos títulos emitidos ou dos recebíveis que constituem seu lastro.

De um modo geral, essas garantias são prestadas em securitizações em que é possível identificar um ou mais beneficiários diretos da operação, quer seja o devedor de uma dívida emitida para lastrear o título emitido por um veículo ou entidade de propósito específico (adiante, “VPE”)<sup>22</sup>, quer seja o cedente (ou grupo de cedentes) dos recebíveis lastreadores.

O papel do cedente ou do devedor dos recebíveis pode variar em diferentes estruturas contratuais adotadas para a securitização. Em uma securitização em que haja um único cedente de recebíveis – ou um grupo de cedentes ligados a um mesmo grupo econômico –, ou em caso de operações em que o recebível seja uma dívida ou valor mobiliário emitido por uma

20. Para uma análise dos riscos envolvidos na estrutura de securitizações, ver MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, pp. 33-45.

21. BURANELLO aponta, no contexto da securitização no âmbito do agronegócio, outros mecanismos de mitigação dos riscos relativos aos direitos creditórios em si, isto é, relativos ao próprio lastro, que podem ser adotados previamente à utilização na transação de securitização, por exemplo, a manutenção e trato culturais adequados. Embora sejam mecanismos que igualmente mitiguem riscos, não estão abrangidos pelo conceito de reforço de crédito que tratamos aqui, pois estes últimos são inerentes à estrutura da securitização e não prévios a ela. (BURANELLO, Renato Macedo. *Securitização do crédito como tecnologia para o desenvolvimento do agronegócio – Proteção jurídica do investimento privado*. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015, pp 180).

22. O VPE tem importância central para a estrutura da securitização. Exploraremos adiante neste trabalho seu papel e as implicações decorrentes do formato jurídico adotado por ele.

18. MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, pp. 24-25.

19. FABOZZI, Frank J., e KOTHARI, Vinod. *Introduction to Securitization*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008, p. 14.

única pessoa jurídica, como é o caso dos CRI com lastro em debêntures com destinação imobiliária, o cedente ou devedor, de um modo geral, assume papel central na estrutura contratual da securitização.

Nesses casos, como beneficiário direto da securitização, o cedente ou devedor dos recebíveis geralmente assume deveres e obrigações amplos no âmbito da securitização, seja no contrato pelo qual se formaliza a aquisição dos recebíveis pelo VPE, seja por meio de contratos acessórios celebrados entre o VPE e essas pessoas, que chamaremos adiante de “patrocinadores” da securitização<sup>23</sup>.

Em geral, o patrocinador pode assumir obrigações relativas ao pagamento de prestadores de serviços contratados no âmbito da securitização, como agentes de cobrança, empresas de verificação de existência dos recebíveis, e custos relativos a estruturas revolventes, como advogados, registros em cartório etc., a que nos referiremos de modo genérico como “despesas da securitização”<sup>24</sup>.

Ainda, para viabilizar a securitização do ponto de vista econômico, tais beneficiários suportam os ônus relacionados aos reforços de crédito em contrapartida à percepção dos benefícios econômicos decorrentes da operação (i.e., a efetivação da captação de recursos em seu benefício).

É possível, também, que sejam pactuados reforços de crédito prestados por terceiros que são contratados para tanto pelo VPE, às expensas do patrocinador ou dos investidores. Nessa categoria estão os seguros de

23. Importante notar que há estruturas em que existe uma multiplicidade de cedentes e devedores, sem que se possa apontar um “patrocinador” da securitização, como ocorre, por exemplo, em fundos de investimento em direitos creditórios voltados à aquisição de direitos creditórios de múltiplos cedentes.

24. Importante frisar, no entanto, que esta relação entre o cedente ou devedor dos recebíveis e a estrutura da securitização não é um elemento necessário. Pode haver estruturas em que haja, por exemplo, uma multiplicidade de cedentes e de devedores, em que nenhum deles assuma um papel de patrocinador no sentido acima referido, isto é, não há assunção de despesas da securitização, ou pactuação de reforços de crédito ou garantias por parte de qualquer cedente ou devedor de recebíveis.

crédito ou de performance e fianças bancárias contratadas para mitigar riscos relativos à carteira de recebíveis adquiridos pelo VPE.

Outro mecanismo de reforço de crédito adotado é a sobrecolateralização, consistente na aquisição, pelo VPE, de direitos creditórios em volume financeiro superior àquele dos títulos emitidos pelo VPE. Ou seja: existem recebíveis lastreadores em valor total superior àquele das obrigações do VPE que são neles lastreadas<sup>25</sup>. Em virtude desse “excesso” de lastro, o risco de eventuais inadimplementos dos recebíveis impactar a possibilidade de pagamento dos títulos emitidos pelo VPE é reduzida.

Na mesma categoria dos reforços de crédito se enquadra o excesso de *spread* ou *spread* excedente, que consiste na diferença positiva entre as taxas de juros pagas nos recebíveis do lastro, adquiridos pelo VPE, e a taxa de juros a ser paga pelo VPE aos investidores. Essa diferença provoca um excesso de recursos recebidos pelo VPE em comparação com os valores a serem pagos por ele, utilizado para neutralizar eventuais inadimplementos do lastro<sup>26</sup>.

FABOZZI e KOTHARI mencionam, ainda, os reforços de crédito estruturais, mais comumente chamados de estruturas de subordinação, decorrentes da adoção de regras de pagamentos preferenciais para certas séries ou classes de títulos emitidos pelo VPE<sup>27</sup>.

Segundo SOUZA, a subordinação consiste em estabelecer 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*”<sup>28</sup>.

25. FABOZZI, Frank J., e KOTHARI, Vinod. *Introduction to Securitization*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008, pp. 89-90.

26. SOUZA, Adriano Boni. *Securitização de recebíveis de agroenergia: Um estudo de caso baseado em títulos do agronegócio*. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010, pp. 63-64.

27. FABOZZI, Frank J., e KOTHARI, Vinod. *Introduction to Securitization*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc., 2008, pp. 90-91.

28. SOUZA, Adriano Boni. *Securitização de recebíveis de agroenergia: Um estudo de caso baseado em títulos do agronegócio*. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010, p. 64.

Desse modo, o VPE emite títulos de classes diversas que terão diferentes níveis de prioridade de pagamento. Assim, caso os recebíveis adquiridos pelo VPE apresentem inadimplementos que impeçam o integral adimplemento dos títulos emitidos pelo VPE, aqueles com menor nível de prioridade serão atingidos em primeiro lugar, preservando o adimplemento dos títulos com maior nível de prioridade.

A classe que possui o maior nível de prioridade no recebimento de pagamentos comumente é denominada de classe “sênior”, e aquela que se subordina às demais para fins de pagamento é denominada de “subordinada”; classes com níveis intermediários de preferência entre a classe sênior e a subordinada são, em geral, denominadas de classes “mezanino”<sup>29</sup>. Em operações em que se verifica a existência de um patrocinador, é comum que o cedente adquira total ou parcialmente a classe subordinada de títulos emitida pelo VPE.

Para encerrar essa breve descrição dos reforços de crédito, mencionamos a manutenção de reservas de caixa no VPE, voltadas à absorção de perdas decorrentes de inadimplemento da carteira de recebíveis adquiridos pelo VPE, para pagamento de despesas da operação ou para pagamentos destinados aos investidores<sup>30</sup>.

Do ponto de vista do investidor que adquire os títulos emitidos no âmbito da securitização, PINHEIRO entende que os principais benefícios que justificam o investimento residem no oferecimento de taxas de remuneração atraentes, tendo em vista que a estrutura dispensa a intermediação de instituição financeira e, assim, possibilita o oferecimento de retornos melhores para o investidor.

29. SOUZA, Adriano Boni. *Securitização de recebíveis de agroenergia: Um estudo de caso baseado em títulos do agronegócio*. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010, pp. 64-65.

30. SOUZA, Adriano Boni. *Securitização de recebíveis de agroenergia: Um estudo de caso baseado em títulos do agronegócio*. Dissertação (Mestrado em Economia). Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2010, pp. 65-66.

Isso decorre da eliminação da necessidade de se haver um diferencial (ou *spread*, em um sentido vulgar) relevante entre o custo de aquisição dos créditos que lastreiam o título e a remuneração paga pelo próprio título, que seria muito mais elevada no caso de investimento em um título emitido por um banco comercial, por exemplo. O mesmo autor ainda aponta como vantagem a possibilidade de diversificação, permitindo o investimento em novos segmentos da economia<sup>31</sup>.

Segundo WINTER, ainda se podem apontar como incentivos sob a ótica do investidor a existência de redução de riscos e a eventual existência de benefícios tributários, conforme o caso<sup>32</sup>. MENDES ainda ressalta que a securitização, no longo prazo, pode resultar em empréstimos mais baratos para os tomadores de recursos e propiciar uma maior eficiência do mercado de crédito de um modo geral<sup>33</sup>.

Com efeito, parece-nos que a securitização de recebíveis – tal como a buscamos conceituar neste livro – apresenta uma série de benefícios econômicos para empresas captadoras de recursos e seus investidores.

### 2.3. Operações de Securitização no estrangeiro e sua tipologia

Na presente seção, traçaremos um panorama das estruturas negociais que são utilizadas para a realização de securitizações de recebíveis no exterior, notadamente nos Estados Unidos da América e em países europeus.

#### 2.3.1. Operações nos Estados Unidos da América

O mercado norte-americano, com vimos anteriormente, foi o berço da securitização de recebíveis como modernamente entendida e é o maior

31. PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. *Securitização de recebíveis, uma análise dos riscos inerentes*. Dissertação (Mestrado). Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008, pp. 33-34.

32. WINTER, Marcelo F. *Certificados de Recebíveis do Agronegócio*. Dissertação (Mestrado). Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014, pp. 45-46.

33. MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de Créditos e a Lei 11.101/05*. Tese (Doutorado em Direito). Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 29.