

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DE RIBEIRÃO PRETO

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS
DA OPERAÇÃO

RODOLFO ISPER FAVARETTO

RIBEIRÃO PRETO

2015

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
FACULDADE DE DIREITO DE RIBEIRÃO PRETO

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: ASPECTOS JURÍDICOS E
ECONÔMICOS DA OPERAÇÃO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito parcial para a obtenção de título de Bacharel em Direito.

Orientador: Professor Doutor Rogério Alexandre de Oliveira Castro, do Departamento de Direito Privado e Processo Civil (DPP) da Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo – FDRP/USP.

RIBEIRÃO PRETO

2015

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

FAVARETTO, Rodolfo Isper

Securitização de Recebíveis: aspectos jurídicos e econômicos da operação. Ribeirão Preto, 2015.

121 p.; 30 cm

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentada à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto/USP.

Orientador: OLIVEIRA CASTRO, Rogério Alexandre de.

1. Securitização 1. 2. Mercado de Capitais 2. 3. Agronegócio 3. I.
Título.

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: ASPECTOS JURÍDICOS E ECONÔMICOS DA OPERAÇÃO

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo como requisito parcial à obtenção de título de Bacharel em Direito.

Presidente: _____
Prof. Dr. Rogério Alexandre de Oliveira Castro

1º Examinador: _____

2º Examinador: _____

“A simplicidade é o último grau de sofisticação”

À minha família.

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar, eu gostaria de agradecer a conclusão deste trabalho à Deus, e também por ter me abençoado com as virtudes da curiosidade, que me incentivou a aceitar o desafio de desenvolver e estudar o tema em questão, e da perseverança, a qual nunca me deixou desistir, mesmo nos momentos mais difíceis.

Em segundo lugar, eu gostaria de agradecer àqueles quem eu mais amo nesta vida e que são a razão da minha existência, a minha família: meu pai, Claudemir; minha mãe, Denise; e minha irmã, Bruna. Obrigado pela paciência e o apoio que dedicaram quando deixei de estar ao vosso lado para estudar, pesquisar e escrever.

Por fim, agradeço a todos os meus amigos e colegas por todo o apoio que me deram. Imensa gratidão ao meu orientador, Professor Rogério Alexandre de Oliveira Castro, por ter acreditado na minha capacidade e ter me dado a chance e o privilégio de ser seu orientando.

RESUMO

A securitização – ou a “titularização”, tal como é conhecida em outros países – é um instrumento financeiro recente e revolucionário, capaz de transformar recebíveis (direitos creditórios que geram fluxos de caixa futuro) detidos por um agente econômico, como, por exemplo, uma empresa que possui créditos a receber, em títulos ou valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais, permitindo, assim, a antecipação de recursos que só seriam realizáveis no futuro. Do ponto de vista econômico, a securitização desponta como uma poderosa ferramenta de financiamento de projetos e empreendimentos, baseada na mobilização de ativos e na desintermediação financeira, a qual é capaz de mitigar o elevado custo de crédito presente no financiamento bancário tradicional. Sob a ótica jurídica, a securitização consiste numa operação complexa que envolve uma multiplicidade de instrumentos e relações jurídicas distintas, tais como, a cessão de créditos, a constituição de um veículo de propósito específico e a emissão de valores mobiliários, em que intervêm partes com interesses diversos. Com efeito, o objetivo deste trabalho é apresentar os aspectos econômicos e jurídicos gerais da securitização de recebíveis, a fim de investigar as diversas etapas necessárias à sua operacionalização e, sobretudo, a natureza jurídica da sua estrutura contratual, segundo os conceitos teóricos consagrados na doutrina jurídica clássica. Por fim, analisaremos, concretamente, a securitização de recebíveis do agronegócio, instituída e disciplinada pela Lei n. 11.076/04, a fim de ilustrar, em termos práticos, a operacionalização do instituto num dos setores econômicos mais importantes e significativo do País, qual seja, o agronegócio, onde a securitização possui grandes perspectivas de desenvolvimento.

Palavras-chave: Securitização; titularização; recebíveis; direitos creditórios; desintermediação financeira; mercado de capitais; agronegócio.

ABSTRACT

Securitization is a new financial instrument and revolutionary, able to turn receivables (assets that generate future cash flows) held by an economic agent, for example, a company that owned credit, into negotiable securities in the financial markets, thus allowing the anticipation of resources that would only be achievable in the future. From an economic point of view, securitization stands out as a powerful financing tool, able to finance projects and operations based on the mobilization of assets and financial disintermediation, which is able to mitigate the high cost of credit in this traditional bank financing. Under the legal point of view, securitization is a complex operation involving a multiplicity of instruments and different legal relationships, such as credit assignment to the establishment of a special purpose vehicle and the issuance of securities in parts involved with diverse interests. Indeed, the aim of this paper is to present the general economic and legal aspects of securitization in order to investigate the various stages of its operation and, above all, the legal nature of their contractual structure, according to the theoretical concepts enshrined in the legal doctrine classic. Finally, we will analyze, in particular, the securitization of agribusiness receivables, established and disciplined by Law n. 11.076/04, in order to illustrate in practical terms, the operation of the institute in one of the most important and significant economic sectors of the country, namely agribusiness, where securitization has great prospects for development.

Keywords: Securitization; assets; disintermediation; financial transformation; capital markets; agribusiness.

GLOSSÁRIO DE SIGLAS E ABREVIACÕES

ABS	Asset Backed Securities
ANBID	Antiga Associação Nacional dos Bancos de Investimentos
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
ANDIMA	Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro
BACEN	Banco Central do Brasil
CETIP	Cetip S.A. – Mercados Organizados
CMN	Conselho Monetário Nacional
CPR	Cédula de Produtor Rural
CRA	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	Certificado de Recebíveis Imobiliários
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
E.M.	Exposição de Motivos Interministerial
FI	Fundo de Investimento
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
IN	Instrução Normativa
RES	Resolução
S.A.	Sociedade Anônima
SPE	Sociedade de Propósito Específico
STF	Supremo Tribunal de Justiça
STJ	Superior Tribunal de Justiça
VPE	Veículo de Propósito Específico

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	12
CAPÍTULO 1 - ASPECTOS PRELIMINARES DA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	17
1.1 Origem Histórica	17
1.2 Origem Etimológica	21
1.3 O conceito de securitização	22
1.4 A operação e suas finalidades	25
1.5 Disciplina legal no Direito Brasileiro	30
CAPÍTULO 2 - A DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E A DISPERSÃO DO RISCO	34
2.1 O mercado financeiro e o mercado de capitais	34
2.2 A desintermediação financeira e os bancos	39
2.3 A pulverização do risco	42
CAPÍTULO 3 - A ESTRUTURA JURÍDICA DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS E OS SEUS PARTICIPANTES	44
3.1 Dos participantes da securitização de recebíveis	44
3.2.1 Da Segregação dos recebíveis	46
3.2.1.1 A cessão de créditos e os seus requisitos	48
3.2.1.2 Dos efeitos da cessão perante os terceiros devedores	50
3.2.1.3 Da responsabilidade do cedente	52
3.2.1.4 O <i>true sale</i>	52
3.2.1.5 Dos créditos passíveis de cessão	53
3.2.2 Do Veículo Ou Entidade De Propósito Específico	56
3.2.2.1 As Sociedades Anônimas (Sociedades de Propósito Específico - SPE)	58
3.2.2.2 Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)	61
3.2.3 Da Emissão De Valores Mobiliários No Mercado De Capitais	63
3.2.3.1 Do Conceito de Valores Mobiliários	64
3.2.3.2 Dos títulos ou valores mobiliários emitidos na securitização	65
3.2.3.3 Da disciplina legal das emissões nas operações de securitização	66
3.2.4 Da Classificação Do Risco Da Emissão	67

CAPÍTULO 4 - A NATUREZA JURÍDICA DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	69
4.1 A securitização como fruto da autonomia privada	69
4.2 A securitização como negócio jurídico atípico	71
4.2.1 A securitização como negócio jurídico misto ou coligado	72
4.2.2 A securitização enquanto negócio jurídico indireto	75
4.3 A natureza jurídica da securitização	79
CAPÍTULO 5 – A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO	80
5.1 A Securitização e o Agronegócio Brasileiro	80
5.2 Os Títulos do Agronegócio	83
5.2.1 As Cédulas de Produtor Rural (CPR)	85
5.2.2 Os Certificados de Depósito Agropecuário e os <i>Warrants</i> Agropecuários (CDA e WA)	87
5.2.3 Os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA)	91
5.3 A Securitização do Agronegócio	94
5.3.1 Regime Jurídico da Securitização de Recebíveis do Agronegócio	99
5.3.2 Da Cessão e Segregação Dos Direitos Creditórios Do Agronegócio	100
5.3.3 Do Veículo de Propósito Específico – A Companhia Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio	101
5.3.4 Do Título Emitido – Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA)	103
5.3.5 A Companhia Securitizadora e o Regime Fiduciário	105
5.3.6 Da Cessão Fiduciária	107
5.3.7 As formas de emissão do CRA	108
5.4 Considerações Finais sobre a Securitização de Recebíveis do Agronegócio	111
CONCLUSÃO	114

INTRODUÇÃO

O crédito no mundo globalizado emerge como um ponto crucial para a sobrevivência das empresas de países em desenvolvimento, o que levou Ascarelli a considerar o crédito um dos fundamentos da economia moderna¹.

Por sua vez, os mercados financeiros e de capitais - ambientes onde o crédito circula - são, por natureza, dinâmicos e intensos, de modo que estão a todo o momento se renovando.

Diante das mutações incessantes inerentes às circunstâncias fáticas da vida, novas realidades econômicas surgem o tempo todo, de modo que novos instrumentos financeiros são criados constantemente pelos agentes de mercado, os quais estão sempre buscando formas mais eficientes de financiamento, de alocação e proteção de recursos.

Nos últimos vinte anos, a relação entre o mercado financeiro e o de capitais tem sofrido mudanças cada vez mais rápidas e substanciais, especialmente no que diz respeito às operações que envolvem financiamento de projetos e companhias.

Dentro deste contexto de dinamismo entre os mercados e de intermitente renovação dos instrumentos financeiros de circulação de riquezas pelos agentes econômicos, a securitização surge como uma engenhosa alternativa na busca de captação de recursos e vem se popularizando cada vez mais no ambiente econômico-financeiro mundial.

Como é cediço, a empresa, no exercício da sua atividade, tem constante necessidade de capital para conseguir concretizar os seus empreendimentos. Ocorre que, muitas vezes, ela não dispõe de capital próprio suficiente para alcançar os seus propósitos, o que a obriga a buscar alternativas possíveis de captação de recursos, seja pela realocação de recursos próprios, como no caso de um aporte de capital feito pelos sócios, seja pela captação de recursos de terceiros, que poderão ser obtidos no mercado financeiro tradicional através dos bancos ou, em se tratando de uma companhia aberta, por meio do mercado de capitais com a de oferta pública de valores mobiliários.

Todavia, não obstante a possibilidade de obtenção de recursos nestes mercados, empresas deficitárias normalmente acabam encontrando maiores dificuldades e, muitas vezes, acabam tendo as suas alternativas de financiamento inviabilizadas por conta dos altos custos de captação exigidos pelo mercado, que na concessão do crédito

¹ ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Saraiva, 1943. p. 3.

acaba, invariavelmente, levando em consideração fatores como a situação econômico-financeira da empresa, o seu nível de endividamento, sua classificação de risco, dentre outros.

É nesse cenário que a securitização de recebíveis se interpõem como uma alternativa de captação de recursos que possibilita às empresas uma fonte de financiamento desvinculada dos riscos de insolvência do tomador, a qual se baseia, exclusivamente, nos créditos e recebíveis de que sejam titulares. Por meio da operação de securitização, empresas que possuem recebíveis e procuram fontes de obtenção de crédito, conseguem obter recursos mediante o acesso ao mercado de capitais, no qual não incide o elevado custo de intermediação financeira praticado pelos bancos, trazendo a vantagem da desintermediação financeira.

Isto porque, na sua operacionalização, a securitização permite a transformação de simples créditos em títulos ou valores mobiliários comercializáveis no mercado de capitais, o que possibilita às empresas que dela se utilizam antecipar os seus recebíveis e repassar tais créditos - e os seus respectivos riscos - aos investidores que adquirirão os valores mobiliários criados, viabilizando, dessa forma, um financiamento assente em ativos.

O crédito é, portanto, a matéria prima do mercado de securitização. Os veículos de securitização não são originadores de crédito, mas, sim, meros operacionalizadores, que, com base na aquisição de créditos produzidos por terceiros, emitem títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais. São os fluxos de pagamento oriundos desta matéria prima (crédito) que, uma vez transformados através da tecnologia da securitização, produzem os pagamentos dos títulos emitidos pelos veículos de securitização.

Os benefícios trazidos pela operação de securitização de recebíveis são inúmeros, pois, além de diversificar as fontes de *funding*², também permite àquele que possua uma carteira de recebíveis estável e homogênea, uma alternativa de financiamento a custos reduzidos, mediante a antecipação do recebimento dos seus créditos vincendos, pelo acesso direto ao mercado de capitais. Não obstante, a securitização também é um

² O termo “*funding*” é usual no vocabulário das finanças e significa o ato de prover ou obter recursos financeiros, usualmente na forma de dinheiro. A definição foi originalmente obtida a partir da tradução direta da seguinte: “*Funding is the act of providing financial resources, usually in the form of money, or other values such as effort or time, to finance a need, program, and project, usually by an organisation or government*”. Dados disponíveis em: <<https://en.wikipedia.org/wiki/Funding>>. Acesso em: 27 de ago. 2015.

instrumento de gerenciamento de riscos, uma vez que a empresa originadora deixa de concentrar os riscos relacionados aos ativos securitizados³.

No Brasil, as primeiras operações de securitização se deram na década de 80 e, desde então, sua utilização vem se disseminando e intensificando significativamente, ocorrendo com cada vez mais frequência. Para vislumbrar esse fenômeno, basta considerar que o volume de recursos obtido nas emissões de CRA (Certificado de Recebíveis do Agronegócio), título de securitização do agronegócio, cresceu vertiginosamente de R\$ 22 milhões, em 2009, ano da primeira operação deste título realizada no mercado, para R\$ 2,40 bilhões, em 2014, de acordo com dados colhidos da Uqbar⁴.

Denotando a mesma tendência de crescimento da operação de securitização, o número consolidado do mercado primário de CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários), título relacionado à securitização do setor imobiliário, atingiu, em 2014, um montante de R\$ 16,89 bilhões, o que configurou um novo recorde anual do indicador em relação ao mesmo referencial do ano 2013, quando foi registrado a cifra consolidado de R\$ 16,64 bilhões em emissões de CRI⁵.

Não obstante o referido crescimento, a securitização ainda se encontra em fase de inserção na economia e prática jurídica brasileira, visto que se trata de instituto relativamente novo, enxergado somente em complexas operações financeiras, e, por isso mesmo, não dispõe de uma norma geral que defina e a situe no sistema jurídico pátrio até o momento, salvo algumas normas específicas de regulamentos ou restritas a uma determinada atividade econômica.

Dentre os diversos fatores que obstam o natural desenvolvimento da securitização no âmbito nacional, um deles acredita-se esteja relacionado à carência de diplomas legislativos e a falta de estudos jurídicos aprofundados sobre o instituto, o que, por si só, gera certa insegurança jurídica. Por carecer de construção doutrinária sólida sobre as suas características e consequências jurídicas, a securitização é, ainda nos dias de hoje, relativamente desconhecida perante grande parte dos operadores do direito, principalmente daqueles que não estão envolvidos diretamente na área do direito

³ FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Securitization: the tool of financial transformation*. Yale International Center of Finance Working Paper. nº 07-07. June 28, 2007. Dados disponíveis em: <<http://ssrn.com/abstract=997079>>. Acesso em: 14 de mai. 2015.

⁴ Dados obtidos no Anuário de Finanças Estruturadas de 2015 da Uqbar. Dados disponíveis em: <<http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuarios.jsp>>. Acesso em: 27 de ago. 2015.

⁵ Ibidem.

empresarial, especialmente do mercado financeiro e do mercado de capitais. Ainda existem ainda muitas dúvidas e confusões com relação à securitização.

Não obstante, ainda assim é crescente a frequência com que a securitização vem sendo aplicada nos diferentes segmentos da economia do país, fato que, associado a sua preexistente aceitação e utilização no cenário econômico globalizado, indica uma incontestável tendência à sua consolidação num futuro próximo, razão pela qual o presente estudo se mostra oportuno e relevante, o qual está voltado à compreensão de como se dá a estruturação dos contratos que envolvem a operacionalização e a materialização da securitização no atual ambiente econômico brasileiro, considerando os seus aspectos econômicos intrínsecos, as normas aplicáveis e as construções jurisprudenciais e doutrinárias sobre o instrumento financeiro em questão.

A securitização é uma operação complexa, cuja estruturação básica envolve uma multiplicidade de atos jurídicos para a sua consolidação, dentre os quais, a cessão de créditos, a constituição de sociedade ou fundo de investimento e a emissão de títulos ou valores mobiliários. Estes não são os únicos, porém são os negócios jurídicos básicos e essenciais para a estruturação de qualquer espécie de securitização. Na prática, óbvio, existem uma infinidade de atos jurídicos paralelos que auxiliam na concretização da operação, no entanto, para os fins didáticos deste estudo, será dado ênfase nos essenciais.

Nesta senda, o escopo maior do presente trabalho será determinar a natureza jurídica da securitização, para o que será procedida a análise da estrutura genérica da operação, de forma a se determinar, ao final, em que medida ela pode ser considerada um negócio único, um todo sistêmico, de acordo com as classificações e entendimentos doutrinários tradicionais. Para tanto, será investigado qual o elemento de conexão, se este existir, dos diversos contratos que compõem.

Em suma, o objetivo deste trabalho é analisar a operação de securitização em todos os seus aspectos, abordando-se os principais elementos que compõem a sua estrutura, tanto sob a ótica individual de cada um quanto sob a ótica conjuntural da operação, norteadas pela ontologia e teleologia do instituto. Para tanto, será explorada as principais fontes doutrinárias, pátrias e estrangeiras sobre o assunto e os textos legislativos vigentes aplicáveis à espécie, a fim de demonstrar o enquadramento do instituto no sistema jurídico contemporâneo.

Ao final do trabalho, para fins de conceder um panorama prático do arcabouço teórico desenvolvido, examinar-se-á a Securitização de Recebíveis do Agronegócio, uma das modalidades de operação de securitização, instituída inicialmente por meio da Medida

Provisória n. 221, de 1º de outubro de 2004, posteriormente convertida na Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004. O objetivo perseguido pelo legislador ao inserir e disciplinar essa modalidade de securitização, baseada em recebíveis oriundos do setor agropecuário, foi incentivar o direcionamento do fluxo de investimentos do setor privado para o financiamento das atividades ligadas ao agronegócio⁶, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, fomentando um importante e estratégico setor da economia nacional, que representa 23% do PIB da economia brasileira⁷.

Com a securitização, o agronegócio ganha mais um reforço para o seu desenvolvimento, o qual, com certeza, será por ela alavancado. Isto, associado aos motivos anteriormente expostos, justifica a relevância do presente estudo.

⁶ Vide E.M. Interministerial nº 00110/2004 – MF/MAPA

⁷ “O Produto Interno Bruto (PIB) do agronegócio em 2014 representa entre 22,0% e 23,0% do PIB total da economia brasileira, com cerca de R\$ 1,1 trilhão. As atividades agrícolas representam 70% e a pecuária, cerca de 30% do valor produzido no ano. Segundo a Assessoria de Gestão Estratégica do Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (AGE/Mapa), esse resultado mostra que houve expansão, não apenas da produção das lavouras e da pecuária, mas também do setor de insumos, como fertilizantes, defensivos, máquinas e equipamentos”. Informação colhida do Ministério da Agricultura. Dados disponíveis em: <<http://www.agricultura.gov.br/comunicacao/noticias/2014/12/produto-interno-bruto-da-agropecuaria-deve-ser-de-rs-1-trilhao>>. Acesso em: 27 de ago. 2015.

CAPÍTULO 1 - ASPECTOS PRELIMINARES DA OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

A despeito da sua utilização estar se tornando cada vez mais frequente nos mercados econômicos, a securitização ainda é um instrumento relativamente recente e, por essa razão, não conta com uma construção doutrinária sólida que defina os seus principais aspectos conceituais.

Portanto, para que se possa começar a compreender a securitização, deve-se, inicialmente, delimitar com precisão os seus principais atributos. Neste sentido, mister se faz analisar a sua origem histórica e etimológica, o seu conceito, o seu mecanismo, as suas funções e, por fim, a sua disciplina legal atual, o que neste capítulo será realizado.

1.1 Origem Histórica

A securitização tem origem recente e, embora possam ter havido operações com estruturas semelhantes anteriormente, o nascimento da securitização tem suas raízes no mercado imobiliário dos Estados Unidos na década de 70 do século passado, numa época em que a demanda por recursos para o financiamento à habitação e a pouca oferta de capitais fizeram com que o mercado encontrasse mecanismos alternativos ao financiamento imobiliário tradicional⁸.

Inicialmente, a operação teve respaldo de agentes governamentais, que eram responsáveis pelo fomento do mercado de aquisição de títulos lastreados em hipotecas e por aumentar a oferta de fundos para o financiamento de habitação⁹.

Em 1970, a *Advance Corporation Mortgage* realizou a primeira emissão de valores mobiliários vinculados a créditos hipotecários, o quais contaram com a garantia fornecida pela *Ginnie Mae*, que é uma associação governamental americana, cuja função primordial era a de segurar o adimplemento dos créditos da operação, oferecendo assim maior garantia e incentivo aos investidores. Tal emissão representou a primeira operação

⁸ Existem autores que se referem à década de 30 do século passado como tendo sido o berço da securitização. A grande depressão americana teria obrigado o governo a criar novas formas de financiamento para a habitação. Porém, foi apenas na década de 70 que o mercado secundário para títulos emitidos nesses processos floresceu e tornou-se relevante (CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 39).

⁹ RANIERI, Lewis. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 1996. p. 31-34.

de securitização implementada nos Estados Unidos, transformando créditos em valores mobiliários, coisa que até então nunca havia sido observado¹⁰.

Os títulos inicialmente emitidos foram chamados de *mortgage-backed pass-through securities*¹¹, pois estavam vinculados a créditos decorrentes de empréstimos hipotecários.

Com o amadurecimento do mercado, em 1977, foi realizada outra operação de securitização de destaque, encabeçada pela *Freddie Mac*, em conjunto com a *Salomon Brothers* figurando como *underwriter*. A operação tinha como lastro créditos hipotecários originados pela *Perpetual Savings*, banco americano que concedia empréstimo garantido por hipoteca para o financiamento do setor imobiliário¹².

Após boa aceitação dos investidores e do sucesso da utilização inicial da securitização no mercado imobiliário como fonte de captação de recursos, o mecanismo passou a ser testado em outros segmentos, passando a ser aplicado sobre ativos de naturezas diversas, como, por exemplo, créditos decorrentes de financiamento de veículos, mensalidades escolares e até mesmo de cartões de crédito, onde é comum observar, atualmente, a emissão, no mercado de capitais, dos chamados *asset-backed securities*¹³, cujo conceito corresponde à valores mobiliários lastreados por ativos, isto é, os créditos com base nos quais foi realizada a securitização¹⁴.

Desde então, a securitização se disseminou no mercado americano, se consolidando como uma forma de captação de recursos largamente utilizada, na qual o risco de crédito não era mais baseado no risco dos titulares dos direitos creditórios cedidos, mas sim na possibilidade de inadimplência dos devedores dos recebíveis¹⁵.

No Brasil, origem da securitização remonta ao final da década de 80, com o uso deste instrumento nas operações de exportação, mas foi nos anos 90 que ela teve um desenvolvimento de maior destaque, especialmente dentro do setor imobiliário¹⁶.

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

¹¹ De acordo com Maria Chaves de Mello, o termo “*mortgage*” pode ser entendido como “hipoteca” (MELLO, Maria Chaves de. *Dicionário jurídico: português-íngles/íngles-português*. 7. ed. Rio de Janeiro: Elfos, 1998. p. 384).

¹² RANIERI, op. cit., p. 31-34.

¹³ O conceito da terminologia é definido como “a security whose income payments and hence value is derived from and collateralized (or “backed”) by a specified pool of underlying assets.” Disponível em: <https://en.wikipedia.org/wiki/Asset-backed_security>. Acesso em: 17 de mai. 2015.

¹⁴ RANIERI, op. cit., p. 31-34.

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ CAMINHA, op. cit., p. 40.

Ao contrário do ocorrido nos Estados Unidos, as primeiras securitizações brasileiras não contaram com a participação ou o apoio de entidades governamentais que auxiliassem na sua consecução, sendo, todavia, introduzida pela iniciativa privada, no final da década de 80, cabendo destacar o pioneirismo do Grupo Mesbla, cujo caso representa a apropriada utilização de uma securitização de recebíveis.

A Mesbla, popular rede de lojas no Brasil durante o século passado, a partir de 1990 começou a enfrentar sérias dificuldades financeiras e, por isso, se viu incapacitada de obter fontes de capital no mercado. Nesse contexto, a Mesbla resolveu implementar a securitização dos recebíveis que detinha, provenientes da venda de bens ou prestação de serviços, com pagamento concedido a prazo aos seus clientes¹⁷.

Para tanto, foi constituída sociedade de propósito específico, denominada “Mesbla Trust”, para a qual foram repassados os recebíveis oriundos das vendas da Mesbla.

A “Mesbla Trust”, com base nos recebíveis, emitiu debêntures, captando recursos dos investidores, que, subscrevendo valores mobiliários da “Mesbla Trust”, não estariam expostos ao risco de insolvência da Mesbla, originadora dos créditos. A “Mesbla Trust”, por sua vez, repassou os recursos captados dos investidores para a Mesbla, como forma de pagamento dos recebíveis.

Desta forma a Mesbla conseguiu obter recursos repassando seus recebíveis a terceiros, sem que os investidores tivessem que se expor ao risco dessa empresa.

Entretanto, apesar dos esforços e do sucesso da securitização realizada, a Mesbla não conseguiu superar a sua crise financeira e, em virtude das dificuldades enfrentadas, acabou tendo a sua falência decretada em 1999.

Não obstante, apesar das dificuldades envolvidas nas experiências inaugurais realizadas, tanto no caso da Mesbla quanto em outros casos, a securitização persistiu e vem crescendo no Brasil, de modo que novas operações foram realizadas e vêm crescentemente sendo observadas no mercado.

Apesar de o setor imobiliário de não ter sido o primeiro a implementar e a regulamentar a securitização - haja vista que o primeiro marco legal a tratar sobre o instituto, a Resolução CMN n. 1.844, estava diretamente voltada à ativos oriundos da exportação - é nele que a legislação brasileira se mostra mais desenvolvida.

¹⁷ ROCHA, Ricardo Humberto. *Mesbla trust de recebíveis de cartão de crédito S.A.* São Paulo: Insper. Publicação, 2009.

Nesta toada, em 1997, com a promulgação da Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema Financeiro Imobiliário – SFI, o governo brasileiro deu um grande passo para o desenvolvimento da securitização no Brasil, regulamentando a sua aplicação no mercado imobiliário, na tentativa de mitigar o problema de déficit de recursos para financiamento habitacional.

A Lei n. 9.514/97, ao instituir o SFI, visou justamente desafogar o sistema tradicional de financiamento à habitação, utilizando-se de recursos privados em um segmento econômico normalmente custeado pelo setor público¹⁸.

No mesmo ano foi criada a Companhia Brasileira de Securitização, a CIBRASEC, destinada a promover a securitização de créditos imobiliários em geral, impulsionando o mercado secundário de hipotecas, de forma similar ao modelo norte-americano. Em 1999, a CIBRASEC realizou a sua primeira securitização, através da emissão dos Certificados de Recebíveis Imobiliários previstos na Lei n. 9.514/97¹⁹.

Anos após, em 2001, com o advento da Resolução n. 2.907/01 do CMN, que autorizou a criação e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios, outro grande progresso legislativo foi implementado para o desenvolvimento da securitização de créditos brasileira²⁰.

Tais fundos, regulados pela CVM, aperfeiçoaram o procedimento de securitização no Brasil, pois consistiam numa alternativa à constituição de uma sociedade de propósito específico, na medida em que eles próprios passaram a desempenhar o papel destas últimas, adquirindo os créditos a serem securitizados e emitindo os títulos (ou quotas) lastreados nos referidos créditos.

Já em 2003 foram observadas as implicações da referida resolução, de modo que as securitizações realizadas via fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC

¹⁸ A referida lei fixou as diretrizes básicas para a securitização de créditos imobiliários; instituiu o regime fiduciário para os créditos imobiliários, mantendo-os apartados do patrimônio da companhia securitizadora e criou os certificados de recebíveis imobiliários, títulos de crédito de emissão exclusiva das companhias securitizadoras. Outras companhias securitizadoras foram criadas posteriormente à CIBRASEC.

¹⁹ As informações sobre a CIBRASEC estão disponíveis em: <<http://www.cibrasec.com.br>>. Acesso em: 04 de abr. 2015.

²⁰ O inciso I do art. 1º da Resolução n. 2.907/2001 do CMN, preceitua:

“Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários no prazo máximo de quinze dias contados da data da entrada em vigor desta resolução:

I – de fundos de investimento em direitos creditórios, destinados preponderantemente à aplicação em direitos creditórios e em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimento admitidas na referida regulamentação;

– foram consideravelmente expressivas, visto que, dos R\$ 1,6 bilhão obtidos na venda dos títulos securitizados, 92% foram emitidos pelos FIDCs.²¹

Com efeito, pode-se concluir que, apesar do movimento crescente de entidades privadas para o desenvolvimento da securitização de base imobiliária, atualmente é cada vez maior no Brasil a sua utilização com lastro e outros tipos de ativo, como créditos financeiros ou comerciais.

1.2 Origem Etimológica

A palavra “securitização” carece de sentido técnico e pode ser entendida de diversas formas, consistindo, basicamente, num jargão de mercado financeiro que foi incorporado ao sistema jurídico sem maiores cuidados.

Isso porque a palavra *securitization*, nascida nos Estados Unidos, provém do neologismo oriundo da palavra “*security*”, cuja tradução mais aproximada para nosso idioma seria “valor mobiliário”.

De acordo com Lewis Ranieri²², a primeira vez em que a expressão foi utilizada ocorreu nos Estados Unidos, quando uma jornalista, em 1977, entrevistou o autor da primeira operação de securitização de ativos imobiliários em *Wall Street*. Na ocasião, a jornalista lhe perguntou qual era o nome dado aquele tipo desconhecido de operação financeira, de modo que o autor, por sua vez, lhe respondeu que se tratava de uma “securitização”.

O editor do jornal obrigou a jornalista a voltar ao autor e confirmar o nome da operação, já que alegou tratar-se de linguagem imprópria. Confirmado, o termo foi publicado, com a ressalva de que consistia numa expressão de *Wall Street*.

No Brasil, o termo norte-americano foi transplantado sem nenhum cuidado em lhe imprimir sentido técnico, nascendo do aportuguesamento da expressão norte americana “*securitization*”, uma vez que a palavra “securitização”, em português, não remete nem foneticamente à operação que ela denomina. Pelo contrário, o termo “securitização” sugere a ideia de seguro e das atividades usualmente chamadas de securitárias.

²¹ BELLOTO, Alessandra. Mercado dobra de tamanho. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, [s.p.], 6 de abril de 2004.

²² RANIERI, Lewis. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 1996.

Note-se que, ao contrário do que ocorre no Brasil, em Portugal preferiu-se adotar o termo “titularização”, pois, segundo Armindo Matias, este vocábulo é o que mais se ajusta à realidade portuguesa, pois a operação pode ser vista como uma verdadeira “titularização de créditos”²³.

No Brasil, preferiu-se adotar o termo “securitização” em função da sua ampla disseminação e uso no mercado financeiro global.

1.3 O conceito de securitização

O conceito de securitização pode ser entendido de diversas formas, haja vista a pluralidade de sentidos atribuídos ao termo e a diversidade de configurações que a operação pode assumir na prática.

Securitização, segundo o dicionário Houaiss²⁴, significa:

(...) ato de tornar uma dívida qualquer com determinado credor em dívida com compradores de títulos do mesmo valor (a.s. da dívida externa brasileira). Conversão de empréstimo (bancário, p. ex.) e outros ativos em *securities*, a serem vendidos a investidores.

Fidelis Oditah²⁵, assevera que a palavra securitização pode assumir diversos sentidos, sendo-lhe comum três acepções, razão pela qual deve-se delinear exatamente o que se está querendo identificar.

Assim, segundo o referido autor, o termo “securitização” ora pode remeter à transformação de ativos ilíquidos em títulos negociáveis; ora a operações de cessão de recebíveis, quer se suceda a esta cessão, ou não, uma emissão de títulos; e ainda como processo de emissão de títulos de dívida (debêntures ou *comercial papers*, por exemplo²⁶), quer tais papéis sejam, ou não, lastreados em ativos subjacentes.

A primeira acepção trazida pelo autor acima destacado, traz a ideia da securitização como um instrumento de mobilização de ativos – sejam estes presentes,

²³ MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização: um novo instrumento financeiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 112, p. 52, out./dez., 1998.

²⁴ HOUAISS, Antônio et al. *Dicionário Houaiss da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001. p. 2.532.

²⁵ ODITAH, Fidelis. Selected issues in securitization. In: *The future for the global securities Market: legal and regulatory aspects*. Oxford: Clarendon Press, 1996. p. 84.

²⁶ Debênture é um título de dívida, de médio e longo prazo, que confere ao seu detentor um direito de crédito contra a companhia emissora. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/renda-fixa/o-que-sao-debentures.aspx?idioma=pt-br>>. Acesso em: 26 jan. 2015; *Commercial Papers* são títulos de curto prazo emitidos por empresas de capital aberto. Ao contrário das debêntures, têm um prazo mais curto de duração e são indicados para investidores interessados em aplicações de curto prazo. Disponível em: <http://pt.wikipedia.org/wiki/Mercado_de_capitais>. Acesso em: 26 jan. 2015.

também chamados pelo jargão de mercado de “créditos performados”, ou futuros, denominados “créditos a performar” – que, de outra maneira, não teriam a capacidade de gerar recursos presentes ou autofinanciar o detentor desses direitos²⁷.

Assim, do ponto de vista financeiro, a securitização pode ser entendida e definida como a “monetização” de títulos de crédito. Ou seja, em conformidade com definição de Vinod Kothari, a securitização é o processo de transformação de títulos ilíquidos em títulos líquidos, negociáveis no mercado de capitais, através da utilização de determinados veículos²⁸.

Sob outro aspecto, de acordo com Armindo Saraiva Matias, o conceito de securitização está relacionado a uma emissão de títulos negociáveis, tendo por base fluxos de tesouraria gerados por ativos específicos, de modo que, procede-se à agregação, por espécies, destes ativos constituídos por créditos, à sua autonomia relativamente ao patrimônio do credor, mediante alteração de titularidade e à emissão de título representativo desse universo²⁹.

Do ponto de vista jurídico, de acordo com Unie Caminha,

a securitização pode ser definida como a estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos (...) que envolve a cessão e a segregação de ativos em uma sociedade, ou um fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados.³⁰

Sob a mesma ótica, Fernando Schwarz Gaggini entende a securitização como a operação por meio da qual uma empresa agrupa determinados créditos futuros e os transfere a uma sociedade de propósito específico, a qual, tendo por base tais créditos, emitirá títulos e valores mobiliários no mercado de capitais, repassando os recursos obtidos para a empresa originadora³¹.

Já Ilene Patrícia, refere-se à securitização com um contrato mercantil de cessão de lastro, por meio ocorre a cessão dos recebíveis para emissões de valores mobiliários³².

²⁷ NAJJARIAN, Ilene Patrícia de Noronha. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 31-36.

²⁸ KOTHARI, Vinod. *Securitization: the financial instrument of the new millennium*. Calcutta: Academy of Financial Services, 1999. p.48.

²⁹ MATIAS, op. cit.

³⁰ CAMINHA, op. cit. p. 38.

³¹ GAGGINI, Fernando Schwaz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Universitaria de Direito, 2003. p. 21.

³² NAJJARIAN, op. cit. p. 27.

Por outro lado, a própria legislação cuidou de definir, ainda que especificamente nas securitizações de base imobiliária e de créditos do agronegócio, os contornos básicos do instituto da securitização. Tais conceitos, apesar de inseridos em legislações específicas, apresentam as características básicas e comuns a todas as espécies de securitizações. Se não, vejamos o que dispõe o artigo 8º da Lei n. 9.514/97 e 40 da Lei n. 11.076/04, respectivamente:

“Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadoras (...)”.

“Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, (...)”

Diante dos diversos conceitos trazidos, pode-se entender a securitização como um instrumento de financiamento estruturado, em que uma determinada entidade reúne os seus direitos creditórios, converte-os em valores mobiliários e depois os transfere para os investidores do mercado de capitais, com o objetivo de antecipar os recursos provenientes das relações creditórias que, originalmente, seriam realizáveis somente na data dos seus respectivos vencimentos, ou seja, no futuro.

Assim, “securitizar” significa, no bom português, converter ativos, no caso, recebíveis, em títulos ou valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais. Essa conversão, todavia, não é instantânea. Ela é realizada através de uma operação complexa, que envolve diversas etapas e uma série de negócios jurídicos para a sua realização³³. Esta operação será abordada no capítulo seguinte.

Enfim, pode-se definir a securitização a partir de critérios variados, os quais atendem aos diversos enfoques que o instituto pode ser analisado. Para compreender a suas funções econômicas, é importante ter em mente que, do ponto de vista financeiro, a securitização é entendida como um instrumento de conversão de ativos ilíquidos em títulos ou valores mobiliários líquidos e comercializáveis no mercado de capitais, com vista a possibilitar o financiamento mediante a antecipação de recursos futuros.

Contudo, para atender o propósito do presente trabalho, o qual possui um enfoque predominantemente jurídico, conveniu-se adotar a definição jurídica da

³³ CAMPOS, Diogo Leite; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal*. Coimbra: Almedina, 2007. p. 13.

securitização como uma estrutura contratual complexa que visa à cessão e segregação de ativos na esfera patrimonial de um intermediário (veículo de propósito exclusivo) separada do patrimônio do originador dos recursos captados, para serem utilizados como lastro-garantia para a emissão de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais. Esses títulos serão vendidos aos investidores do mercado de capitais e os recursos coletados servirão de contraprestação pelos os ativos cedidos pelo originador.

1.4 A operação e suas finalidades

Do ponto de vista operacional, a securitização depende de uma operação complexa, formada por conjunto de contratos que visam à emissão de títulos lastreados em ativos, os quais são geralmente segregados em veículo de propósito específico do patrimônio geral da sociedade beneficiária final dos recursos captados.

Nos termos dessa operação, os recebíveis são isolados da empresa originadora, sendo repassados a uma sociedade neutra para, posteriormente, serem utilizados como suporte de uma emissão de valores mobiliários. Assim, com os recursos obtidos com a emissão de valores mobiliários, a empresa obtém a antecipação dos seus recebíveis, repassando tais créditos (e riscos) aos investidores que subscreveram os valores mobiliários da sociedade neutra.

De acordo com Kendall e Fishman³⁴, o mecanismo da securitização consiste, basicamente, no agrupamento de empréstimos individuais e outros instrumentos de débito, que serão subsequentemente convertidos em valores mobiliários, de modo a transformar os ativos iniciais, que são ilíquidos por natureza, em instrumentos líquidos, aptos a serem vendidos a investidores e, assim, possibilitar a circulação da riqueza que eles representam.

Concretamente, a operação se desenvolve da seguinte forma: a empresa – denominada originadora - que possui ativos futuros a serem securitizados, transfere esses ativos a um veículo especificamente criado para esse fim, sem atividade operacional, que pode ser uma sociedade ou um fundo – este denominado veículo de propósito específico ou VPE – que, por sua vez, emitirá títulos lastreados nos créditos recebidos, captando, assim, recursos que serão repassados ao originador, como pagamento pela cessão dos

³⁴ KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 1996. p. 2. De acordo com os autores, “*securitization may be defined as a process of packaging individual loans and other debt instruments, converting the package into security or securities, and enhancing their credit status or rating to further their sale to third parties.*”

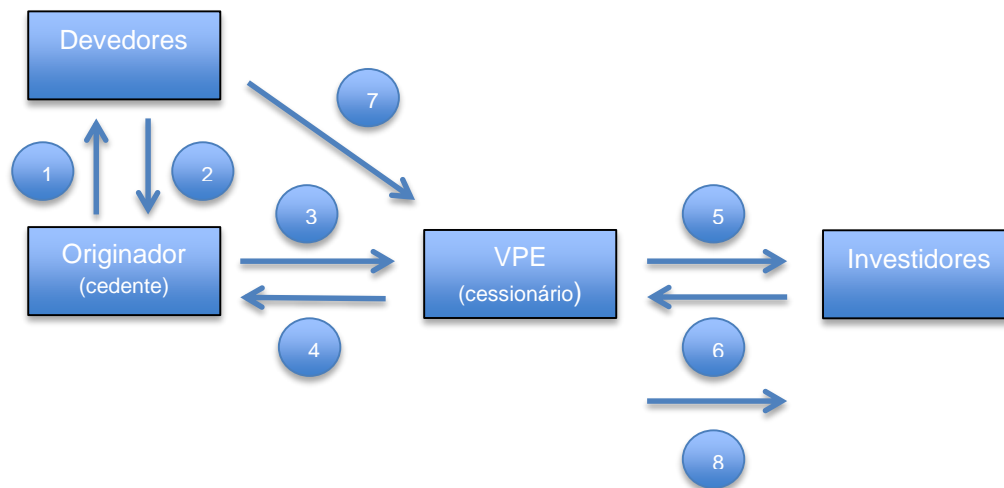
créditos ou de outro ativo utilizado. Os ativos podem ser um fluxo de recebimentos, um bem, ou um direito de qualquer ordem, desde que possa ser cedido e gerar renda.

Em consonância ao exposto, Cássio Martins C. Penteadó Jr.³⁵, descreve a operação de securitização clássica em três etapas:

- 1) A cessão de créditos (*pró soluto*) pela originadora dos ativos. Existe a formação da empresa securitizadora (veículo de propósito específico ou sociedade de propósito específico), que adquire os ativos cedidos para fazer lastro à emissão dos valores mobiliários.
- 2) A colocação junto aos investidores destes valores mobiliários (que são, geralmente, debêntures, ações da SPE, ou quotas de fundos de investimento).
- 3) E por último o recebimento pelo VPE (cessionária) dos recebíveis, transferindo tais montantes aos investidores.

O esquema abaixo demonstra, de forma ilustrativa, as fases e os agentes que, geralmente, participam de uma operação de securitização. Vejamos:

Figura 1 – Fluxograma da operação de Securitização de Recebíveis



Fonte: CANÇADO, Thaís Romano; GARCIA, Fabio Gallo. *Securitização no Brasil – Monografia de Conclusão de Curso de MBA*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 6.

³⁵ PENTEADO JUNIOR, Cássio Martins C. A securitização de recebíveis de créditos gerado em operações dos bancos: a resolução nº 2493 e sua perspectiva jurídica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, XXXVI, v. 111, p. 120 e ss. jul./set. 1998.

1. O originador vende seus produtos/serviços ou concede operação de crédito aos devedores;
2. Para aquisição de dos produtos/serviços ou para obtenção de recursos financeiros, os consumidores/devedores assumem uma obrigação com vencimento futuro ou um contrato de financiamento;
3. O cedente vende o direito sobre seus recebíveis (contas a receber/financiamento a receber) para o veículo;
4. O cedente recebe recursos financeiros relativos a seus ativos, a vista, adicionados/reduzidos de lucro/prejuízo (ágio/deságio);
5. Com base no direito sobre os ativos adquiridos, o veículo emite títulos no mercado de capitais;
6. Para aquisição dos títulos emitidos, os investidores entregam recursos financeiros equivalentes ao veículo;
7. Os consumidores/devedores continuam a pagar suas dívidas, valores de principal e juros, conforme condições pactuadas com o cedente; entretanto, os fluxos dos recursos são direcionados para o veículo;
8. Uma vez recebidos os recursos provenientes da liquidação de valores do principal e juros dos recebíveis, o veículo procede à amortização dos juros e montantes do principal dos títulos emitidos.

Em linhas gerais, a operação consiste na segregação de ativos do patrimônio da sociedade originadora na figura de um veículo de propósito específico, o qual, por sua vez, tem como finalidade, única e exclusiva, emitir títulos ou valores mobiliários com lastro nos ativos cedidos, para sua respectiva distribuição à investidores no mercado de capitais, os quais, ao adquirirem esses títulos, anteciparão ao originador uma receita que só no futuro seria realizada.

Por meio da estrutura operacional abordada, a securitização torna-se capaz de transformar uma relação obrigacional creditória em títulos ou valores mobiliários passíveis de serem vendidos aos investidores do mercado de capitais, possibilitando uma maior mobilização do crédito e, conseqüentemente, uma mais acelerada multiplicação de riqueza, sem expor os investidores dos títulos aos riscos do gerador do seu lastro.

Nas palavras dos autores portugueses Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto, por meio desta operação, a securitização visa,

transformar uma relação de natureza obrigacional numa coisa, “res”. Ultrapassando as normas da circulação dos créditos com base no instituto da cessão, e transformando o documento-título de crédito em veículo da sua circulação, segundo normas análogas às que regulam a circulação de coisas móveis.³⁶.

Do ponto de vista funcional, a securitização represente um poderoso instrumento de captação de recursos, via mercado de capitais, cuja finalidade principal é a de possibilitar o financiamento de empresas, através da antecipação de recursos financeiros decorrentes de recebíveis ou créditos futuros de que sejam titulares, sem a necessidade de participação dos bancos³⁷.

Por meio da securitização, o agente econômico que origina os créditos pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis, mesmo que ela seja futura, e adiantar receitas a ela referentes ou financiar projetos pela emissão de títulos nela lastreados. Esses títulos são vendidos a investidores e o produto resultante da sua venda serve de contraprestação pela cessão de ativos, gerando fluxo de caixa para o seu respectivo originador.

Isso significa que, através da securitização, o originador do crédito pode separar parte dos seus créditos líquidos associados à sua atividade, para utilizá-los para aumentar o seu fluxo de caixa, sem incorrer nos custos relativos a outras formas de captação de recursos, as quais, via de regra, levam em consideração o risco de crédito do tomador, no caso, o originador.³⁸

Para tanto, basta considerar que os créditos securitizados, depois de cedidos, não serão afetados pelo risco do originador, pois se encontrarão segregados no patrimônio autônomo do veículo de propósito específico, de modo que os riscos assumidos pelos investidores estarão restritos, tão somente, aos riscos dos próprios créditos, o que confere maior segurança e estímulo a estes últimos³⁹.

³⁶ CAMPOS; PINTO, op. cit. p. 11.

³⁷ NAJJARIAN, op. cit. p. 43.

³⁸ CAMINHA, op. cit. p. 110.

³⁹ GAGGINI, op. cit. p. 20-28.

A securitização possibilita uma espécie de financiamento assente em ativos, em contraposição às espécies de financiamento baseadas na capacidade de solvência do tomador⁴⁰, sendo esta relativamente irrelevante para a operação. Para os investidores o que realmente importa é a qualidade do próprio ativo, haja vista que os seus riscos estão limitados aos riscos de inadimplência do próprio recebível⁴¹, razão pela qual são realizadas severas auditorias financeiras e contábeis, além da classificação de risco, que será oportunamente abordada.

Em função dessas características, a securitização posiciona-se como um poderoso instrumento de captação de recurso, sobretudo para empresas que enfrentam problemas financeiros e/ou apresentam dificuldades para obterem capital, haja vista que ela possibilita uma alternativa de financiamento desvinculada do risco da sociedade empresária, permitindo a estas utilizarem apenas os seus bons recebíveis (isto é, aqueles que possuem baixo risco de inadimplemento) para servirem de lastro à emissão de títulos no mercado de capitais⁴².

Além de servir de fonte de captação de recursos, a securitização pode ser utilizada como um instrumento de reestruturação contábil (*Project finance*), na medida em que ela permite a substituição de um ativo futuro (créditos a receber) do balanço originador por uma entrada de fluxo de caixa presente, que poderá ser aplicado no pagamento de dívidas, no investimento em projetos ou, simplesmente, utilizado para reduzir o seu índice de endividamento. Tal estratégia é conhecida como “*off-balance sheet*”⁴³.

Por outro lado, por ocorrer via mercado de capitais, a securitização dispensa a participação de instituições financeiras, possibilitando assim a desintermediação financeira – fenômeno que será abordado no capítulo seguinte -, o que a torna numa alternativa de financiamento com custos globais, a princípio, menores em comparação aos praticados no financiamento bancário tradicional.

⁴⁰ Ibidem.

⁴¹ CAMPOS; PINTO, op. cit. p. 18

⁴² Ibidem.

⁴³ O conceito de “*off-balance sheet*” permite uma alternativa de financiamento fora dos balanços dos patrocinadores. Neste sentido, “*A form of financing in which large capital expenditures are kept off of a company's balance sheet through various classification methods. Companies will often use off-balance-sheet financing to keep their debt to equity (D/E) and leverage ratios low, especially if the inclusion of a large expenditure would break negative debt covenants.*” Disponível em: <<http://www.investopedia.com/terms/o/obsf.asp#ixzz3hPOCLJS2>>. Acesso em: 30 jul. 2015.

Em suma, a operação de securitização de recebíveis exerce três funções econômicas que podem ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, através de circulação dos recebíveis; dispersar os riscos, por meio da emissão de títulos ou valores mobiliários pulverizados no mercado de capitais; e, por fim, desintermediar o processo de financiamento, mediante a viabilização da captação de recursos pelos agentes deficitários (empresas com necessidade de financiamento) diretamente dos agentes superavitários (os investidores), no ambiente de mercado de capitais⁴⁴.

1.5 Disciplina legal no Direito Brasileiro

Atualmente, a securitização não é regulada por uma norma geral que a defina ou a situe no ordenamento jurídico brasileiro. As poucas regras jurídicas existentes que disciplinam a operação de securitização são bastante específicas e variam de acordo com tipo de ativo subjacente ao qual estarão direcionadas, sendo que a maioria dessas normas são emanadas por órgãos reguladores do sistema financeiro, como o Banco Central, o Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários.

Acredita-se que essa carência de uma regulação sistêmica se deva ao fato da securitização de recebíveis ser ainda muito recente no Brasil, se comparada a outros países, como EUA ou Inglaterra. Isto porque, conforme já foi tratado, no âmbito nacional, as primeiras operações realizadas ocorreram apenas no final da década de 80 do século passado, em operações financeiras pontuais, muito vultuosas e sofisticadas.

Por ter sido, inicialmente, aplicada em operações de ramos muito específicos, a regulamentação da securitização desenvolveu-se de forma estratificada, sempre relacionada ao ativo subjacente à operação, o que faz com que as suas regras sejam bastante específicas.

A disciplina aplicável à securitização de recebíveis no Brasil é composta, basicamente, por leis ordinárias, pelas resoluções do Conselho Monetário Nacional (“CMN”), pelas circulares emitidas pelo Banco Central do Brasil (“Banco Central”) e pelas instruções da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

O primeiro diploma legal a tratar da securitização, apesar de não mencioná-la expressamente em seu texto, foi a Resolução CMN n. 1.834/91, regulamentada pela

⁴⁴ CAMINHA, op. cit. p. 189.

Circular do Banco Central do Brasil n. 1.979/91, que disciplina a securitização de recebíveis oriundos de exportações⁴⁵.

Posteriormente, adveio a Lei n. 9.514/97, regulamentada pela Resolução CMN n. 2.517/98, que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário – SFI -, com o objetivo de propiciar o desenvolvimento do mercado secundário para os créditos imobiliários através da securitização⁴⁶, captando recursos privados para esse segmento da economia como alternativa àquelas que vinham sendo utilizadas.

No artigo 8º, a Lei n. 9.514/97 traz o primeiro conceito de securitização os pressupostos básicos de todas as suas espécies, apesar de referir-se diretamente aos créditos imobiliários⁴⁷.

Apesar de não ter sido a primeira legislação a disciplinar a operação, atualmente esta é a mais desenvolvida, sendo a responsável por impulsionar, em grande parte, o crescimento da securitização no Brasil.

Subsequentemente, foi editada a Resolução CMN n. 2.493/98, revogada e sucedida pela então vigente Resolução CMN n. 2.686/00, que regulamenta a securitização de créditos e recebíveis financeiros, como empréstimos e carteiras de arrendamento mercantil⁴⁸.

Essa norma foi revolucionária, pois possibilitou às instituições financeiras a cederem e a securitizarem os seus próprios créditos, o que antes, por força da Resolução CMN n. 1.962/92, era vedado, posto que as instituições financeiras não podiam ceder os seus créditos a pessoas não integrantes do sistema financeiro nacional, o que era admitido apenas em situações excepcionalíssimas, mediante autorização expressa do BACEN⁴⁹.

⁴⁵ Segundo o artigo 1º o objetivo da resolução em destaque é: “Art. 1º. Facultar a captação de recursos no mercado externo, com o estabelecimento de vínculo a exportações da própria tomadora, de sua controladora, de suas controladas, ou de outras empresas que tenham a mesma controladora.”

⁴⁶ A Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997, dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. De acordo com o artigo 1º da referida lei, “*O Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI tem por finalidade promover o financiamento imobiliário em geral, segundo condições compatíveis com as da formação dos fundos respectivos*”.

⁴⁷ “Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora (...)”.

⁴⁸ Neste sentido, segundo o artigo 1º, da Resolução CMN 2.686/00: “Art.1º Autorizar a cessão de créditos oriundos de operações praticadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil, companhias hipotecárias, associações de poupança e empréstimo e pela Caixa Econômica Federal a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos.”

⁴⁹ A resolução n. 1.962/1992 do CMN vedava a cessão de créditos financeiros pelas instituições financeiras a pessoas estranhas ao sistema financeiro nacional, nos termos do artigo 11º, que assim estabelecia: “Art. 11. A cessão de créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamentos e de arrendamento mercantil, para pessoa não integrante do Sistema Financeiro Nacional, pode ser admitido,

A aludida resolução autoriza a cessão de créditos oriundos de determinadas operações por partes de bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias a sociedades anônimas de objeto exclusivo e companhias securitizadoras de créditos financeiros⁵⁰.

Em 2004, por meio da Medida Provisória n. 221, de 1º de outubro, posteriormente convertida na Lei n. 11.076/04, foi introduzido no Brasil os títulos específicos para a securitização do agronegócio. Por meio dessa norma, foram criados os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, as Letras de Crédito do Agronegócio – LCA, de emissão exclusiva de instituições financeiras, e ainda o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, cuja emissão é exclusiva para sociedades de securitização de recebíveis, o que demonstra a intenção política legislativa no desenvolvimento do agronegócio no mercado de capitais⁵¹.

Assim, apesar de existirem normas legais específicas aplicáveis à algumas de suas espécies, a securitização é um instituto que pode ainda ser considerado uma operação financeira atípica, posto que, até o presente momento, não existe no ordenamento jurídico brasileiro uma disciplina geral que defina o seu regime jurídico de forma sistemática. Pelo contrário, até os dias atuais, a unidade conceitual da estrutura da securitização provém das práticas negociais desenvolvidas pelos agentes de mercado.

Na ausência de normas específicas sobre um determinado tipo de securitização, a qual, em função do ativo envolvido, não encontrar amparo nas normas específicas emanadas pelos referidos órgãos reguladores, aplicam-se lhes as normas gerais de Direito Civil e Comercial, haja vista inexistirem regras que disciplinam a operação de securitização de forma geral e sistemática.

excepcionalmente e mediante autorização expressa, caso a caso, do Banco Central do Brasil, desde que vinculada a recuperação financeira da instituição cedente. ”

⁵⁰ O *caput* do art. 1º da Resolução n 2.493/1998 do CMN assim estabelece: “*Art.1º. Autorizar a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias a sociedades que tenham objeto exclusivo a aquisição de tais créditos*”

⁵¹ A Lei n. 11.076/2004 dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências.

Ao contrário do que se pode imaginar, a ausência de disciplina jurídica geral e de diretrizes estabelecidas não impõe entraves que impeçam a realização da operação com base na estrutura genérica apresentada neste trabalho, haja vista que, em caso de “lacuna”, as regras de direito privado são plenamente aplicáveis e podem ser utilizadas pelos agentes de mercado para suprir as suas necessidades e atingir os seus objetivos.

Aliás, esse regramento jurídico flexível pode, inclusive, trazer vantagens para a securitização no atual estágio em que se encontra no Brasil, pois, segundo Uinie Caminha⁵², ele permite que a operação seja mais dinâmica, versátil e, portanto, apta a se adaptar a qualquer tipo de ativo e necessidade dos agentes de mercado, o que é de suma importância, haja vista que por aqui a operação ainda se encontra em desenvolvimento.

Assim, a despeito da falta de uma disciplina sistemática sobre o instituto, não existem empecilhos para a implementação da securitização no ordenamento jurídico brasileiro, dispondo este de instrumental razoavelmente adequado para a estruturação da operação, sendo que, uma tipificação precipitada poderia engessar ou atrapalhar o desenvolvimento da securitização perante os operadores econômicos.

⁵² CAMINHA, op. cit. p. 161.

CAPÍTULO 2 - A DESINTERMEDIÇÃO FINANCEIRA E A DISPERSÃO DO RISCO

A securitização de recebíveis, ao mesmo tempo em que pode ser entendida como o resultado de um movimento de retirada de intermediários da relação entre investidores e captadores de recursos, é, simultaneamente, o instrumento que proporciona a substituição das formas tradicionais de financiamento bancário, pelo acesso direto ao mercado de capitais, o que se traduz no fenômeno chamado de desintermediação financeira, neste momento abordado.

2.1 O mercado financeiro e o mercado de capitais

Para se compreender o fenômeno da desintermediação financeira primeiramente é necessário tecer breves considerações sobre o mercado financeiro e o mercado de capitais.

O mercado financeiro é aquele onde vigora a intermediação financeira, caracterizada pela interposição de uma instituição financeira entre aqueles que possuem recursos disponíveis, os denominados agentes superavitários, e aquelas que necessitam de fundos, os chamados agentes deficitários⁵³.

Por sua vez, de acordo com o artigo 17, da Lei n. 4.595/94, consideram-se instituições financeiras as “ (...) *peças jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda corrente nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros*”⁵⁴.

A função das instituições financeiras consiste na captação de recursos junto ao público, que nela depositam valores, para posterior cessão desses valores àqueles que necessitam de financiamento mediante cobrança de juros, razão pela qual o mercado financeiro também é conhecido como “mercado de crédito”.

⁵³ MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.p. 20 e ss.

⁵⁴ Artigo 17 da Lei nº. 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

As instituições financeiras que exercem atividade no Brasil são necessariamente submetidas à regulação e fiscalização do Conselho Monetário Nacional e do Banco do Brasil⁵⁵.

Existem diversas instituições que, de alguma forma, praticam o que se pode chamar de intermediação financeira, atividade esta que tem como características intrínsecas o processamento do risco e da informação a respeito do risco⁵⁶.

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

Nas lições de José Xavier Carvalho Mendonça, dentre todos os tipos de instituições financeiras existentes na atualidade, os bancos representam o mais poderoso elemento do crédito, para onde afluem o maior volume de oferta e procura de capital, em razão das relações e dos meios que dispõem, da sua reconhecida capacidade de processar o risco e da estável solvência, a qual é minimamente assegurada por regras muito rígidas e específicas, que fazem com que a maioria dos poupadores considerem mais seguro depositar no banco os seus recursos e nele fazer os seus investimentos, do que os emprestar diretamente aos tomadores⁵⁷.

Sobre os bancos, o mesmo autor afirma que Carvalho Mendonça afirma que,

sob o ponto de vista econômico, são verdadeiros intermediários do crédito, recebendo, em seu nome e por conta própria, e como devedores diretos, capitais de uns, para, ainda em seu nome e por sua conta, e como credores diretos, repassarem a outros⁵⁸.

Sob o ponto de vista de Uinie Caminha, os bancos são os principais intermediários financeiros atuantes nos dias atuais, figurando como instituições que se interpõem entre os fornecedores e os consumidores de capitais, aproximando,

⁵⁵ O CMN é o órgão brasileiro responsável por expedir diretrizes gerais para o bom funcionamento do Sistema Financeiro Nacional – SFN. Integram este órgão o Ministro da Fazenda (Presidente), o Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e o Presidente do Banco Central do Brasil. Dentre as suas funções, pode-se destacar as seguintes: (i) adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia; (ii) regular o valor interno e externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos; (iii) orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras; (iv) propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros; (v) zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras; e (vi) coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária e das dívidas públicas brasileiras interna e externa. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/?CMNMENTENDA>>. Acesso em: 21 de mar. 2015.

⁵⁶ GREENBAUM, Stuart L.; THANKOR, Anjan V. *Contemporary financial intermediation*. Orlando: Dryden Press, 1995. p. 48.

⁵⁷ MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. 4. ed. São Paulo: Freitas Bastos, 1947. Livro 4, v. 6; Livro 1, v.1, p.487 e ss.

⁵⁸ *Ibidem*.

indiretamente, as partes interessadas em determinado negócio jurídico, exercendo a função de captar recursos e repassá-los, absorvendo o risco da operação⁵⁹.

Para exercer a sua função precípua de transferir recursos daqueles que apresentam excesso de poupança àqueles que precisam de fundos para financiar os seus empreendimentos, os bancos realizam, em momentos distintos, basicamente dois tipos de contratos: depósito e de mútuo⁶⁰.

No contrato de depósito, a instituição figura no polo passivo da relação, ou seja, ela é a depositária que recebe os recursos dos depositantes, que poderão ser reclamados a qualquer momento.

Já no contrato de mútuo, a instituição financeira figura no polo ativo da relação, ou seja, ela é a mutuária dos recursos emprestados para os seus clientes (mutuantes) que se comprometem a devolver-los acrescidos dos encargos combinados.

Em função dos negócios jurídicos acima referidos, pode-se observar que no exercício da intermediação financeira, a instituição financeira participa simultaneamente de posições jurídicas distintas, ora se encontrando no polo passivo, como devedora do contrato de depósito pelo qual ela capta recursos dos seus correntistas, ora no polo ativo, quando figura como credora do contrato de mútuo dos recursos emprestados aos seus clientes.

Não obstante, esse sistema de intermediação acaba concentrando os riscos se exclusivamente na figura do intermediário financeiro, que por isso precisa manter capital suficiente para absorvê-los nas operações de crédito que realiza o que tem sido ineficiente na maioria dos casos, haja vista os elevados custos que lhes são inerentes e que acabam por onerar sobremaneira os recursos tomados.

No Brasil, a captação de recursos junto às instituições financeiras apresenta, historicamente, custos muito elevados cobrados dos financiados⁶¹, cujo cálculo equivale à soma das taxas de juros praticadas pelo mercado financeiro, da margem de lucro almejado e dos encargos arcados diretamente pelas instituições financeiras e repassados

⁵⁹ CAMINHA, op. cit. p.17.

⁶⁰ Ibidem, p. 25 e ss.

⁶¹ Uma das principais características do financiamento bancário no Brasil é o custo elevado das operações de empréstimos. Segundo levantamento periódico do Banco Central, o custo médio das operações de empréstimo prefixadas para pessoas jurídicas no chamado segmento livre, que exclui os créditos direcionados, era de 50,5% ao ano em dezembro de 2002 (BRASIL. Confederação Nacional da Indústria. *Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento*. Brasília, 2003. Disponível em: <http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/conteudo_24/2012/09/06/278/20121128110500340562i.pdf>. Acesso em: 24 de mai. 2015).

aos seus clientes, dentre os quais, incluem-se o risco de inadimplência de cada devedor⁶², os custos administrativos das instituições financeiras, os tributos incidentes sobre as atividades bancárias e os depósitos compulsórios.

Por conta das dificuldades acima destacadas e de tantas outras existentes, que aqui não nos cabe destacar, para empresas em situação de crise econômico-financeira, às vezes, a obtenção de crédito via mercado financeiro acaba sendo excessivamente onerosa o que, em certos casos, a torna inviável, suscitando a necessidade de se encontrar um meio de financiamento desvinculado do risco da empresa, de forma a se obter recursos a um custo menor.

Conforme pontua Yazbek, é necessário buscar fontes alternativas que não sejam instituições financeiras;

Isso porque, nesses casos, além do spread bancário (remuneração do banco determinada pela diferença entre o custo de captação do dinheiro e o custo que se cobrará do beneficiário), os riscos também se mostram maiores, sobretudo antes as características da atividade bancária – que demanda, por exemplo, prazos mais curtos.⁶³

É nesse contexto que o mercado de capitais por vezes se apresenta como uma alternativa atrativa às empresas que necessitam de recursos, posto que, por ocorrer sem intermediação financeira, possibilita financiamentos, a princípio, por custos mais baixos e acessíveis, proporcionando, ao mesmo tempo, excelentes remunerações ao capital dos investidores.

A diferença entre o mercado financeiro e o de capitais reside, dentre outros aspectos, basicamente na forma como os recursos transitam entre os agentes superavitários e deficitários.

O mercado de capitais é marcado pela desintermediação financeira e, de acordo com Roberto Quiroga Mosqueira, nele

(...) a entidade financeira não se interpõe entre o indivíduo que dispõe de poupança e aquele que está necessitando dela: o trânsito de recursos financeiros do detentor de poupança para o necessitado de financiamento se dá diretamente. A instituição financeira insere-se na operação apenas como interveniente

⁶² O risco de crédito dos devedores influencia diretamente nas taxas de juros cobradas na concessão de crédito. As instituições financeiras costumam adotar rígida política de concessão de crédito e, para a contratação de financiamentos, analisam diversos fatores que podem prejudicar a sua solvência, tais como: setor de atuação e faturamento histórico da empresa, histórico de adimplência, situação da economia da financeira, entre outros. Os juros podem ser ainda maiores se a instituição não possuir informações suficientes para avaliar corretamente o risco de crédito, já que será exigida maior taxa de retorno para suprir o risco de inadimplemento eventualmente maior.

⁶³ YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2007. p. 85 e ss.

obrigatória, atuando como instrumento para viabilizar a realização de operações efetuadas no âmbito do mercado de capitais.⁶⁴

Neste sentido, no mercado de capitais os recursos fluem diretamente dos poupadores para suprir as necessidades dos tomadores de recursos, de modo que as instituições financeiras não figuram como parte nas operações, restringindo-se a sua atuação à prestação de serviços auxiliares e complementares⁶⁵.

Este conjunto de operações efetuadas diretamente entre os poupadores e tomadores de recursos, ou por meio de mecanismos financeiros não bancários, dentre os quais se encontra a securitização, possibilita o fenômeno da desintermediação financeira.

A desintermediação financeira pode ser entendida como o processo de substituição das formas tradicionais de financiamento bancário, representando uma alternativa de financiamento e investimento através da captação de recursos via mercado de capitais, que tem a premissa de reduzir custos nas transações, pois aumenta a rapidez e o número de operações, proporcionando maior liquidez⁶⁶.

Em outras palavras, a vantagem que o mercado de capitais traz através da desintermediação é a de possibilitar às empresas a realização dos seus projetos sem pagamentos de juros, por meio da retirada dos custos de capital cobrados pelos bancos (*spread*) no mercado intermediado e da redução dos custos de negociação, proporcionado pela maior facilidade e transparência nas negociações entre o poupador e o tomador dos recursos⁶⁷.

Na esteira do desenvolvimento do mercado de capitais e das novas técnicas da engenharia financeira que vêm sendo criadas, a securitização desponta como um dos instrumentos jurídicos que viabiliza este processo de desintermediação financeira, cuja origem encontra-se no movimento impulsionado pelo mercado de capitais de retirada de intermediários da relação entre investidores e captadores de recursos.

⁶⁴ MOSQUEIRA, op. cit. p. 20 e ss.

⁶⁵ A Lei n. 6.385/76 estabelece que é obrigatória a presença de um agente fiduciário nas operações que envolvam a distribuição de pública de valores mobiliários. Neste sentido: “Art.15. O sistema de distribuição de valores mobiliários compreende: I - as instituições financeiras e demais sociedades que tenham por objeto distribuir emissão de valores mobiliários: a) como agentes da companhia emissora; b) por conta própria, subscrevendo ou comprando a emissão para a colocar no mercado; [...]”

⁶⁶ CARVALHO, Fernando Cardim. *Economia Monetária e Financeira*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campos, 2000. p. 453.

⁶⁷ TOLEDO, Cristiane Samuel de. *A importância do mercado de ações para o crescimento econômico do Brasil*. 62 p. 2006. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Economia) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.

Apenas para ilustrar, além da securitização, também são consideradas como desintermediação financeira todos os títulos emitidos no mercado de capitais, venda a prazo pelo comércio com cheques “pré-datados” ou “pós-datados”, empresas de fomento mercantil (*factoring*)⁶⁸ e operações de *Project finance*⁶⁹.

Na realidade, a securitização cria uma ponte entre os agentes econômicos que necessitam de recursos e o mercado de capitais, na medida em que faculta aqueles uma alternativa de financiamento dos seus empreendimentos por meio do acesso ao mercado de capitais, mesmo que não sejam eles companhias de capital aberto.

Os autores portugueses Diogo Leite Campos e Cláudia Saavedra Pinto entendem que o conceito chave por trás do instrumento de securitização é precisamente o de conexão – ela liga os mercados de capitais aos mercados de finanças domésticas, à banca, aos seguros, às participações privadas e etc⁷⁰.

Ademais, para as empresas em situação de crise econômico-financeira, a securitização, ao possibilitar uma alternativa de financiamento a partir da antecipação do recebimento dos créditos mediante a captação de recursos no mercado de capitais, pode significar a única alternativa viável para a continuidade da sua atividade e superação da sua crise econômico-financeira.

Assim, se por um lado a securitização surge como resultado de um processo econômico de desintermediação financeira, por outro lado é consiste no próprio instrumento dessa desintermediação, cujo escopo é permitir o acesso de empresas que necessitam de financiamento ao mercado de capitais, onde os recursos transitaram diretamente entre os agentes superavitários e os deficitários.

2.2 A desintermediação financeira e os bancos

Apesar dos bancos ainda representarem o mais poderoso elemento de crédito da atualidade, o tradicional sistema de intermediação bancária, no qual o intermediário financeiro precisa manter capital suficiente para absorver todos os riscos de suas operações, quer nas operações ativas quer nas passivas, tem se tornado cada vez mais

⁶⁸ O contrato de faturização ou *factoring* é aquele em que um comerciante (faturizado) cede a outro os créditos, na totalidade ou em parte, de suas vendas a terceiros, recebendo o primeiro do segundo o montante desses créditos, mediante o pagamento de uma remuneração (MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 1990, p. 559).

⁶⁹ PENTEADO JUNIOR, Cássio M.C. *Desintermediação na oferta do crédito e o sistema financeiro*. *Revista de Direito Mercantil*, n. 106, 1997. p.154 e ss.

⁷⁰ CAMPOS; PINTO, op. cit. p. 10.

obsoleto diante das incessantes inovações financeiras que vêm se desenvolvendo, nas quais os riscos envolvidos podem ser pulverizados, como ocorre no caso da securitização, que permite, justamente, o fenômeno da desintermediação financeira.

O fenômeno da desintermediação financeira, por representar um meio alternativo de financiamento de empreendimentos e projetos, tem como consequência retirar dos bancos o monopólio e o controle da liquidez do mercado.

Dentro desse contexto de vertiginosa ascensão e desenvolvimento do mercado de capitais em detrimento do mercado financeiro bancário tradicional, dois panoramas surgiram: *(i)* por um lado foi observada uma redução do financiamento tradicional o que, conseqüentemente, representou um enfraquecimento do papel dos bancos; *(ii)* por outro lado, foi observada uma adaptação do papel desempenhado pelos bancos, em adequação a nova tendência de financiamento via de mercado de capitais.

De fato, com a inevitável expansão do mercado de capitais brasileiro e da desintermediação financeira, que paulatinamente vêm se ampliando e se desenvolvendo, as instituições invariavelmente vão sofrer uma redução da sua atuação no mercado tradicional de financiamento via intermediação financeira.

Por outro lado, de acordo com Unie Caminha, em resposta a esse fenômeno de substituição do modelo de financiamento tradicional via mercado financeiro, nas últimas décadas, os bancos comerciais dos principais países industrializados têm-se tornado bastante adaptáveis no que diz respeito a suas áreas de atuação⁷¹.

Dentro deste novo cenário e a fim de evitar que a evolução do mercado de capitais viesse a ser um fator de retração do seu mercado de atuação, os bancos se adaptaram e começaram a operar no mercado de capitais que, tradicionalmente, estaria fora do seu âmbito de exploração econômica, para explorar outro tipo de intermediação.

A diversificação da atividade bancária é uma resposta de adaptação para o atendimento à exigência da sociedade e dos agentes econômicos, que buscam cada vez mais usufruir, da melhor maneira possível, as áreas de intercessão entre os serviços de crédito e o mercado de capitais.

Na visão de Arnaldo Wald⁷², a complexidade que o mercado de crédito atingiu nos últimos anos fez com que se multiplicassem as fórmulas de financiamento, e isso modificou o papel dos bancos no mercado financeiro de meros prestamistas, para serem

⁷¹ Ibidem.

⁷² WALD, Arnaldo. O banco como catalizador de negócios. In: *Estudos e pareceres de direito comercial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979. p. 343 e s.

catalizadores de negócios. Ainda segundo o autor, há no Brasil, uma superposição e uma interpenetração entre mercados financeiro e de capitais, não sendo possível a criação de um mercado de capitais totalmente separado e simplesmente complementar ao sistema bancário.

De acordo com Susan Phillips⁷³, a securitização representa, por diversas razões, um importante instrumento de desenvolvimento para os bancos, apesar de ser também um fenômeno que exigiu certas adaptações e modificações no papel desempenhado pelos mesmos.

Neste passo, em um mercado altamente securitizado, o serviço objeto da negociação com a instituição não é mais o financiamento puro e simples, já que este será feito de forma difusa via mercado de capitais, mas a organização da operação em si.

Os bancos assumem, dessa forma, função extremamente relevante na estruturação de operações que transcendem meros empréstimos e envolvem mecanismos sofisticados, cujo fim é a redução do pagamento de impostos e estruturação societária adequada.

Observa-se, atualmente, uma abrangência cada vez maior dos serviços ditos complementares à atividade bancária, e tais serviços vêm conquistando uma parcela cada vez mais significativa de suas receitas.

Neste sentido, apesar deste processo de desintermediação financeira reduzir, de um lado, o papel dos bancos como principais provedores de crédito, por outro lado, ele estimulou os mesmos a se aventurarem em atividades que tradicionalmente lhes eram secundárias, como a atividade de *underwriting*⁷⁴ e *rating*⁷⁵.

Destarte, não há que se falar que as instituições bancárias perderam ou vão perder seu papel dentro do mercado de financiamento tradicional. Não. O que vem

⁷³ PHILLIPS, Susan. The place of securitization in the financial system: implications for banking and monetary policy. In: KENDALL; FISHMAN, op. cit., p.129.

⁷⁴ A atividade de *underwriting* pode ser definida como “*the process by which investment bankers raise investment capital from investors on behalf of corporations and governments that are issuing securities*”. Disponível em: < <http://www.investopedia.com/terms/u/underwriting.asp>> Acesso em: 22 jul. 2015. Em outras palavras, no mercado financeiro, o *underwriting* ocorre quando uma companhia seleciona e contrata um intermediário financeiro, que será responsável pela colocação de uma subscrição pública de ações ou obrigações no mercado. A operação é realizada por uma instituição financeira isoladamente ou organizada em consórcio. *Underwriter* é a denominação da instituição financeira que realiza operações de lançamento de ações no mercado primário, que podem ser bancos múltiplos, bancos de investimentos, sociedades corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários.

⁷⁵ O *rating* é uma opinião sobre a capacidade de um país ou uma empresa saldar seus compromissos financeiros. A avaliação é feita por empresas especializadas, as agências de classificação de risco, que emitem notas, expressas na forma de letras e sinais aritméticos, que apontam para o maior ou menor risco de ocorrência de um “default”, isto é, de uma suspensão nos pagamentos.

acontecendo com o surgimento e desenvolvimento da securitização é a adaptação do papel tradicional desempenhado pelas instituições financeiras para a atual conjuntura econômica, de modo que, no financiamento por via mercado de capitais, essas podem exercer diversas funções, tais como *underwriter*, avaliador, depositário, estruturador, dentre outras⁷⁶.

2.3 A pulverização do risco

O processo de desintermediação pelo qual vem passando o mercado financeiro global tem como consequência a dispersão do risco nas operações de financiamento.

Isso porque, conforme já retratado anteriormente, a estrutura de financiamento tradicional intermediado por uma instituição financeira concentra o risco numa só figura, qual seja, o banco, enquanto que o financiamento via mercado de capitais permite que cada investidor decida o quanto de risco irá assumir em cada empreendimento, já que a captação de recursos é fracionada por meio de títulos ou valores imobiliários.

Nesse sentido, a securitização desempenha papel extremamente relevante na alocação e gerenciamento de risco, podendo auxiliar as instituições financeiras ou outros originadores de ativos de naturezas diversas a administrar, em diferentes graus, os diferentes tipos de riscos aos quais estão sujeitos.

Mediante a securitização o risco envolvido em certos tipos de financiamentos pode ser dividido entre investidores que o analisarão e se submeterão a ele em troca de um retorno minimamente razoável.

Assim, ao contrário no que ocorre no financiamento bancário tradicional, na securitização o risco de empréstimo é distribuído entre diversos investidores que compram títulos representativos de uma dívida e são lastreados por um ativo a ela correspondentes.

Ainda, Uinie Caminha em sua obra destaca que, *“na securitização, o credor da emissora de títulos tem, ainda, a exata dimensão da garantia de pagamento dos seus créditos, que é o ativo segregado no veículo de propósito específico. Não há concorrência de outros credores que não os detentores de títulos oriundos da securitização.”*⁷⁷.

⁷⁶ CAMINHA, op. cit., p. 34.

⁷⁷ Há casos em que a securitização é estruturada de modo a coobrigar o securitizador pelas obrigações do veículo de propósito exclusivo, ou seja, recurso a outros ativos, além daqueles segregados. A pesar de oferecer garantia maior para o investidor, a operação perde uma de suas principais características, que é a delimitação exata do lastro de títulos emitidos.

A bem dizer, na securitização a responsabilidade de todos os envolvidos é sempre bem delimitada: em geral, o originador dos ativos não responde pelas dívidas do VPE, e este tem responsabilidade limitada aos bens segregados para servirem de lastro à emissão.

CAPÍTULO 3 - A ESTRUTURA JURÍDICA DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS E OS SEUS PARTICIPANTES

Neste capítulo serão analisados cada um dos participantes e elementos jurídicos que compõem a securitização, de forma que seja possível destacar as suas principais características.

3.1 Dos participantes da securitização de recebíveis

A securitização, conforme anteriormente descrito, é a operação por meio da qual uma empresa (originadora), desejando antecipar o recebimento de determinados créditos que possui, agrupa estes créditos futuros, que estão materializados em títulos ou contratos, e os transfere a um veículo de propósito específico (cessionário), a qual, tendo por base – leia-se, lastro - tais créditos, emitirá títulos e valores mobiliários no mercado de capitais para serem adquiridos por investidores, e cujo produto será repassado para a empresa originadora.

Pois bem. A partir desses elementos, pode-se extrair que dentro de um processo de securitização estão presentes necessariamente, no mínimo, três agentes principais, quais sejam: o originador, cedente dos recebíveis; o veículo de propósito específico, o cessionário dos recebíveis; e, por fim, os investidores⁷⁸.

O originador é quem dá origem aos créditos a serem securitizados, cedendo-os a uma entidade de propósito específica, geralmente mediante uma contraprestação em dinheiro. As razões que levam o originador a ceder os seus créditos em contrapartida do recebimento de uma quantia são diversas, podendo-se destacar a reestruturação do passivo e a antecipação de recursos.

O veículo de propósito específico, por sua vez, é a entidade cessionária dos créditos, cujo objeto social consiste exclusivamente na aquisição de créditos do originador, mediante contraprestação pecuniária, que servirão de lastro para a correspondente emissão de títulos ou valores mobiliários.

Já os investidores são os adquirentes dos títulos ou valores mobiliários emitidos pelo veículo de propósito específico, cujo fluxo de recursos, indiretamente, viabiliza a antecipação do recebimento de créditos pelo originador, pois é através da

⁷⁸ CHAVES, op. cit., p. 133-137.

captação de seus recursos que o VPE acima referido irá efetuar o pagamento ou adquirirá mais créditos.

Além desses agentes principais, podem estar presentes outros colaboradores, cujo papel desempenhado é o de reduzir os riscos da securitização, contribuindo, por conseguinte, para o desenvolvimento e o seu respectivo sucesso. Dentre esses colaboradores, podemos citar os auditores independentes, as companhias seguradoras, as agências de *rating* e o agente fiduciário, os quais podem ou não atuar numa securitização, a depender do caso.

3.2 Da estrutura jurídica da securitização de recebíveis

A securitização é uma operação complexa, que envolve a participação e a integração de diversos negócios jurídicos, todos voltados para o fim comum de viabilizar a operação como um todo.

Compreender a estrutura jurídica da securitização é de suma importância, pois é ela que determina as características e o regime jurídico a que se sujeita a operação. Será a partir da análise da estrutura jurídica da securitização que será determinada a sua natureza jurídica, objeto do presente trabalho.

A estrutura de uma securitização, em função da sua abrangência e da sua flexibilidade, pode variar bastante a depender do objetivo e dos interesses específicos almejados com a operação, que pode ser adaptada às diversas necessidades dos agentes de mercado.

Contudo, apesar da flexibilidade destacada, a securitização possui certas características e fases constantes, que estarão presentes a fim de assegurar a desintermediação financeira e a dispersão do risco. São os chamados elementos intrínsecos que compõem a estrutura básica de uma securitização, os quais, de acordo com Jeffery Barratt, são: *(i)* o conjunto de ativos que serão securitizados; *(ii)* o veículo de propósito específico; *(iii)* a emissão de títulos negociáveis pelo veículo de propósito específico; e *(iv)* uma agência de classificação de risco que deve classificar a emissão dos títulos ou valores mobiliários⁷⁹.

Assim, seja qual for a operação de securitização que se esteja considerando, sempre estarão presentes certas as fases, compostas por atos constantes, dispostos numa

⁷⁹ BARRATT, Jeffery. apud CAMINHA, op. cit., p. 100-101.

ordem lógica e que apresentam certas características comuns. Neste sentido, pode-se dizer que a maioria das operações securitização de recebíveis geralmente envolvem as seguintes etapas⁸⁰:

- a) A segregação de ativos mediante a cessão de créditos ou de contratos;
- b) a constituição de um veículo de propósito específico (*trust*, sociedade anônima ou fundo);
- c) a emissão e subscrição pelos investidores de títulos ou valores mobiliários negociáveis no mercado de capitais;
- d) a classificação de risco da emissão.

A partir desses elementos, tem-se que uma operação padrão pode ser estruturalmente descrita da seguinte forma: o originador, detentor de uma carteira de recebíveis homogêneos, segrega do seu patrimônio geral seus direitos creditórios em um VPE, geralmente por meio de uma cessão de crédito. A partir do lastro representado pelo ativo cedido, o VPE emitirá títulos a serem adquiridos por investidores, que, assim, antecipam uma receita que só no futuro seria realizada pelo originador. Com o produto obtido com a venda dos títulos, o VPE paga ao originador pela cessão dos recebíveis.

Em suma, a operação de securitização pode ser dividida em três etapas: *(i)* a segregação dos recebíveis; *(ii)* a constituição de um veículo de propósito específico; *(iii)* a emissão de títulos ou valores mobiliários que serão subscritos pelos investidores; e, por fim, a classificação do risco. Cada uma dessas etapas é caracterizada por negócios e atos jurídicos que lhes são próprios, os quais serão detalhadamente analisados a seguir.

3.2.1 Da Segregação dos recebíveis

A securitização inicia-se quando uma agente (originador/cedente) que possui recebíveis realizáveis no futuro, mas deseja realizá-los no presente, efetua a transferência ou, em outras palavras, a segregação dos recebíveis para um veículo de propósito específico (VPE)⁸¹. O cedente, em contraprestação da cessão dos créditos, recebe recursos

⁸⁰ CAMINHA, op. cit., p. 101.

⁸¹ Cumpre destacar que, segundo o posicionamento de alguns autores, no que diz respeito à segregação do ativo, podem-se classificar duas espécies de securitizações: operações com segregação de patrimônio interna

equivalentes ao valor presente de sua carteira de ativos, adicionado/reduzido de determinado ágio/deságio, que irá compor seu lucro/prejuízo e, conseqüentemente a taxa de retorno que esses ativos proporcionarão aos investidores.

A segregação dos recebíveis é, portanto, a primeira etapa que compõem a estrutura jurídica da securitização e corresponde ao isolamento dos ativos que servirão de lastro para a emissão de títulos ou valores mobiliários, a qual ocorre por meio do negócio jurídico de cessão de crédito celebrado entre o originador, cedente, e o veículo de propósito específico, cessionário.

Esta etapa é característica e de suma importância para a securitização, na medida em que nela se concretiza a separação patrimonial entre o patrimônio do originador e os recebíveis que servirão de lastro para a emissão. Neste sentido, a transferência de ativos é o cerne da securitização, sendo este o seu diferencial em relação a emissões simples de valores mobiliários, nas quais o risco de crédito dos títulos ou valores mobiliários adquiridos pelos investidores confunde-se com o risco de solvência da empresa originadora. A segregação é, portanto, o elemento delimitador do patrimônio que garante o crédito dos investidores que adquiriram os valores mobiliários securitizados (*asset backed securities*).

Sob este aspecto, a partir do momento da efetiva segregação dos recebíveis, a situação econômico-financeira do originador deixa de ser relevante tão quanto a qualidade dos créditos cedidos, tendo em vista que seu patrimônio geral não responde pela solvibilidade dos títulos emitidos pelo VPE.

Além de constituir garantia dos títulos ou valores mobiliários emitidos, os ativos segregados também evitam que eventual insolvência do cedente (originador) afete os subscritores dos títulos emitidos, afastando-se o risco chamado de “*bankruptcy remotness*”, consistente no risco de eventual falência do cedente vir a atingir os créditos cedidos como lastro dos títulos ou valores mobiliários emitidos e subscritos pelos investidores⁸².

e operações com segregação de patrimônio externa. Na primeira, a emissão é feita pelo próprio originador, vinculando-se ao ativo que lhe serve de lastro mediante instrumentos contratuais, como, por exemplo, constituição de garantias. Já na segunda espécie, a segregação se faz pela cessão de créditos a outra pessoa jurídica, apartando-se efetivamente o lastro da securitização do patrimônio do originador. A emissão, neste caso, é feita pelo VPE. No presente trabalho iremos trabalhar com essa segunda espécie de securitização, a considerada clássica. Sobre o assunto, cf. BORGES, Luís Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 10, p. 257-267, out/dez. 2000.

⁸² CAMPOS; PINTO, op. cit., p. 16.

Com efeito, a segregação apresenta-se como vantagem tanto para o originador quanto para os investidores. Para os primeiros, permite-lhes uma saída do ativo (recebível) do balanço de uma determinada massa de créditos, surgindo em seu lugar o montante correspondente ao preço pago pela sua cessão, o que se chama de efeito “*off-balance sheet*”⁸³.

Além disso, os ativos transferidos, por não incorporar os riscos operacionais do originador, via de regra, terão uma melhor classificação de risco, o que leva a taxas de retorno menores cobradas pelos investidores, diminuindo o custo do financiamento. Para os segundos, investidores, o menor risco dos ativos securitizados agrega maior segurança e, em tese, trazem rendimentos maiores do que investimentos tradicionais oferecidos no mercado, que apresentem risco similares⁸⁴.

Em última instância a cessão de créditos, ao possibilitar a segregação dos ativos que servirão de lastro para a emissão dos valores mobiliários num veículo distinto do patrimônio do originador dos créditos, previne que os riscos da atividade deste último possam influir e/ou prejudicar a segurança dos investidores adquirentes dos valores mobiliários, de modo que é através deste negócio que os riscos dos recebíveis são isolados dos riscos inerentes à atividade do originador dos créditos, uma vez que os ativos cedidos passarão a ser garantia exclusiva dos investidores que subscreveram os valores mobiliários, não guardando mais qualquer relação com a originadora.

3.2.1.1 A cessão de créditos e os seus requisitos

A cessão de crédito é o instrumento jurídico utilizado para a transferência e respectiva segregação dos recebíveis na securitização. Dessa forma, como instrumento jurídico de mobilização de crédito, o papel da cessão de créditos dentro da securitização é, justamente, o de transferir os ativos que serão utilizados na operação, de modo que é por meio deste negócio jurídico que o originador (cedente) transfere os recebíveis que possui contra terceiros (devedores) ao veículo de propósito específico (cessionário), o qual, em contrapartida, antecipa àquele recursos com certo deságio.

⁸³ Ibidem, p. 34. A expressão “*off-balance sheet*” significa retirada do ativo do balanço.

⁸⁴ CAMINHA, op. cit., p.109.

Assim, uma vez definido a carteira de créditos que serão securitizados, eles serão transferidos pelo originador para o veículo de propósito específico que, utilizando-os como lastro, emitirá títulos e valores mobiliários.

Segundo a linha tradicional ditada por Caio Mario, a cessão de créditos é o negócio jurídico “*em virtude do qual o credor transfere a outrem a sua qualidade creditória contra o devedor, recebendo o cessionário o direito respectivo com todos os acessórios e garantias*”⁸⁵.

Muito embora esteja imiscuído no bojo da securitização, esse negócio jurídico é típico e disciplinado pelo Código Civil, o qual dispõe no artigo 286 que:

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

A cessão de créditos não se confunde com a cessão de contratos, pois, segundo Washington de Barros Monteiro⁸⁶, enquanto nesta ocorre a transmissão à cessionária da inteira posição contratual da cedente, naquela transferem-se apenas os direitos da cedente sobre determinados créditos.

Ademais, Maria Helena Diniz⁸⁷ afirma que, na cessão de crédito, a obrigação original permanece inalterada, em todas as suas estipulações, modificando-se apenas o sujeito que faz jus a determinada prestação. Neste sentido, no que diz respeito às garantias acessórias preexistentes ao tempo do negócio, o artigo 287 do Código Civil define que, salvo disposição em contrário, a cessão do crédito abrange todos os acessórios, de modo que os créditos cedidos são acompanhados por todas as garantias que no momento da cessão possuir⁸⁸.

Assim como todo negócio jurídico, a cessão de créditos deve observar todas as formalidades necessárias exigidas pelo artigo 104 do Código Civil para que seja plenamente válida, a saber: capacidade das partes, objeto lícito, possível, determinado ou determinável e forma prescrita e não defesa em lei⁸⁹.

⁸⁵ PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil: Teoria das Obrigações*. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004, v. 2. p. 364.

⁸⁶ MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. São Paulo: Saraiva, 2011. v. 4. p. 343

⁸⁷ DINIZ, Maria Helena. *Curso de direito civil brasileiro: teoria geral das obrigações*. 18. ed. São Paulo: Saraiva, 2003. v. 2. p. 429.

⁸⁸ Art. 287. Salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito abrangem-se todos os seus acessórios.

⁸⁹ “Art. 104. A validade do negócio jurídico requer: I - agente capaz; II - objeto lícito, possível, determinado ou determinável; III - forma prescrita ou não defesa em lei.”

Quanto às partes contratantes na cessão de crédito, o cedente e o cessionário, para a validade de uma cessão de crédito, é necessário que o primeiro, além de capacidade, seja efetivamente o titular do crédito que objetiva ceder, ao passo que o último deve ser, respectivamente, parte legítima para adquiri-lo, isto é, não ser impedido por Lei de ocupar a posição de credor que lhe está sendo transferida.

3.2.1.2 Dos efeitos da cessão perante os terceiros devedores

Não obstante os requisitos genéricos acima destacados, as partes envolvidas que intentam realizar a cessão de créditos para fins viabilizar uma securitização devem se atentar para certas formalidades específicas que, se não observadas, podem prejudicar a operação de forma geral. Tais formalidades dizem respeito à forma e aos terceiros devedores dos créditos cedidos, encontrando-se previstas nos artigos 288 e 290 do Código Civil, que dispõem que;

“Art. 288. É ineficaz, em relação a terceiros, a transmissão de um crédito, se não celebrar-se mediante instrumento público, ou instrumento particular revestido das solenidades do § 1º do art. 654. ”

“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.”

Assim, apesar da lei não exigir que a cessão de crédito seja feita por escrito para que tenha validade entre as partes, cedente e cessionária, de acordo com o artigo 288 do Código Civil, para que seja válida perante terceiros, ela deverá, necessariamente, ser celebrada mediante instrumento público ou particular revestido das devidas exigências legais⁹⁰. O efeito prático disso é que as cessões acabam sendo todas realizadas mediante instrumento escrito. Esta, porém, não é a grande celeuma.

O ponto controverso em relação à cessão de crédito realizada dentro de uma securitização reside na necessidade de ciência e/ou consentimento do terceiro devedor para que transmissão dos recebíveis tenha efeito perante este último. Isto porque, o artigo 290 do Código Civil exige para que o devedor do crédito cedido seja notificado ou se declare ciente da cessão mediante escrito público ou particular⁹¹, para que o negócio

⁹⁰ GOMES, Orlando. Obrigações. Atualizador Humberto Theodoro Júnior. 11. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1996. p. 453.

⁹¹ “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.”

jurídico produza efeitos perante si, de modo que, enquanto não lhe tiver sido comunicado, é como se não tivesse ocorrido.

Tal exigência se justifica haja vista que, muito embora não seja parte e o seu consentimento não ser exigido para o aperfeiçoamento e a validade do negócio jurídico, é indubitável que o devedor dos créditos cedidos sofrerá, em alguma medida, os efeitos da cessão de créditos, uma vez que a sua obrigação passará a estar vinculada a um novo credor, o cessionário, e não mais ao credor primitivo, o cedente.

Este requisito apenas tem por finalidade fazer com que o devedor tome conhecimento que o crédito foi cedido e que, portanto, se torne vinculado ao cessionário, evitando-se que aquele, desconhecendo a ocorrência do referido negócio jurídico, efetue o pagamento do crédito à pessoa do cedente. Dessa forma, perante o devedor, a cessão se opera tão logo este seja notificado e a aceite, convertendo-se o cessionário no seu “novo” credor, que poderá executá-lo, caso se verifique o inadimplemento.

Alguns autores criticam as formalidades exigidas pelo Código Civil para a eficácia da cessão de créditos, especialmente aquela que diz respeito à notificação do devedor, pois constituem dificuldades operacionais para a operacionalização da securitização.

Com razão, pois é inegável que a exigência de notificação dos devedores dos créditos cedidos, considerando que os processos de securitização envolvem geralmente grandes volumes de crédito, representa uma dificuldade tremenda na operacionalização da securitização, haja vista que a notificação de todos os devedores, individualmente, além de se mostrar dificultosa e demorada, acarretar um elevado custo.

Para contornar esse problema prático, a referida autora, Unie Caminha⁹², bem como Natália Cristina Chaves⁹³, tem sugerido como solução que a própria cedente se responsabilize pela cobrança e recebimento dos créditos, função esta que, segundo a última autora, poderia ser estipulada no próprio instrumento de cessão, “mediante outorga, pela entidade cessionária, de poderes específicos à cedente para a prática em nome da cessionária de todos os atos atinentes à cobrança e recebimento dos créditos, obrigando-se, por via de consequência, a efetuar a posterior transferência dos valores adimplidos para a cessionária”.

⁹² CAMINHA, op. cit., p. 81.

⁹³ CHAVES, op. cit., p. 86.

3.2.1.3 Da responsabilidade do cedente

Outro ponto que merece destaque é aquele relacionado à limitação da responsabilidade do cedente pela existência do crédito, cuja previsão encontra-se nos artigos 295 e 296 do Código Civil, os quais dispõem respectivamente que:

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

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

Sobre este aspecto, apesar dos devedores não constituírem partes da cessão de crédito, diante do fato do cessionário não responder pela solvibilidade dos créditos cedidos, eles acabam se tornando, em última instância, os únicos responsáveis por determinar a qualidade dos títulos emitidos e adquiridos pelos investidores, haja vista que a sua solvibilidade perante o cumprimento dos créditos cedidos constitui a única garantia dos títulos emitidos na securitização.

Dessa forma, uma vez concretizada a cessão dos recebíveis ela se torna irrevogável e irrevogável, de modo que o cessionário (veículo de propósito específico) se torna, em definitivo, o legítimo titular dos créditos adquiridos, cumprindo ao cedente tão somente responder pela existência dos créditos cedidos, não sendo lhe oponível, salvo estipulação em contrário, eventual insolvabilidade dos devedores, da qual o cessionário assume o risco integral na operação.

3.2.1.4 O *true sale*

Para que ocorra a efetiva segregação dos ativos e assim que a operação de securitização seja bem-sucedida e segura, faz-se necessário assegurar que os recebíveis que servirão de lastro para uma emissão não respondam por obrigações do patrimônio geral do originador, ou mesmo do veículo de propósito específico, caso este sirva para várias securitizações.

Este é um ponto crucial e de extrema relevância jurídica dentro da securitização, pois, se a securitização não for uma “*true sale*”, os investidores não terão

o privilégio legal sobre os recebíveis lastros securitizados⁹⁴ e, conseqüentemente, não terá ocorrido o “isolamento” esperado da operação⁹⁵.

Por este motivo, a higidez do negócio jurídico de cessão de créditos que concretiza a transferência dos ativos que servem de lastro à securitização ao VPE tem importância singular dentro da operação, pois, caso a transferência não ocorra de fato e de direito, há o risco da confusão patrimonial entre o originador e o VPE, frustrando-se assim a segregação do risco almejada pela operação.

Essa transferência efetiva e irrevogável dos recebíveis do cedente para o cessionário é conhecida como “*true sale*”⁹⁶. Por meio do “*true sale*” os recebíveis (ativos) são transferidos de forma plena e legalmente reconhecida, tornando-se propriedade do veículo de propósito específico e, portanto, imunes ao risco de serem afetados por eventual insolvência do cedente.

Portanto, a fim de possibilitar o “*true sale*”, a cessão de créditos deverá ser plena, irrevogável e não sujeita a condição ou termo, devendo a transferência ocorrer no platô fático e jurídico (real e efetiva), de tal forma que os créditos passem integralmente ao patrimônio do VPE e, indiretamente, se tornem propriedades dos investidores que subscreveram os títulos ou valores mobiliários emitidos⁹⁷.

3.2.1.5 Dos créditos passíveis de cessão

Em princípio, todo tipo de direito creditório ou recebível pode ser cedido para fins de securitização, desde que não exista nada em sua natureza, ou disposição legal ou

⁹⁴ Neste sentido, “*True sale is at the very heart of legal issues in securitization. If securitization is a true sale, the investors get a legal right over the receivables. If it is not a true sale, investors may be either at par with unsecured lenders, or even worse. The true sale question is also the foundation of off-balance-sheet accounting treatment, regulatory relief, etc. The genesis of securitization lies in giving the investors rights over specific assets of the originator, such that the investors are not affected by the performance, or bankruptcy of the originator. This would obviously necessitate that the investors, or the SPV which is a conduit on behalf of the investors, has legally acquired the assets.*”. Disponível em: <<http://vinodkothari.com/truesale/>> . Acesso em: 24 de jul. 2015.

⁹⁵ CAMPOS; PINTO, op. cit., . p. 15 e ss.

⁹⁶ A “*true sale*” é considerada a cessão de crédito perfeita, acabada e irreversível, sem qualquer retenção do risco pelo cedente, seja por meio de coobrigação ou por obrigação de recompra. A própria CVM utiliza a expressão “*true sale*” referindo-se à cessão em caráter definitivo de créditos para um FIDC, conforme relatório posterior à audiência pública que deu origem à Instrução CVM 484/10, que alterou a Instrução CVM 356/01, p.12.

⁹⁷ CAMPOS; PINTO, op. cit., p. 15 e ss.

contratual que implique na sua intransmissibilidade, tal como dispõem o artigo 286 do Código Civil⁹⁸.

Segundo Fernando Schwarz Gaggini⁹⁹, o conceito de recebíveis compreende todos os direitos de crédito decorrentes de vendas de bens a prazo, prestação de serviços ou operações financeiras, que impliquem em pagamentos futuros. Na prática, quaisquer ativos representativos de direito creditório são securitizáveis, pois, via de regra, quase todos os tipos de crédito podem ser objeto de cessão.

No mesmo sentido aponta Diogo Leite de Campos, ao consignar que, atualmente, todo e qualquer ativo de onde resulte um fluxo monetário é passível de ser cedido para fins de securitização¹⁰⁰.

Pelas definições trazidas acima, pode-se depreender que existem certos tipos de crédito que, por suas características, não são passíveis de serem securitizados, como bem ressalta Natália Cristina Chaves¹⁰¹, a qual constata apenas serem admitidos os créditos de natureza pecuniária, isto é, aqueles que envolvam a prestação de efetuar um pagamento de uma determinada soma em dinheiro podem ser cedidos. Isso porque, ainda segundo a referida autora,

tais créditos proporcionam solvabilidade imediata, garantindo à entidade cessionária fluxos de caixa estáveis e, por conseguinte, viabilizando à mesma o pagamento aos investidores dos títulos ou valores mobiliários emitidos.

Os créditos suscetíveis de serem securitizados poderão ter origem de operações financeiras ou comerciais. São considerados financeiros quando ambas as partes se obrigam a realizar prestação em moeda, ao passo que os créditos comerciais são aqueles originados em operações comerciais em que pelo menos uma das partes se obriga a prestar serviços ou transferir bens diferentes de moedas ou créditos. É o que ocorre, por exemplo, nas vendas a prazo suportadas pelo capital do próprio lojista ou fabricante, sem se valer do sistema financeiro¹⁰².

Nesse contexto, deduz-se que não podem ser objetos de cessão os créditos decorrentes de obrigações personalíssimas ou de obrigações cuja a prestação não seja

⁹⁸ “Art. 286. O credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento de obrigação.”

⁹⁹ GAGGINI, op. cit., p. 87.

¹⁰⁰ CAMPOS; PINTO, op. cit., p. 15 e ss.

¹⁰¹ CHAVES, op. cit., p. 87.

¹⁰² VIDIGAL, Geraldo de Camargo. *Teoria general del derecho economico*. Bogotá: Excelsior, 1986. p. 193.

possível de ser realizada sem alterar o conteúdo da relação e quando se levar, exclusivamente, em consideração a figura do credor para a constituição do vínculo obrigacional.

Ainda assim, apesar de todos os tipos de créditos pecuniários serem, via de regra, suscetíveis de serem securitizados, na maioria das vezes, as condições práticas, acabam por restringir esse campo. Isso porque, a complexidade da operação e os custos envolvidos acabam por tornar a securitização interessante, a princípio, tão somente para aquelas pessoas cuja maior parte dos ativos seja constituída por direitos creditórios.

Ademais, via de regra, os créditos, sejam estes presentes ou futuros, devem estar já estar constituídos numa relação prévia no momento da sua cessão, garantindo, assim, uma maior base de previsibilidade e segurança aos investidores¹⁰³.

A despeito das restrições acima expostas, são amplos os tipos de créditos que podem ser objetos de uma operação de securitização, sendo, conseqüentemente, diversos os tipos de securitizações possíveis de serem realizadas.

Para efeito ilustrativo, entre as principais espécies de recebíveis utilizados atualmente nas operações de securitização, podem-se destacar aquelas realizadas sobre créditos decorrentes de financiamento imobiliário, faturas de cartão de crédito, contratos de *leasing*, contratos de mútuo bancário, contratos de vendas a prazo, contratos de locação, créditos decorrentes de exportação, entre outras diversas possibilidades¹⁰⁴.

Além dos créditos acima destacados, conforme ressalta Illene Patrícia¹⁰⁵, atualmente, também são passíveis de securitização os créditos futuros, denominados “créditos não performados” ou “créditos a performar”, os quais decorrem de relações jurídicas já constituídas e que possuem valores conhecidos ou estimáveis, podendo ser, por exemplo, a potencialidade de ganho referente a um negócio de compra e venda de mercadorias ou produtos para entrega futura – como os decorrentes de direito de contratos de locação, exploração mineral, de *royalties* de franquia - ou de prestações de serviços também futuros – como explorações de serviços públicos.

A securitização de créditos futuros, apesar de ter sido controvertida no passado, quando da vigência do Código Civil de 1916, hodiernamente ela é plenamente concebível, haja vista que o próprio Código Civil, no seu artigo 483¹⁰⁶, admite a realização

¹⁰³ CAMPOS; PINTO, op. cit., p. 15 e ss.

¹⁰⁴ GAGGINI, op. cit., p. 43.

¹⁰⁵ NAJJARIAN, op. cit., p. 32.

¹⁰⁶ “Art. 483. A compra e venda pode ter por objeto coisa atual ou futura. Neste caso, ficará sem efeito o contrato se esta não vier a existir, salvo se a intenção das partes era de concluir contrato aleatório.”

de compra e venda de bens futuros, o que pode se estender à cessão onerosa de crédito futuro implementada no âmbito da securitização, tal como corrobora Natália Cristina Chaves¹⁰⁷.

Sobre a possibilidade de securitização dos créditos futuros, Uinie Caminha¹⁰⁸ também assevera:

Com o advento no novo Código Civil, essa discussão não mais tem razão de ser, já que, dentre os requisitos de validade do negócio jurídico, determinados no artigo 104, está o objeto lícito, possível, determinado ou determinável. Assim, no caso da cessão de créditos futuros, o objeto do negócio não seria conhecido no momento da celebração, mas determinável.

As securitizações que envolvem créditos futuros são a base de financiamentos de projetos, na medida em que a expectativa de renda de determinado empreendimento é que dará lastro à emissão de títulos feitas pelo veículo de propósito específico constituído na operação. Assim, os créditos serão cedidos ao VPE antes mesmo de constituídos.

No contexto dos créditos futuros, o ideal é a celebração de um instrumento de promessa de cessão. Posteriormente, quando as obrigações forem cumpridas e, por conseguinte, os créditos se tornarem performados, faz-se um contrato de sua cessão¹⁰⁹.

Em suma, a securitização abrange uma gama imensa de espécies de créditos que podem ser utilizados na sua operacionalização, para a captação e antecipação de recursos por meio do mercado de capitais e da desintermediação financeira.

3.2.2 Do Veículo Ou Entidade De Propósito Específico

Uma vez analisada a fase de segregação do ativo e o papel fundamental da cessão de recebíveis na operação de securitização, cabe agora fazer uma breve análise do veículo ou entidade de propósito específico, ao qual, doravante, iremos nos referir pela sigla “VPE”.

O VPE é quem figura na condição de cessionário dos recebíveis cedidos pelo originador, sendo a sua função dentro da securitização a de segregar os recebíveis, sob a proteção da sua personalidade jurídica, e utilizá-los como lastro para a emissão de títulos ou valores mobiliários que serão ofertados no mercado de capitais para ser adquirido por investidores¹¹⁰.

¹⁰⁷ CHAVES, op. cit., p. 91.

¹⁰⁸ CAMINHA, op. cit., p.82.

¹⁰⁹ CHAVES, op. cit., p. 90.

¹¹⁰ GAGGINI, op. cit., p. 47.

Após a aquisição dos títulos e valores no mercado de capitais pelos investidores, o VPE vai utilizar o produto obtido na subscrição daqueles títulos para pagar os recebíveis adquiridos ou adquirir outros mais¹¹¹.

Neste sentido, por serem veículos de propósito específico, tais entidades são desprovidas de substância econômica própria, na medida em que não possuem bens, rendimentos ou receitas, ou atividade operacional, sendo meras pessoas jurídicas responsáveis por segregar ativos e emitir valores mobiliários.

Segundo Cássio Martins C. Penteado Jr., o princípio da securitização reside no fato do VPE ser uma pessoa jurídica da caixa zero, cujo papel consiste em ser, nas palavras do autor, uma espécie de “*van*”, isto é, um “meio de transporte” entre o originador dos créditos que deseja captar recursos e os investidores que desejam aplicá-los¹¹². Dessa forma, o VPE posiciona-se como o intermediário que garante autonomia e separação patrimonial entre as partes, assegurando que as relações do originador não afetem os recebíveis transferidos e nem que os investidores tentem satisfazer o seu crédito sobre os demais ativos daquele.

Conforme leciona Diogo Leite de Campos e Cláudia Saavedra Pinto, o VPE – ou *Special Purpose Vehicles* – corresponde, em linhas gerais, um mecanismo intermediário de transformação, cujo papel consiste em converter ativos em títulos ou valores mobiliários, estabelecendo a ponte entre o cedente (originador) e os investidores¹¹³.

Dessa forma, pode-se depreender que o VPE é uma figura jurídica constituída especialmente para a operação de securitização e tem como escopo exclusivo a aquisição dos ativos a serem securitizados e a emissão dos títulos lastreados nesses ativos, sendo, portanto, participante indispensável na separação dos riscos dos recebíveis envolvidos na securitização dos riscos do próprio originador, a fim de garantir a autonomia patrimonial.

Assim, todo o fluxo de recursos provenientes desses recebíveis, seja de amortização de juros, seja de parcelas de pagamento do valor principal, vão ser repassados para o VPE, que por sua vez reverterá o produto para os investidores, na forma de pagamento de juros ou amortização do valor do investimento.

¹¹¹ Ibidem, p. 30.

¹¹² PENTEADO JÚNIOR, Cassio Martins C. *A securitização de recebíveis de créditos gerado em operações dos bancos: a resolução nº 2493 e sua perspectiva jurídica*. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo, XXXVI, v. 111, p. 120 e ss. jul./set. 1998.

¹¹³ CAMPOS; PINTO, op. cit., p. 18 e ss.

Esses veículos podem ser constituídos sob diversas formas jurídicas, que variam de acordo com a estrutura, o tipo e os objetivos da operação de securitização que será realizada no caso concreto. No Brasil, diversamente dos países de tradição *common law*, onde são recorrentes a utilização do *trust*¹¹⁴, as estruturas jurídicas majoritariamente utilizadas nas securitizações são as sociedades anônimas, que correspondem às companhias securitizadoras, e os fundos mútuos de investimento, que correspondem aos fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), os quais serão objetos de análise dos tópicos a seguir.

3.2.2.1 As Sociedades Anônimas (Sociedades de Propósito Específico - SPE)

No Brasil, a sociedade de propósito específico foi a estrutura pioneira para viabilizar a securitização de créditos. O veículo de propósito específico sob a forma societária possui as mesmas características de qualquer sociedade, tanto no sentido material – ou seja, na sua natureza jurídica de contrato associativo entre pessoas para a obtenção de um fim comum -, quanto no aspecto dos seus requisitos formais de constituição¹¹⁵.

Ao contrário do que pode sugerir, a terminologia “sociedade de propósito específico” não representa a criação de um modelo societário diverso, mas diz respeito, tão somente, ao escopo da referida sociedade, qual seja, o de servir para a realização da securitização de recebíveis.

Ou seja, objeto da sociedade de propósito específico utilizada como veículo para a operação é especificamente receber os ativos que serão utilizados como lastro da

¹¹⁴ Nos países que adotam o sistema anglo-saxão, o VPE geralmente utilizado é o *trust*, que pode ser definido como “*uma entidade não personificada, geralmente criada de acordo com as leis estaduais, por um depositante que contribui com bens para serem mantidos por um agente fiduciário. O depositante pode ser o beneficiário dos bens depositados, ou ainda pode ser apontado um terceiro como beneficiário. O agente fiduciário é responsável pela gestão dos bens em nome dos beneficiários*”. (ROSENTHAL, James; OCAMPO, Juan. *Securitization of credit: inside the new technology of finance*. New York: Wiley, 1988). Assim, configure-se o *trust* pela entrega de bens pertencente a uma pessoa a outra pessoa para que deles faça uso conforme determinado encargo que lhe tenha sido cometido. Este é, portanto, um negócio jurídico fiduciário, onde ocorre a transferência da propriedade, limitada ao cumprimento de um determinado encargo. (CHALHUB, Melhin Namen. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000, p. 326 e ss.). No sistema brasileiro a adoção do *trust* encontra obstáculos, haja vista que é difícil a transposição do conceito de propriedade resolúvel para sistemas jurídicos de base romano-germânica (CAMINHA, op. cit., p. 100 e ss.).

¹¹⁵ CAMINHA, op. cit., p. 100 e ss.

securitização e emitir títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais, que terão como garantia aqueles ativos.

Dessa forma, a maior diferença entre uma VPE e uma sociedade normal constituída fora da securitização não está nos aspectos formais, mas sim no seu objeto.

Na securitização, a sociedade de propósito específico tem como objeto social exclusivo a aquisição de créditos de uma ou mais originadoras, possibilitando a estas a antecipação do recebimento de recursos a custos menores do que os objetivos mediante a utilização de outras alternativas de financiamento, como por exemplo, o desconto bancário, o *factoring* e os empréstimos bancários.

Nesse panorama, a SPE desempenha apenas uma das etapas que compõem a estrutura da securitização, qual seja, a aquisição de direitos creditórios e a respectiva emissão de títulos ou valores mobiliários para o seu pagamento.

Como o próprio nome diz, a SPE destina-se, tão somente, a viabilizar a securitização de crédito, de modo que o seu objeto social deve estar restrito à aquisição de créditos mediante o pagamento de contraprestação obtida com a emissão correspondente de títulos ou valores mobiliários.

A restrição do objeto social da sociedade de propósito específico constitui, de uma forma geral, garantia fundamental à operação de securitização, uma vez que evita o endividamento da SPE em função da sua participação em outros negócios jurídicos estranhos, que possam porventura implicar algum risco à operação e, conseqüentemente, à segurança dos investidores adquirentes dos títulos emitidos pela SPE.

Destarte, conforme leciona Edwaldo Tavares Borba¹¹⁶, as SPE's: “(...) *nascem para prestar um serviço a sua controladora, para cumprir uma simples etapa de um projeto, ou até mesmo para desenvolver um projeto da controladora.*”.

Dependendo dos créditos que serão securitizados e dos títulos ou valores mobiliários que serão emitidos, bem como da forma da emissão (pública ou privada), dever-se-á adotar determinado tipo societário, o qual, além de se submeter à legislação ordinária que lhe é cabível, dependendo do caso, se submeterá também aos atos normativos do CMN e da CVM¹¹⁷.

¹¹⁶ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2001. p. 495.

¹¹⁷ No âmbito da securitização, a sociedade de propósito específico pode se revestir de qualquer um dos tipos societários personificados e empresariais previstos no Código Civil, sendo os mais comuns a sociedade limitada e a sociedade anônima, já que nelas a responsabilidade dos sócios é limitada. (CHAVES, op. cit., p. 144).

Contudo, as Sociedades de Propósito Específico (SPE), geralmente, são constituídas na modalidade de sociedade anônima, constituídas sob as mesmas regras ditadas na Lei de Sociedade por Ações (Lei n. 6.404/76), e submetidas às Instruções Normativas e Resoluções do CMN aplicáveis à espécie.

Conforme Fábio Ulhôa Coelho¹¹⁸:

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

A opção deste tipo societário pelos agentes de mercado nas securitizações se dá em função das características que sociedade anônima apresenta, as quais a torna mais atrativa ao investimento de terceiros e, portanto, mais adequada à securitização, pois, além de ser o único tipo societário capaz de possibilitar a captação de recursos via mercado de capitais, ela também restringe o risco dos investidores ao montante de valores mobiliários subscritos e ao mesmo tempo permite a livre negociação desses valores mobiliários¹¹⁹.

Dessa forma, sendo a securitização de recebíveis realizada através da emissão de valores mobiliários o fenômeno mais comum, as SPE's mais verificadas na prática são, conseqüentemente, aquelas constituídas sob a forma de sociedade anônima, uma vez que este é o único tipo societário que permite a captação de recursos do público investidor mediante a emissão e negociação dos seus valores mobiliários no mercado de capitais.

Sob tal perspectiva, a SPE que pretende emitir os seus valores mobiliários no mercado de capitais deve, necessariamente, assumir a forma de companhia aberta, devendo ser constituída conforme a disciplina da Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que estabelece as normas aplicáveis às sociedades anônimas, sem prejuízo do devido registro junto à CVM¹²⁰.

¹¹⁸ COELHO, Fábio Ulhôa. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Saraiva, 2003. v.2. p. 63.

¹¹⁹ “Art. 1º “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas. ”.

¹²⁰ “Art. 80. “A constituição da companhia depende do cumprimento dos seguintes requisitos preliminares: I - subscrição, pelo menos por 2 (duas) pessoas, de todas as ações em que se divide o capital social fixado no estatuto; II - realização, como entrada, de 10% (dez por cento), no mínimo, do preço de emissão das ações subscritas em dinheiro; III - depósito, no Banco do Brasil S/A., ou em outro estabelecimento bancário autorizado pela Comissão de Valores Mobiliários, da parte do capital realizado em dinheiro. Parágrafo único. O disposto no número II não se aplica às companhias para as quais a lei exige realização inicial de parte maior do capital social. ”

“Art. 82. “A constituição de companhia por subscrição pública depende do prévio registro da emissão na Comissão de Valores Mobiliários, e a subscrição somente poderá ser efetuada com a intermediação de instituição financeira. § 1º O pedido de registro de emissão obedecerá às normas expedidas pela Comissão de Valores Mobiliários e será instruído com: a) o estudo de viabilidade econômica e financeira do empreendimento; b) o projeto do estatuto social; c) o prospecto, organizado e assinado pelos fundadores e pela instituição financeira intermediária. § 2º A Comissão de Valores Mobiliários poderá condicionar o

Ressalte-se, todavia, que caso a obtenção de recursos se dê mediante uma emissão privada, a SPE poderá assumir a forma de sociedade anônima fechada. Por outro lado, havendo a emissão pública de títulos ou valores mobiliários por uma sociedade anônima, esta deverá ser aberta. Nesse caso, a emissão deverá se sujeitar ao registro e à fiscalização por parte da CVM¹²¹.

Aliada à segurança proporcionada pelas características inerentes à estrutura jurídica da sociedade anônima (possuir o capital dividido em ações; assegurar responsabilidade limitada; e permitir a livre negociação das ações pelo acionista), no âmbito da securitização, o investidor ainda tem a garantia de que, por se tratar de sociedade de propósito específico, os valores mobiliários adquiridos não estarão sujeitos a outros riscos assumidos pela emissora, a não ser aquele decorrente dos créditos a ela cedidos para servirem de lastro.

3.2.2.2 Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)

Alternativamente, os veículos de propósito específico podem assumir a forma jurídica de fundo de investimento, os quais, surgiram no Brasil com a promulgação da Resolução n. 2.907/2001 do CMN, que autorizou a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), cuja forma vem sendo largamente utilizada na securitização como veículo de propósito específico.

Segundo a definição trazida por Mário Tavernard Martins de Carvalho,

os fundos de investimento são espécies de mecanismos de investimento coletivo, que, mediante a diversificação da carteira de investimentos e a administração especializada, objetivam diminuir o risco e propiciar aos investidores um retorno superiores se comparado aos investimentos individualmente realizados.¹²²

Ainda, de acordo com o artigo 2º, inciso III, da Instrução Normativa 356/2001 da CVM, os fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC, consistem numa

registro a modificações no estatuto ou no prospecto e denegá-lo por inviabilidade ou temeridade do empreendimento, ou inidoneidade dos fundadores. ”

¹²¹ O caput do art. 2º da IN n. 400/2003 da CVM, assim estabelece: “Art. 2º Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução. ”.

¹²² CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 81.

comunhão de recursos que destina parte preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios¹²³.

Os fundos de investimentos em direito creditório consistem, portanto, numa alternativa à utilização da estrutura societária para a transformação dos créditos, na medida em que o fundo de investimento emite cotas lastreadas nos recebíveis adquiridos. Essas cotas são adquiridas por investidores, captando recursos que serão utilizados para adquirir novos créditos de um originador¹²⁴.

Os FIDC's são regulamentados pela Instrução Normativa n. 356/2001 da CVM, com as devidas alterações, que disciplina a sua constituição e o seu funcionamento. Os FIDC's podem ser constituídos sob a forma de condomínios, abertos ou fechados, a depender da possibilidade de transferência e resgate de suas quotas¹²⁵.

Ao contrário das SPE's, os fundos de investimentos consistem numa comunhão de recursos providos por investidores, sem personalidade jurídica, que destinam seus patrimônios líquidos, predominantemente, à aquisição de direitos de natureza creditória¹²⁶.

Apesar da natureza jurídica distinta dos fundos em relação às SPE's, a sua utilização como VPE para a securitização é muito semelhante àquela realizada através de uma sociedade. Neste sentido, os fundos emitem cotas que são adquiridas pelos investidores, cujo produto será utilizado para a compra de créditos de um originador¹²⁷.

A constituição dos FIDC's se dá mediante ato unilateral do administrador, que elabora e aprova o regulamento. É o regulamento que disciplina as matérias primordiais para o funcionamento do fundo, delimitando, também, os poderes do administrador.

Segundo o artigo 32, da Instrução Normativa 356/2001 da CVM, a administração do FIDC somente poderá ser exercida por banco múltiplo, banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito,

¹²³ Cf. Instrução CVM 356/01, Art. 2º, Inciso III.

¹²⁴ LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. São Paulo. Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009. p. 378.

¹²⁵ Segundo o *caput* do art. 1º da IN 356/2001: “Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FICFIDC.”.

¹²⁶ CHAVES, op. cit., p. 155.

¹²⁷ NAJJARIAN, op. cit., p. 115.

financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários¹²⁸.

Por inexistir personalidade jurídica, o administrador que constitui o FIDC age em seu nome, não se confundindo, porém, o seu patrimônio particular com aquele do fundo que administra. Os administradores dos fundos de investimento possuem os mais amplos poderes de gestão, incluindo a alienação do patrimônio e a compra e venda de títulos, dentre outros¹²⁹.

Da mesma forma que a SPE's, o FIDC atua como veículo de propósito específico para a securitização, de modo que o seu objeto é a aquisição de créditos da originadora e a correspondente emissão de valores mobiliários, com vista a viabilizar a antecipação do recebimento de recursos.

3.2.3 Da Emissão De Valores Mobiliários No Mercado De Capitais

Após os recebíveis terem sido devidamente agrupados e cedidos a um veículo de propósito específico, VPE, constituído exclusivamente para adquiri-los, cabe a ele, seja este uma sociedade ou um fundo de investimento, concluir a etapa final da operação, emitindo títulos ou valores mobiliários, com lastro nos ativos adquiridos, para o mercado de capitais, a fim de captar, junto aos investidores, os recursos que utilizará para pagar os créditos cedidos pela originadora e, dessa forma, concluir a operação¹³⁰.

Dessa forma, emitidos os títulos, o originador dos recebíveis terá obtido a antecipação dos recursos financeiros provenientes dos direitos creditórios que respectivamente cedeu ao VPE, que por sua vez possibilitará a desintermediação financeira proporcionada pela securitização, possibilitando a captação de recursos e disseminando o risco do crédito junto aos investidores do mercado de capitais. Estes passarão a receber os seus rendimentos decorrentes dos pagamentos dos recebíveis.

¹²⁸ Instrução Normativa 356/01, da CVM: “Art. 32. A administração do fundo pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários. ”

¹²⁹ CAMINHA, op. cit., p. 105.

¹³⁰ GAGGINI, op. cit., p. 47 e ss.

Com efeito, conforme a lição de Uinie Caminha, “a emissão dos títulos e valores mobiliários é a fase na qual efetivamente se realiza a securitização, de modo que o ativo que serve de lastro se transforma em títulos negociáveis, mobilizando-se.”¹³¹.

3.2.3.1 Do Conceito de Valores Mobiliários

Antes de apontar os valores mobiliários utilizados nas operações de securitização, mister se faz analisar brevemente o conceito de valor mobiliário.

No Brasil, a noção básica de valor mobiliário encontra-se no artigo 2º da Lei n. 6.385/76, que teve a sua redação alterada, mais recentemente, pela Lei n. 10.303/2001, o qual optou por estabelecer um rol taxativo do que seriam valores mobiliários.

Segundo o artigo 2º, da Lei n. 6.385/76, consideram-se valores mobiliários:

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

Excluem-se do regime da Lei n. 6.385/76 os títulos da dívida pública, bem como os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira (exceto debêntures), visto que não se sujeitam à regulação pela CVM.

Após o advento da Lei n. 10.303/2001, houve uma ampliação do conceito de valores mobiliários admitidos no Direito brasileiro – que antes eram considerados apenas os títulos emitidos por sociedades anônimas – ocasionando a sua aproximação com o conceito de *security* do Direito norte-americano.

Em suma, pode-se extrair da interpretação do ordenamento jurídico brasileiro, que são requisitos caracterizadores do conceito de valor mobiliário: a) a emissão em

¹³¹ CAMINHA, op. cit., p. 112.

massa; b) a fungibilidade; c) a negociabilidade; d) o caráter de investimento; e) intuito lucrativo; f) existência de interesse comum por parte dos investidores no sucesso do investimento; g) a presença da figura do risco¹³².

3.2.3.2 Dos títulos ou valores mobiliários emitidos na securitização

Como já mencionado, a etapa final da securitização de recebíveis é a emissão de títulos ou valores mobiliários que vão assegurar aos investidores que os possuem direito de crédito em face da entidade de propósito específico.

No que diz respeito às modalidades de títulos ou valores mobiliários emitidos na operação de securitização, é muito comum a presença de debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, cotas de fundos de investimento em direitos creditórios e notas comerciais (*commercial papers*).

No cenário atual, apenas as securitizações de recebíveis imobiliários e de recebíveis do agronegócio possuem títulos específicos, criados pelas suas respectivas legislações especiais (Lei n. 9.514/97 e Lei n.11.076/04, respectivamente), quais sejam, os CRI's (certificados de recebíveis imobiliários) e a LCI's (Letra de Crédito Imobiliário) e os CRA's (certificados de recebíveis do agronegócio). Sua emissão obedece às regras gerais aplicáveis de emissão comum a todos os outros títulos, bem como as regras específicas previstas nas legislações especiais e nas regulamentações complementares.

Podem também ser utilizadas cotas de fundos de investimento, especialmente em securitizações de base imobiliária e, mais recentemente, nas securitizações de recebíveis de crédito financeiro, através de cotas dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. Essas cotas também são consideradas valores mobiliários e seguem a mesma disciplina de distribuição dos demais valores mobiliários previstos na legislação brasileira¹³³.

Apesar de não ser muito comum, nada impede que também sejam emitidas ações para a realização da securitização. Contudo, a opção pela emissão desse valor

¹³² EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. n. 124, p. 72-79, out./dez. 2001.

¹³³ A Lei 6.385/76, após as alterações trazidas pela Lei n. 10.303/01, dispõe que são valores mobiliários as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários, bem como quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração. Neste sentido, *vide* art. 2º, da Lei n. 6.385/76.

mobiliário não é muito atrativa aos investidores, já que são títulos de renda variável e que implicam a participação de seus titulares na sociedade emitente.

Não obstante, atualmente, no Brasil, a principal modalidade de valor mobiliário utilizada nas emissões de securitização é a debênture, as quais, de acordo com Waldemar Ferreira¹³⁴, representam parcelas de um empréstimo, este formado por cédulas absolutamente iguais, cujo conjunto lhe forma o montante.

Ainda, conforme Natália Cristina Chaves¹³⁵, as debêntures “*consistem em títulos típicos das sociedades anônimas, conferindo aos seus titulares direito de crédito em face da emissora, nos termos constantes da sua escritura de emissão*”.

Assim, na maioria dos casos, geralmente, as securitizações são operacionalizadas através da emissão de debêntures que, por serem um títulos bastante flexíveis e adaptáveis, especificamente no que diz respeito ao seu termo, garantia e às formas de remuneração, podem ser mais facilmente adequadas às necessidades de cada operação, o que as torna instrumentos bastante eficazes para a securitização, de modo que, mesmo nos casos de securitizações imobiliárias, podem ser observadas a utilização de debêntures, apesar da existência de títulos específicos.

Por fim, cumpre consignar que, a despeito dos títulos apresentado, a securitização, por ser um instrumento com estrutura bastante flexível, permite que outros títulos sejam utilizados na sua operacionalização, o que significa que é possível que surjam outras espécies de títulos ou valores mobiliários para viabilizar as formas e interesses envolvidos no caso concreto.

3.2.3.3 Da disciplina legal das emissões nas operações de securitização

As emissões de títulos e valores mobiliários feitas pelos veículos de propósito específico (sociedade ou fundos) nas operações de securitização, são disciplinadas pelas regras comuns às Sociedades por Ações, previstas na Lei n. 6.404/76, bem como pelas normas regulamentares emanadas pela CVM, como por exemplo a Instrução nº 414, de 2004, que disciplina a securitização de recebíveis imobiliários.

Não obstante, apesar de seguirem essa disciplina jurídica comum, existem algumas peculiaridades entre as emissões comuns de valores mobiliários e as emissões

¹³⁴ FERREIRA, Waldemar M. *Tratado das debêntures*. São Paulo: Freitas Bastos, 1944. p. 26.

¹³⁵ CHAVES, op. cit., p. 108.

em processo de securitização, haja vista que nesta operação, o originador, beneficiário dos recursos captados com a emissão, está separado dos investidores, por intermédio de um VPE.

Assim, ao contrário das emissões tradicionais, que envolvem diretamente os beneficiários dos recursos (p.ex., sociedade anônima) e os investidores, na securitização, existe um patrimônio segregado na figura de um intermediário, o VPE, que garantirá o pagamento dos títulos emitidos, limitando os riscos e a possibilidade de alcance dos créditos dos detentores de tais títulos.

3.2.4 Da Classificação Do Risco Da Emissão

As agências de classificação de risco, também conhecidas no mercado pela expressão “agências de *rating*” são as pessoas físicas ou jurídicas que prestam serviços de avaliação dos emissores (VPE), através da atribuição de notas e/ou símbolos, que expressem o risco de inadimplência com relação ao pagamento dos juros e principal de uma emissão de títulos específica ou de emissões em geral.

Neste sentido, essas agências avaliam a capacidade futura, a responsabilidade jurídica e a “vontade” do emissor de títulos ou valores mobiliários de cumprir o pactuado.

No Brasil, os serviços de classificação de risco ou *rating* estão presentes há pelo menos 10 (dez) anos e são, de tal forma, reconhecidos formalmente pelo CMN e pela CVM, até o presente momento não existe uma legislação específica que discipline a matéria e estabeleça os requisitos relacionados à sua competência, capacidade de habilitação, metodologia no exercício da atividade¹³⁶. Dessa forma, cada agência atua conforme a sua metodologia, importando efetivamente a credibilidade dos serviços prestados aos clientes e investidores.

Dessa forma, a despeito de não ser exigência obrigatória no Brasil, ao contrário dos outros países, essa classificação de risco - leia-se também, *rating* - possui um papel relevantíssimo na operação de securitização, porquanto tem a finalidade de oferecer ao investidor informações seguras e imparciais do risco de crédito que está envolvido na emissão em questão, demonstrando a capacidade do veículo de propósito

¹³⁶ CASTRO, Paulo Rabello de. *Regulação das agências de rating*. p. 4-5. Disponível em:<<http://www.srating.com.br>>. Acesso em: 20 dez.2004.

específico para efetuar o pagamento dos títulos ou valores mobiliários emitidos e, conseqüentemente, do risco do investimento realizado.

Neste sentido, de acordo com Neil Baron¹³⁷, a principal função desenvolvida por agências de classificação de risco é assessorar os investidores nas decisões de investimento. Por meio de pesquisas, análise e informações, as agências de classificação informam os investidores para que estes não assumam riscos de crédito inadvertidamente.

Os serviços de classificação de risco são contratados e pagos pelo emissor dos títulos, no caso da securitização, o VPE, e é voltado apenas para o risco de crédito dos títulos ou valores mobiliários emitidos, isto é, aborda apenas a possibilidade de pagamento de juros e principal investido, de acordo com os termos pactuados. Neste sentido, as agências de *rating* não opinam sobre outros tipos de riscos, como, por exemplo, o relativo à aspectos macroeconômicos, riscos políticos, ou sobre a adequação de determinado tipo de investimento ao perfil do investidor.

O fato de os serviços de *rating* serem contratados pelas próprias emissoras poderia, num primeiro instante, levar a crer na possibilidade de existir um possível conflito de interesses, já que é a emissora que paga à agência para que atribua notas aos seus valores mobiliários. Todavia, isso não é tão suscetível de ocorrer na prática, pois, conforme já ressaltado, a reputação é o maior predicado de uma agência de classificação de risco, de modo que, se os investidores não tiverem confiança nos seus serviços, pouco importará a nota que ela irá atribuir aos papéis emitidos pelo VPE.

Por fim, oportuno ressaltar que, em operações de securitização, as notas atribuídas aos títulos emitidos normalmente são maiores que aquelas atribuídas ao originador, o que se dá em razão do fato de que, na securitização, o risco encontra-se mais definido, em decorrência do conjunto de ativos que dá lastro à emissão estar segregado do patrimônio do originador.

¹³⁷ BARON, Neil. *The role of rating agencies in the securitization process*. In: KENDALL; FISHMAN, op. cit., p. 81.

CAPÍTULO 4 - A NATUREZA JURÍDICA DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Feita a análise dos aspectos econômicos básicos e dos elementos jurídicos que compõem a sua estrutura, proceder-se-á, neste momento, ao estudo da natureza jurídica da operação de securitização de recebíveis, na qual está o âmago deste trabalho.

Conforme apresentado até aqui, pode-se depreender que a securitização é composta por uma estrutura formada por um conjunto de contratos nominados – cessão de crédito, constituição de sociedade e emissão de valores mobiliários –, que, no bojo desta operação, servem a um fim econômico único que é o de mobilizar um conjunto de créditos que isoladamente não teriam liquidez.

Tal como foi visto, a securitização opera-se por intermédio de um contrato mercantil e de alguns outros contratos acessórios, iniciando-se com a venda de recebíveis a um veículo de propósito específico, que os utiliza como garantia-lastro para uma emissão de títulos ou valores mobiliários, não expondo dessa forma os investidores, adquirentes dos títulos, ao risco do gerador do seu lastro.

Sob a ótica jurídica, resta analisar qual a implicação desta multiplicidade de contratos na definição da natureza jurídica da securitização, isto é, se tais contratos, que compõem a operação, podem ser considerados independentes e autônomos entre si (contratos conexos ou coligados) ou se, pelo contrário, confluem para a formação de um negócio jurídico único (contrato complexo ou misto). É o que se passa a fazer a seguir.

4.1 A securitização como fruto da autonomia privada

No direito moderno, em que há liberdade de contratar, é facultado às pessoas, mediante o exercício da autonomia da vontade, criar as mais diversas espécies de obrigações, desde que lícitas, sem necessidade de observar qualquer modelo contratual predefinido em lei. Isto porque o legislador não consegue prever todas as situações que levam as pessoas a se relacionar e a contratar.

Por outro lado, a diversificação dos negócios jurídicos e as crescentes necessidades da vida moderna, associada a inesgotável imaginação humana, fazem com que as pessoas estabeleçam relações jurídicas não previstas e não deduzidas de maneira precisa no ordenamento jurídico.

Segundo, Uinie Caminha,

o princípio da autonomia da vontade compreende não só a livre determinação quanto o fato de contratar ou não, mas também do conteúdo do contrato que se quer firmar, e o tipo contratual no qual se pretende enquadrar a operação ou ainda a possibilidade de concluir contratos que não pertençam aos tipos que têm uma disciplina particular.¹³⁸

Neste contexto, a securitização pode ser considerada fruto e exemplo concreto da autonomia privada dos agentes de mercado que, utilizando-se da criatividade e da liberdade contratual garantida pelo ordenamento jurídico brasileiro, combinaram e deram nova utilização a diversos tipos de contrato típicos – isto é, já previstos e disciplinados na legislação - para instrumentalizar as suas relações econômicas de forma mais eficiente, criando este negócio jurídico inédito denominado “securitização”.

A celebração do negócio jurídico da securitização está amparada no princípio da liberdade contratual adotado pelo ordenamento jurídico brasileiro, o qual se encontra insculpido nos artigos 421 e 425 do Código Civil, que asseguram às partes a liberdade para contratar e para celebrarem contratos atípicos, desde observados os limites para tanto, nos termos *in verbis*:

“Art. 421. A liberdade de contratar será exercida em razão e nos limites da função social do contrato.”

“Art. 425. É lícito às partes estipular contratos atípicos, observadas as normas gerais fixadas neste Código.”

Assim a autonomia privada garante e permite aos entes privados ampla liberdade para contratar, desde que observados e respeitados os limites impostos pelo Direito e pela Moral.

À vista disso, diante da autorização do Código Civil para o exercício da autonomia privada e de um cenário carente de um modelo contratual definido no ordenamento jurídico que antedesse plenamente às suas necessidades econômicas específicas, os agentes econômicos criaram a securitização, a partir da combinação de diversas espécies contratuais típicas, dando-lhes nova utilização e causa dentro do campo da licitude.

¹³⁸ CAMINHA, op. cit., p. 127-128.

4.2 A securitização como negócio jurídico atípico

Sob a ótica jurídica, muito embora apresente a peculiaridade de formar-se a partir da coligação de atos jurídicos, a securitização de recebíveis pode ser considerada um negócio jurídico, haja vista ser a operação o fato jurídico desejado pelas partes nela envolvidas, resultante da conexão das declarações de vontade de cada um dos seus participantes.

Segundo Karl Larenz, o negócio jurídico pode ser conceituado como um ato, ou uma pluralidade de atos, entre si relacionados, quer sejam de uma ou de várias pessoas, que tem por fim produzir efeitos jurídicos, modificações nas relações jurídicas no âmbito do Direito Privado¹³⁹.

Já, para Antônio Junqueira de Azevedo, o negócio jurídico é “todo fato jurídico consistente em declaração de vontade, a que o ordenamento jurídico atribui efeitos designados como queridos, respeitados os pressupostos de existência, validade e eficácia impostos pela norma jurídica que sobre ele incide.”¹⁴⁰

Por seu turno, Francisco Amaral que,

por negócio jurídico deve-se entender a declaração de vontade destinada a produzir efeitos que o agente pretende e o direito reconhece. Tais efeitos são a constituição, modificação ou extinção de relações jurídicas, de modo vinculante, obrigatório para as partes intervenientes. (...) De qualquer modo, o negócio jurídico é o meio de realização da autonomia privada, e o contrato é o seu símbolo.¹⁴¹

Conforme se pôde observar na estrutura da operação analisada no capítulo antecedente e na disciplina legal dissecada no capítulo primeiro, não existe um negócio jurídico único tipificado denominado “securitização de recebíveis” que é celebrado pelas partes envolvidas.

Apesar de contar com normas legais específicas, aplicáveis à apenas algumas de suas espécies, a securitização é ainda uma operação cuja unidade conceitual e estrutural advém, predominantemente, da prática comercial, haja vista que, até então, inexistia uma disciplina legal sistêmica que defina as suas principais características, razão

¹³⁹ LARENZ, Karl. *Derecho civil: parte general*. Trad. Esp. Caracas: Edersa, 1978, p. 421.

¹⁴⁰ AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico. Existência, validade e eficácia*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 16.

¹⁴¹ AMARAL, Francisco. *Direito Civil: introdução*. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 359-360.

pela qual, de acordo com Uinie Caminha, ela é ainda considerada um negócio jurídico atípico¹⁴².

Como negócio jurídico atípico que é, a securitização de recebíveis resulta das declarações de vontade dos agentes econômicos, os quais, exercendo a sua liberdade contratual dentro dos limites impostos pela legislação, tem a faculdade de definir as suas características e os respectivos efeitos jurídicos que desejam produzir.

Quanto a origem dos negócios jurídicos atípicos, Orlando Gomes¹⁴³ assevera que eles podem surgir de duas formas: ou da criação de elementos originais ou da combinação de elementos ou de outros negócios jurídicos autônomos. A securitização se enquadra nessa última hipótese que se tem a combinação de outros negócios jurídicos autônomos.

Já foi constatado que a securitização para ocorrer no plano fático necessita de uma pluralidade de atos jurídicos (ou melhor, negócios jurídicos), todos voltados para o escopo único de viabilizar juridicamente a operação.

Tendo isso em vista, resta analisar em qual categoria de negócio jurídico a securitização pode ser enquadrada (negócio jurídico complexo, coligado, indireto ou de formação sucessiva), levando em consideração o conjunto de atos contratos que formam a sua estrutura, bem como a causa para a qual eles se destinam.

4.2.1 A securitização como negócio jurídico misto ou coligado

Cumprido neste momento perquirir se securitização, em relação aos negócios jurídicos que a compõem, se caracteriza como negócio jurídico misto ou complexo; ou se, pelo contrário, se caracteriza como um negócio jurídico coligado ou conexo.

Valendo-se, novamente, das lições de Orlando Gomes¹⁴⁴, negócio jurídico misto ou complexo é aquele que resulta da combinação de elementos de diferentes contratos, formando nova espécie contratual não esquematizada na lei.

No mesmo sentido, assevera Carlos Roberto Gonçalves¹⁴⁵ que o contrato misto é aquele que resulta da combinação de um contrato típico com cláusulas criadas pela vontade dos contratantes. Dessa fusão surge um contrato unitário.

¹⁴² CAMINHA, op. cit., p. 127.

¹⁴³ GOMES, Orlando. *Contratos*. 26ª. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008. p. 120.

¹⁴⁴ *Ibidem*, p. 121.

¹⁴⁵ GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil brasileiro*. 8 ed. São Paulo: Saraiva, 2010, v. 1. p. 333.

O negócio jurídico complexo ou misto não se confunde com o negócio jurídico coligado ou conexo, o qual, segundo Orlando Gomes e Carlos Roberto Gonçalves, é aquele composto por vários outros negócios jurídicos, só que cada contrato mantém a sua identidade e autonomia. No negócio jurídico coligado há multiplicidade de negócios, cada qual conservando a sua fisionomia, mas interligados por um nexos ou causa que os reúne.

Ainda, no dizer de Sílvio Venosa¹⁴⁶, o negócio jurídico coligado é aquele formando por outros que se encontram ligados por um nexos funcional. O conjunto dos contratos coligados é querido pelas partes como um todo, de modo que cada um dos contratos depende do outro ao qual está interligado pelo nexos causal comum. Se considerados isoladamente, tais contratos seriam desinteressantes para as partes.

Com efeito, os negócios jurídicos mistos e os negócios jurídicos coligados não devem se confundir, haja vista que: *(i)* os complexos possuem unidade de causa e mesmo de objetivo, originados da combinação de distintos esquemas negociais, formando-se um único contrato com agrupamento de elementos de distintos contratos, sendo fato dominante a vontade das partes em formar aquele negócio jurídico; *(ii)* os coligados, por sua vez, são uma pluralidade de contratos, cada um com sua causa, tendo a finalidade comum de atender causa econômica posterior.

A despeito do exposto, é possível identificar na doutrina argumentos para classificar as operações de securitização tanto em uma quanto em outra figura, ainda que não perfeitamente.

Segundo Ilene Patrícia Najjarian, não se pode olvidar que os atos jurídicos que formam a securitização, se considerados, em tese e abstratamente, podem ser, num primeiro instante, considerados distintos e autônomos, cada um per si. Contudo, nas palavras da ilustre doutrinadora, é frequente,

[...] no direito societário, de duas ou mais formas contratuais de possível coexistência separada poderem vir a ter, sob a pressão das necessidades do mercado ou da conveniência práticas, as suas prestações autônomas, cada uma em sua função típica, reunidas e coordenadas, pela vontade das partes, em um único contrato para realizarem uma só função econômica, que é justamente a sua causa ou o seu fim objetivo. No caso em tela, o da securitização, a causa é a emissão de valores mobiliários capaz de propiciar um autofinanciamento para a empresa originadora cedente dos ativos que serão usados como lastro da emissão.¹⁴⁷

¹⁴⁶ VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2003. p. 242.

¹⁴⁷ NAJJARIAN, op. cit., p. 48-49.

Segunda a mesma autora, por força do contexto fático em que estão inseridos, tais contratos acabam por fundir-se em uma só unidade, qual seja, a securitização, em virtude da influência de uma causa comum, de uma única função econômica, qual seja, a mobilização dos créditos. Para esta autora, na securitização está se diante de um negócio jurídico misto.

Seguindo essa linha, é possível concluir que as securitizações constituem negócios jurídicos complexos, em razão da unidade resultante das declarações de vontade que a estruturam, as quais são interdependentes entre si e estão voltadas para a realização de uma função econômica específica desejada pelas partes.

Em outras palavras, para quem entende a securitização como negócio jurídico complexo, as declarações de vontade que a compõem estão tão integradas que a falta de qualquer uma delas torna sem efeito ou desinteressante as demais¹⁴⁸, haja vista que, nesse caso, não será atingida a função econômica do complexo contratual.

Por outro lado, existe uma corrente que entende a securitização não como uma unidade, mas como uma multiplicidade de negócios jurídicos, dotados de autonomia jurídica uns dos outros, porém interligados por uma causa econômica.

Para esta vertente, em razão de ser constituída a partir de uma pluralidade de negócios jurídicos próprios e independentes, a securitização corresponde a um negócio jurídico coligado. É o que se infere dos ensinamentos de Natália Cristina Chaves¹⁴⁹, segundo a qual, na securitização, se está perante uma pluralidade de declarações conexas, com efeitos próprios e independentes.

Para esta vertente, o negócio jurídico de securitização não é nada mais do que uma pluralidade de negócios jurídicos típicos, uns principais e essenciais – cessão de crédito, constituição de sociedade e emissão de títulos e valores mobiliários –, outros acessórios e dispensáveis, mas todos interligados para a consecução de uma função econômica final, que é justamente a sua causa ou o seu fim objetivo, qual seja, a emissão de valores mobiliários capaz de propiciar o autofinanciamento da empresa originadora dos créditos-lastro.

Para esta corrente, apesar da multiplicidade de negócios jurídicos, não existe a formação de uma figura jurídica unitária nova denominada securitização. Pelo contrário, ela é o resultado de uma conjunção de diversos negócios jurídicos distintos,

¹⁴⁸ CHAVES, op. cit., p. 68-69.

¹⁴⁹ Ibidem.

autônomos, sucessivos e constantes, interligados pelo escopo comum de viabilizar juridicamente a operação sendo, portanto, um negócio jurídico coligado, constituído essencialmente de por contratos coligados estruturalmente e dirigidos a um objetivo comum.

4.2.2 A securitização enquanto negócio jurídico indireto

Outra figura encontrada na doutrina em que poderia se enquadrar a securitização, e possivelmente seria a que melhor se adegue a essa operação, é o negócio jurídico indireto.

De acordo com Ascarelli, a utilização de tradicionais institutos jurídicos com funções diversas das que usualmente exercem desenvolve o Direito, pois tais institutos, apesar de manterem a mesma forma, acabam se renovando para atingir e satisfazer outras finalidades¹⁵⁰. Nas palavras do citado autor: *“Qualquer que seja a origem histórica de um determinado instituto e a sua justificativa originária, com frequência ele, no seu desenvolvimento, apresenta-se capaz de novas funções e aplicações, embora conservado elementos da sua estrutura originária.”*¹⁵¹.

A este fenômeno de “renovação” das funções dos institutos tradicionais para a satisfação das novas exigências sociais, o referido autor deu o nome de inércia jurídica, que concilia as novas exigências da vida prática, com a certeza e a segurança da disciplina jurídica consolidada.

Essa utilização de formas jurídicas já consagradas com fins diversos daqueles para os quais foram criadas dá origem ao que se pode denominar, segundo o autor supracitado, de negócio jurídico indireto, que consiste na manifestação típica do processo de inércia jurídica supracitada. Assim, nas palavras do autor,

[...] há, pois, um negócio indireto sempre que as partes recorrerem, no caso concreto, a um negócio determinado visando alcançar através dele, consciente e consensualmente, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas¹⁵².

Ainda de acordo com o jurista,

característica do negócio indireto consiste, pois, pela distinção entre o objeto típico do negócio, em abstrato, e os eventuais objetivos ulteriores visados

¹⁵⁰ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 152 e s.

¹⁵¹ ASCARELLI, 2001, p.154.

¹⁵² ASCARELLI, Tullio. *Negócio jurídico indireto*. Lisboa: Jornal do Fôro, 1965. p. 8.

consensualmente, por todas as partes, no caso concreto, e, portanto, pela constatação da maneira por que um negócio pode, indiretamente, desempenhar funções que não correspondem à função típica decorrente da sua estrutura e pela qual se caracteriza¹⁵³.

À luz dessa teoria, o conjunto formado pela estrutura contratual de uma operação de securitização poderia, de acordo com a teoria de Ascarelli, ser considerado um negócio jurídico indireto, pois, mediante contratos já tradicionais em nosso ordenamento, buscam-se formas jurídicas para atingir a um fim específico, qual seja, a operação de securitização¹⁵⁴, o que se coaduna com a característica do negócio jurídico indireto supracitado.

Isso porque, ao se constituir o veículo de propósito exclusivo, ao segregar os ativos que servirão de lastro e ao emitir títulos, visa-se a uma estrutura única, como se cada um dos negócios jurídicos envolvidos não pudesse ser considerado isoladamente, mas, em conjunto, dessem forma e conteúdo à estrutura nominada de securitização. Assim, o fim de cada um deles seria a consecução da securitização, e não a simples constituição de uma sociedade, ou cessão de contratos¹⁵⁵.

Não obstante, ainda nesta senda, Ascarelli levanta a questão sobre o negócio jurídico indireto ser um negócio único ou ser um negócio resultante da combinação de diversos, economicamente conexos, mas juridicamente distintos. Para solucionar essa questão, o jurista afirma ser “*necessária, antes de mais nada, a unicidade da fonte, isto é, da manifestação ou das manifestações de vontade*¹⁵⁶, de que resulta o negócio.”¹⁵⁷.

Superada a questão da unicidade da fonte, o problema não está superado, pois exsurge a necessidade de investigar se as partes, na negociação, concluíram mais de um negócio a partir de um único ato.

Segundo Ascarelli, o critério decisivo para se distinguir a hipótese do negócio único e a de mais negócios, objetivamente distintos, mas concluídos *uno actu*, é aferir a existência do elemento de conexão dos vários fins objetivados pelas partes, de modo que um conjunto de atos jurídicos será considerado negócio único, quando entre eles houver uma conexão direcionada à consecução de um fim comum almejado pelas partes envolvidas, o qual somente pode ser proporcionado pelo resultado da conjunção negócios

¹⁵³ ASCARELLI, 2001, p. 172-174.

¹⁵⁴ CAMINHA, op. cit., p. 130.

¹⁵⁵ Ibidem

¹⁵⁶ O autor ressalta que a unicidade da fonte não significa a unicidade de documento, pois pode um mesmo documento referir-se a vários negócios (documento complexo), como pode ocorrer o inverso.

¹⁵⁷ ASCARELLI, 2001. p. 164.

jurídicos interligados, e não pelo fim de cada negócio individualmente. No fundo, “quando as intenções econômicas das partes estão estreitamente ligadas entre si, há um negócio único”¹⁵⁸.

A respeito da securitização e das intenções econômicas das partes nela envolvidas, Uinie Caminha preconiza que, “esse objetivo único (das partes de operacionalizar a securitização) seria o elemento comum que faria com que todos os institutos envolvidos pudessem ser considerados um negócio único”¹⁵⁹.

Na securitização, definitivamente está se diante de um negócio jurídico indireto único¹⁶⁰, pois existe unicidade de fonte, isto é, as manifestações de vontade das partes são únicas, e a conexão é atingida pela intenção econômica comum de viabilizar a operação negocial como um todo. É justamente o que ocorre quando, na securitização, são celebrados diversos negócios jurídicos típicos, com o fim de estruturar um negócio jurídico único, que não possui uma disciplina própria no atual ordenamento jurídico.

Neste sentido, a securitização pode ser enquadrada na espécie negócio jurídico indireto tratada por Ascarelli, na medida em que se utiliza de diversos negócios jurídicos tradicionais – leia-se, típicos -, para atingir um escopo diferente daqueles para os quais tais atos originalmente se destinam, de modo que quando as partes envolvidas na operação concordam em celebrar a cessão de créditos, a constituição de sociedade e a emissão de títulos, elas não tem em mente cada ato separadamente, mas sim a consecução da securitização como um todo, lhes interessando somente o conjunto dos contratos de uma forma geral (unicidade da fonte).

Em consonância ao exposto, Domenico Rubino¹⁶¹, afirma que se pode falar em “combinação de negócios com escopo indireto”, sempre que sejam utilizados vários “negócios-meio” para se atingir ao “negócio-fim”, sendo essa combinação considerada um negócio jurídico único.

Com efeito, este negócio é, na realidade, o resultado da conjunção e articulação de diversos negócios jurídicos típicos, sucessivos e interligados, com o escopo único de viabilizar juridicamente a operação.

O negócio jurídico indireto se diferencia do negócio jurídico misto na medida em que naquele existe autonomia entre os atos jurídicos que o compõem, o que não se

¹⁵⁸ ASCARELLI, 2001, p. 164.

¹⁵⁹ CAMINHA, op. cit. p. 132.

¹⁶⁰ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 163-165.

¹⁶¹ RUBINO, Domenico. *Il negozio jurídico indiretto*. Milano: Giuffrè, 1937. p. 83 e ss.

verifica no negócio jurídico único, o qual corresponde ao resultado novo, distinto e único da combinação de negócios típicos para fins ulteriores às suas respectivas funções.

Por outro lado, o negócio jurídico indireto defendido por Ascarelli se diferencia do negócio jurídico coligado, na medida em que no primeiro, apesar da autonomia (ou individualidade), existe também interdependência entre os contratos que o formam, o que não se verifica, necessariamente, nos contratos coligados. Dessa forma, no negócio jurídico indireto, os contratos são queridos pelas partes como um todo, sendo que existe um vínculo de dependência entre eles, o que não se verifica, necessariamente, nos contratos coligados tradicionais.

Em suma, a finalidade econômica comum por trás da prática de todos os atos que formam a estrutura complexa da securitização de recebíveis é o critério elementar que gera a conexão e faz com que todo o conjunto possa ser considerado um negócio jurídico único indireto, de acordo com a teoria de Ascarelli.

Unie Caminha vai além e qualifica a securitização como negócio jurídico indireto, da espécie dos negócios jurídicos fiduciário. O negócio jurídico fiduciário, segundo a autora, é aquele pelo qual uma pessoa (fiduciante) transmite a propriedade de uma coisa ou a titularidade de um direito a outra pessoa (fiduciário), que se obriga a dar-lhe a destinação determinada em um instrumento à parte (pacto fiduciário), e, uma vez cumprido esse encargo, a devolver a coisa ou o direito ao fiduciante ou a um terceiro beneficiário¹⁶². Conforme aponta, na estrutura da securitização estão presentes elementos de negócio jurídico fiduciário, na medida em que há uma cessão de bens pelo originador a um VPE em benefício dos investidores, com um escopo determinado a ser desempenhado pelo cessionário-fiduciário, qual seja, a segregação do ativo e a respectiva emissão de valores mobiliários.

Entendo da mesma forma, pois, ao considerar o propósito exclusivo que está por trás da razão existencial do VPE, é patente que a transmissão dos direitos creditórios, pelo cedente-fiduciante, mediante cessão, pressupõe e está condicionada a realização, pelo cessionário-fiduciário, do encargo de emitir, com lastro nesses ativos, títulos e valores mobiliários, a fim de satisfazer a sua função e viabilizar a securitização como um todo.

¹⁶² BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. 2006. Tese (Doutorado) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2006.

4.3 A natureza jurídica da securitização

Partindo-se dos traços abordados acima, conclui-se que a securitização de créditos é um negócio jurídico indireto, pois, em que pese o entendimento daqueles que a entendem como sendo um negócio jurídico misto ou coligado, a figura encontrada na doutrina que, à luz do presente trabalho, melhor retrata a natureza jurídica do instituto e que, de certo modo, melhor se adequa suas características é a do negócio jurídico indireto fiduciário acima retratada.

Sob outro aspecto, dada a sua composição por uma multiplicidade de negócios jurídicos, que envolvem a participação de sujeitos com interesses diversos, mas coordenados entre si, produzindo efeitos específicos, a securitização pode também ser entendida como um negócio jurídico plurilateral¹⁶³.

Ademais, pelo fato de produzir efeitos durante a vida das partes, a securitização pode ser encarada como um negócio jurídico *inter vivos*¹⁶⁴.

Com relação às vantagens patrimoniais que pode produzir, a securitização pode ser classificada como sendo um negócio jurídico oneroso¹⁶⁵, pois, a cessão de créditos realizada entre a originadora e o VPE existe um certo deságio dos créditos, justificando o enquadramento desse negócio como oneroso.

Em suma, de acordo com os aspectos classificatórios abordados, a securitização de recebíveis pode ser enquadrada como um negócio jurídico único, atípico, indireto, fiduciário, plurilateral, *inter vivos* e oneroso. Não obstante existirem outros critérios classificatórios, neste trabalho optou-se por analisar somente estes, por serem suficientes à caracterização do instituto em estudo.

Diante do exposto, pode-se depreender que securitização, fruto da autonomia privada, através da articulação de um conjunto de atos jurídicos, típicos e sucessivos, interligados por escopo econômico comum, consiste num negócio jurídico inovador, ainda em evolução e sobre o qual ainda se tem muito a explorar.

¹⁶³ Plurilaterais são os contratos que envolvem mais de duas partes, onde existem interesses convergentes ou paralelos. (GONÇALVES, op. cit., p. 328-329).

¹⁶⁴ BETTI, Emílio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Campinas: Servanda, 2008. t. 2. p. 216.

¹⁶⁵ Segundo Carlos Roberto Gonçalves, os negócios jurídicos onerosos são aqueles em que “ambos os contratantes auferem vantagens, às quais, porém, correspondem um sacrifício ou contraprestação”. (GONÇALVES, op. cit., p. 329).

CAPÍTULO 5 – A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

Neste capítulo iremos abordar, com o propósito ilustrativo de ampliar a compreensão e o entendimento, em termos práticos, do instituto estudado, a Securitização de Recebíveis do Agronegócio, intitulada pela Lei como Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio, que consiste numa das espécies de Securitização de Recebíveis especificamente prevista e disciplinada pelo ordenamento jurídico brasileiro, tendo sido recentemente instituída e regulada por meio da Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, que dispõe sobre os títulos do agronegócio e dá outras providências a respeito do assunto¹⁶⁶.

5.1 A Securitização e o Agronegócio Brasileiro

O agronegócio, segundo Renato M. Buranello, consiste no

conjunto organizado de atividades econômicas que envolvem a fabricação e fornecimento de insumos, a produção, o processamento e armazenamento até a distribuição para consumo interno e internacional de produtos de origem agrícola ou pecuária, ainda compreendidas as bolsas de mercadoria e futuros e as formas próprias de financiamento, sistematizadas por meio de políticas públicas específicas¹⁶⁷.

O Brasil é uma potência do agronegócio, uma vez que a sua atividade agropecuária (agricultura e pecuária) encontra-se inserida, de forma intensa, numa cadeia econômica ampla e interligada à industrialização, comercialização e exportação de *commodities* agropecuários específicos.

Em razão da importância para a economia brasileira, comprovada pela sua ampla participação no nosso PIB, o agronegócio historicamente sempre foi financiado pelo Estado. Esse financiamento se dava principalmente por meio do SNCR, o qual representava políticas públicas que insistiam no modelo de grande intervenção

¹⁶⁶ A Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências.

¹⁶⁷ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 30.

governamental, com pequena evolução e operacionalidade dos títulos de financiamento rural instituídos pelo Decreto-Lei n.º 167, tais como: *(i)* a cédula rural pignoratícia; *(ii)* a cédula rural hipotecária; *(iii)* a cédula rural pignoratícia e hipotecária; e *(iv)* a nota de crédito rural.

Porém, em virtude da pouca abrangência desse sistema de crédito rural, se fez necessária a reformulação desta política agrícola, por meio da regulamentação do financiamento do agronegócio pelo setor privado.

Assim, em 22 de agosto de 1994, dando início a esta reformulação da política agrícola, com a publicação da Lei n.º 8.929, foi criada a cédula de produto rural (CPR), que pode ser considerada como o instrumento básico de toda a cadeia produtiva e estrutural do financiamento privado agropecuário. A CPR é um título representativo de promessa de entrega de produtos rurais, emitido por produtores rurais, incluindo suas associações e cooperativas.

Em 2001, com as alterações trazidas pela Lei n.º 10.200, foi permitida a liquidação financeira desse ativo, por meio da denominada cédula de produto rural financeira (CPR-F).

A criação da CPR e da CPR-F possibilitou a construção e concessão do crédito via mercado financeiro e de capitais, voltado para o desenvolvimento de uma agricultura moderna e competitiva, que estimula investimentos privados no setor, especialmente de investidores estrangeiros, *trading companies* e bancos privados.

No atual estágio do desenvolvimento econômico, dinâmico e acelerado, os agentes econômicos do agronegócio buscam outros meios, além do financiamento bancário baseado na intermediação financeira, de captação de recursos, igualmente dinâmicos à economia em que se insere, sendo uma desses meios a Securitização de Recebíveis do Agronegócio, que possibilita uma inserção e/ou maior participação do mercado de capitais no processo financiamento da atividade.

É dentro desse âmbito, marcado pela insuficiência de recursos destinados ao fomento e desenvolvimento, causada, entre outros fatores, pelos altos custos na obtenção de recursos, que surge a Securitização de Recebíveis do Agronegócio, a partir da edição da Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, traduzida como um instrumento de financiamento alternativo ou substitutivo dos tradicionais de capitalização utilizados até então, que, por sua vez, têm como fontes predominantes recursos do Governo e das instituições bancárias.

A justificativa política por trás da regulamentação específica da securitização de recebíveis voltada ao setor agropecuário é, justamente, ampliar e viabilizar maiores alternativas de acesso do produtor rural aos recursos do mercado financeiro – este compreendido no sentido *latu sensu*, ou seja, abarcando o mercado de crédito e o mercado de capitais -, contribuindo, assim, para uma maior disponibilidade de recursos para esse segmento econômico e para a consequente redução dos custos de financiamento.

Neste sentido, a Lei n. 11.076/04 criou os denominados “novos títulos do agronegócio”, que consistem nos instrumentos jurídicos cujo objetivo é o proporcionar novas formas de financiamento do setor. Tais títulos são o CDA (Certificado de Depósito Agropecuário), o WA (*Warrant Agropecuário*), o CDCA (Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio), a LCA (Letra de Crédito do Agronegócio) e o conhecido CRA (Certificado de Recebíveis do Agronegócio), os quais serão abordados¹⁶⁸.

De acordo com o item 12, da exposição de motivos que acompanhou a edição da Medida Provisória n. 221, de 1º de outubro de 2004, a qual foi posteriormente na Lei n. 11.076/04, ora em questão, o desiderato da norma foi

criar um estímulo para que os próprios agentes de mercado lancem opções de produtos agropecuários, o que contribuiria para o desenvolvimento do mercado de capitais com referência em produtos do agronegócio, com nítidos benefícios para ambas as partes, em especial para o auto-financiamento do setor no médio e longo prazos. Por outro lado, tal medida representaria uma forma mais eficiente e de maior potencial de implementação da política de preços mínimos¹⁶⁹.

Com a criação desses novos títulos do agronegócio, agregados com a CPR e a CPR-F, o agronegócio tornou-se um dos setores com maior e melhor regulamentação no que se referem aos seus instrumentos de crédito.

Neste passo, antes de tratar diretamente sobre a operação de Securitização de Recebíveis do Agronegócio, mister se faz, para a melhor compreensão do tema, analisar os principais títulos do agronegócio atualmente existentes, desde os criados, até os preexistentes à Lei n. 11.076/04, que se fazem presentes na estrutura da securitização e no financiamento do setor do agronegócio.

¹⁶⁸ Conforme os artigos 1º e 23º, da Lei n. 11.076/04: “Art. 1º Ficam instituídos o Certificado de Depósito Agropecuário - CDA e o Warrant Agropecuário – WA.”. “Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito: I - Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA; II - Letra de Crédito do Agronegócio - LCA; III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA”.

¹⁶⁹ EM Interministerial nº 00110/2004 – MF/MAPA.

5.2 Os Títulos do Agronegócio

Os títulos do agronegócio são aqueles referenciados a bens jurídicos do agronegócio, isto é, aqueles que, na visão de Fábio Ulhoa Coelho, documentam, direta e indiretamente, uma *commodity agropecuária*¹⁷⁰. Tais títulos lastreiam-se, necessariamente, em créditos originados de negócios jurídicos entabulados entre os agentes da cadeia do *agrobusiness* e foram criados com a proposta de aumentar a liquidez no mercado agrícola, facilitando a captação de investimentos para a produção, armazenamento e o escoamento por meio da comercialização¹⁷¹.

Neste sentido, o artigo 23, da Lei n. 11.076/04, ao instituir os títulos do agronegócio (o CDCA, o CRA, a LCA), preconizou, no seu parágrafo único, que tais títulos de crédito são, necessariamente, vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária¹⁷².

Segundo Renato M. Buranello, os títulos do agronegócio são

[...] são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, representativos de promessa de pagamento em dinheiro, vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados por produtores rurais, cooperativas agrícolas e demais agentes da cadeia agro industrial, nas operações relacionadas com a produção, comercialização beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, inclusive financiamentos ou empréstimos a essas atividades conexas, conforme melhor interpretação do parágrafo único do art. 23 da Lei n. 11.076.¹⁷³

Desse modo, depreende-se que, a caracterização desses títulos está relacionada à sua vinculação a direitos, outros títulos de crédito ou valores mobiliários

¹⁷⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Títulos do Agronegócio*. In: BURANELLO, Renato Macedo; SOUZA, André Ricardo Passos de; PERIN JUNIOR, Ecio (Coord.) *Direito do Agronegócio: Mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 366-380.

¹⁷¹ MAMEDE, Gladson. *Direito empresarial brasileiro*. v.3: *Títulos de crédito*. 5ª ed. São Paulo: Atlas, 2009, p. 441.

¹⁷² “Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito: I - Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA; II - Letra de Crédito do Agronegócio - LCA; III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA. Parágrafo único. Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.”

¹⁷³ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do Agronegócio – Regime Jurídico*. 2ª ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 513-514.

representativos ou decorrentes de negócios jurídicos relacionados diretamente ao amplo conceito descrito pelo autor supracitado e contido no parágrafo único, do artigo 23, da Lei n. 11.076/04.

Os títulos do agronegócio são: a Cédula de Produtor Rural (CPR), instituída e disciplinada na Lei n. 8.929/94; o *Warrant* Agropecuário (WA) e o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), disciplinados na Lei n. 11.076/04; a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), disciplinada na Lei n. 11.076/04; o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), disciplinado na Lei n. 11.076/04; e, por fim, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), criado e disciplinado na Lei n. 11.076/04.

A LCA é títulos de emissão exclusiva de instituição financeira, que, a princípio, não possui relação direta com a Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio, razão pela qual o seu estudo será preterido.

Para os fins do objeto deste trabalho, somente interessam a CPR, o CDA, o WA e o CRA, pois recorrentemente utilizados na operacionalização da securitização de recebíveis do agronegócio.

Os recebíveis ou direitos creditórios do agronegócio, objetos da securitização de recebíveis do agronegócio, apresentam-se, de forma geral, materializados predominantemente nas CPR's (Cédulas de Produtor Rural), nas CDA's e WA's e nos CDCA's (Certificados de Direitos de Crédito do Agronegócio), que consistem em títulos de crédito do agronegócio, nos termos das suas respectivas legislações.

Foram constatados casos em que foram utilizados as NCE's (Notas de Crédito à Exportação)¹⁷⁴ como lastro para a emissão de CRA's. Todavia, por sua menor incidência, trataremos neste estudo tão somente das securitizações lastreadas em títulos

¹⁷⁴ De acordo com o artigo 1º, da Lei n. 6.313/75, que dispõe sobre os títulos de crédito à exportação: “As operações de financiamento à exportação ou à produção de bens para exportação, bem como às atividades de apoio e complementação integrantes e fundamentais da exportação, realizadas por instituições financeiras, poderão ser representadas por Cédula Crédito à Exportação e por Nota de Crédito à Exportação com características idênticas, respectivamente, à Cédula de Crédito Industrial e à Nota de Crédito Industrial, instituídas pelo Decreto-lei nº 413, de 9 de janeiro de 1969. A NCE foi utilizada recentemente, na data de 10 de junho de 2015, na “Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio” empreendida pela Companhia Securitizadora, “ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A.”, na qual a NCE, emitida pela Suzano em favor do Banco Votorantim e representativa do direito creditório do agronegócio, foi cedida à securitizadora para a constituição de lastro de emissão de CRA. O valor total desta emissão foi de R\$ 675.000.000,00 (seiscentos e setenta e cinco milhões de reais). Neste sentido, conferir o “Termo de Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio para Emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio da 68ª Série da 1ª Emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.”, disponível em: <http://www.ecoagro.agr.br/arquivos/arquivo/2015_6_12_10_36_49_54264.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2015.

representativos de direitos creditórios próprios do agronegócio, quais sejam, a CPR, o CDA e o WA, o CDCA.

Não obstante, o CRA é um título de crédito vinculada à direitos creditórios de emissão exclusiva das Companhias Securitizadoras e pode, porventura, ser distribuído publicamente, o que, na prática, é o mais comum, razão pela qual pode vir a ser, também, um valor mobiliário. Via de regra, os CRAs encontram-se vinculados à direitos creditórios materializados nos títulos de crédito representativos de promessas de pagamento ou de entrega de mercadoria, como CPR's, CDCA's, CDA e WA, dentre outros, tal como encontra-se previsto nos artigos 36 e 40 da Lei n. 11.076/04. Diante do fato deste título ter como emitente exclusivo as Companhias Securitizadoras e, portanto, ser suscetível de oferta pública mediante distribuição pública de títulos e valores mobiliários, ele será tratado em tópico exclusivo, concernente a fase de emissão da operação de securitização.

5.2.1 As Cédulas de Produtor Rural (CPR)

A Cédula de Produtor Rural, instituída e disciplinada pela Lei n. 8.929/94, é um título de crédito que documenta promessa de entrega de produtos rurais feita por seu emitente que, de acordo com o artigo 2º do referido diploma, tem que ser, necessariamente, produtor rural¹⁷⁵, cooperativa ou outra associação de produtores rurais. Nela, é especificada determinada quantidade e qualidade de um produto rural¹⁷⁶.

Para gerar efeitos contra terceiros, toda CPR deve ser registrada no Cartório de Registro de Imóveis do domicílio do emitente e do local da garantia prestada (penhor, hipoteca e alienação fiduciária), nos casos em que esta esteja situada em local diverso do domicílio do emitente¹⁷⁷.

¹⁷⁵ Para os fins deste trabalho, entende-se por produtor rural aquele que detém o domínio útil ou o possuidor a título de parceria ou arrendamento de imóveis rurais que sejam ou possam ser destinados à exploração agrícola, pecuária, extrativa vegetal ou agroindustrial, tal como definido no inciso I, do art. 4º, do Estatuto da Terra (Lei n. 5.868/72).

¹⁷⁶ “Art. 2º Têm legitimação para emitir CPR o produtor rural e suas associações, inclusive cooperativas.”

¹⁷⁷ “Art. 12. A CPR, para ter eficácia contra terceiros, inscreve-se no Cartório de Registro de Imóveis do domicílio do emitente. § 1º Em caso de hipoteca e penhor, a CPR deverá também ser averbada na matrícula do imóvel hipotecado e no Cartório de localização dos bens apenados. § 2º A inscrição ou averbação da CPR ou dos respectivos aditivos serão efetuadas no prazo de três dias úteis, a contar da apresentação do título, sob pena de responsabilidade funcional do oficial encarregado de promover os atos necessários. § 3º Para efeito de registro em cartório, a cobrança de emolumentos e custas das CPR será regida de acordo com as normas aplicáveis à Cédula de Crédito Rural.”

Sob o aspecto funcional, a CPR consiste num título de crédito extremamente versátil, prestando-se a finalidades diversas, tais como, aquisição de insumos, financiamento de produção perante *trading companies*¹⁷⁸ ou instituições financeiras, prestação de garantia, instrumentalização da venda do produto agrícola ou pecuário, investimento especulativo, documento assecuratório do domínio e posse de *commodities*, dentre outras¹⁷⁹.

No que diz respeito às garantias que asseguram o cumprimento da obrigação em favor do credor, a CPR pode ser emitida com ou sem garantias. Pode ser objeto de garantia na cédula – isto é, no próprio título -, a hipoteca, o penhor, a alienação fiduciária e o seguro¹⁸⁰. Por se tratar de título de crédito sujeito ao regime cambial, a CPR admite o aval como garantia pessoal e pode ser exigida pelo credor.

Quanto a sua circulação, a transferência da CPR se dá mediante o endosso completo, que pode ser na própria cédula ou por meio da formalização de termo aditivo à CPR, contendo os dados e qualificação do beneficiário credor do título, a declaração de transferência do título por meio de endosso, bem como os dados e a assinatura do emitente da CPR. Os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão somente, confirmam a existência da obrigação¹⁸¹.

Existem duas espécies de CPR: a CPR-física e a CPR-financeira. Na primeira, o emitente assume a obrigação de entregar produto rural, na quantidade e na qualidade discriminadas no título, nunca podendo ser condicionada a verificação de evento futuro e incerto¹⁸², enquanto na última, é admitida a liquidação financeira, desde que satisfeitas as

¹⁷⁸ *Trading companies* são empresas comerciais que atuam como intermediárias entre empresas fabricantes e compradoras, numa operação de exportação ou de importação. As vendas ao exterior por intermédio das empresas *trading companies* são classificadas como exportações indiretas e são equiparadas às exportações diretas no aspecto fiscal. Elas apresentam vantagens, principalmente, para o pequeno e médio produtor nacional que não dispõem de uma estrutura própria dedicada às operações de comércio exterior. A Cargill é um exemplo típico de *trading company*. Segundo descrição contida no seu domínio eletrônico, a Cargill “conecta produtores e consumidores de grãos, oleaginosos e outros *commodities* agrícolas, através da produção, processamento, logística e distribuição de infraestrutura e serviços.”. Redação original: “We connect producers and users of grain, oilseeds and other agricultural commodities through origination, processing, marketing and distribution capabilities and services.”. Disponível em: <<http://www.cargill.com/products/commodity/>>. Acesso em: 19 de ago. 2015.

¹⁷⁹ BARROS, Wellington Pacheco. *Estudos Avançados sobre a Cédula de Produtor Rural – CPR*. Disponível em: <http://www.wellingtonbarros.adv.br/ESTUDOS_AVANCADOS_SOBRE_CPR.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2015.

¹⁸⁰ “Art. 5º A garantia cedular da obrigação poderá consistir em: I - hipoteca; II - penhor; III - alienação fiduciária.”.

¹⁸¹ “Art. 10. Aplicam-se à CPR, no que forem cabíveis, as normas de direito cambial, com as seguintes modificações: I - os endossos devem ser completos; II - os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão-somente, pela existência da obrigação; III - é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra avalistas.”.

¹⁸² COELHO, 2011, p. 366-380.

condições prescritas no artigo 4º-A, da Lei n. 8.929/94¹⁸³. Tanto a CPR-física quanto a CPR-financeira podem e servem, também, como instrumentos de investimento.

5.2.2 Os Certificados de Depósito Agropecuário e os *Warrants* Agropecuários (CDA e WA)

Os Certificados de Depósito Agropecuário (CDA) e os *Warrants* Agropecuários (WA), instituídos e disciplinados pelos artigos 1º e seguintes da Lei n. 11.076/04, são considerados títulos “*armazeneiros*”, no sentido de que só podem ser emitidos por armazém agropecuário autorizado, depositário¹⁸⁴ dos produtos, a pedido do depositante, e são referenciados nas mercadorias nele depositadas¹⁸⁵.

A Lei 9.973/00, que institui o Sistema de Armazenagem de Produtos Agropecuários, impõem aos armazéns específicos, que atuam dentro da cadeia econômica do agronegócio, como condição para receberem em depósitos produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos, a dever de estarem devidamente aparelhados e funcionando segundo às normas administrativas regulamentares vigentes, expedidas pela autoridade competente.

Esses armazéns de agronegócio são os únicos autorizados pela lei para emitirem o CDA e o WA. Os dois títulos são emitidos necessariamente juntos pelo armazém de agronegócio, mas podem circular separados, dependendo dos negócios que vierem a ser celebrados tendo os produtos depositados como referência. Enquanto permanecerem sob a mesma titularidade, o CDA e o WA asseguram ao seu titular a

¹⁸³ Segundo o referido artigo: “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”. ” Com efeito, pode-se depreender que a CPR nunca conterà, mesmo em sua versão financeira, a obrigação de pagar quantia em reais, já definida de antemão, devendo constar, pelo contrário, a discriminação de um produto rural, sua quantidade e qualidade.

¹⁸⁴ “Art. 4º Para efeito desta Lei, entende-se como: I - depositário: pessoa jurídica apta a exercer as atividades de guarda e conservação dos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei, de terceiros e, no caso de cooperativas, de terceiros e de associados, sem prejuízo do disposto nos arts. 82 e 83 da Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971; II - depositante: pessoa física ou jurídica responsável legal pelos produtos especificados no § 1º do art. 1º desta Lei entregues a um depositário para guarda e conservação; III - entidade registradora autorizada: sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil. ”.

¹⁸⁵ Ibidem. P. 366-380.

propriedade da mercadoria depositada no armazém de agronegócio (art. 1º, §3º, da Lei n. 11.076/04).

Segundo os parágrafos §§ 1º e 2º, do artigo 1º, da Lei n. 11.076/04, o CDA é título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, ao passo que, 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 descrito¹⁸⁶.

Quanto a sua circulação, o CDA e o WA são passíveis de transmissão mediante o ato cambial do endosso, que deve ser completo, isto é, não pode ser endosso “em branco”, sendo-lhes aplicáveis, no que couber, as normas do direito cambial. Os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão somente, pela existência da obrigação¹⁸⁷. Não obstante, os títulos de CDA e o WA também podem ser negociados nos mercados de bolsa e de balcão como ativos financeiros (art. 16, da Lei n. 11.076/04)

Os títulos são emitidos pelo armazém, segundo os requisitos previstos na legislação¹⁸⁸ e a pedido do depositante, em duas vias, sendo as primeiras negociáveis do depositante e as segundas de recibo do emitente (art. 8º da Lei n. 11.076/04)¹⁸⁹. As

¹⁸⁶ “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 representativo de promessa de pagamento em dinheiro que confere direito de penhor sobre o CDA correspondente, assim como sobre o produto nele descrito. § 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. ”.

¹⁸⁷ “Art. 2º Aplicam-se ao CDA e ao WA as normas de direito cambial no que forem cabíveis e o seguinte: I - os endossos devem ser completos; II - os endossantes não respondem pela entrega do produto, mas, tão somente, pela existência da obrigação; III - é dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra endossantes e avalistas. ”.

¹⁸⁸ “Art. 5º O CDA e o WA devem conter as seguintes informações: I - denominação do título; II - número de controle, que deve ser idêntico para cada conjunto de CDA e WA; III - menção de que o depósito do produto sujeita-se à Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000, a esta Lei e, no caso de cooperativas, à Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971; IV - identificação, qualificação e endereços do depositante e do depositário; V - identificação comercial do depositário; VI - cláusula à ordem; VII - endereço completo do local do armazenamento; VIII - descrição e especificação do produto; IX - peso bruto e líquido; X - forma de acondicionamento; XI - número de volumes, quando cabível; XII - valor dos serviços de armazenagem, conservação e expedição, a periodicidade de sua cobrança e a indicação do responsável pelo seu pagamento; XIII - identificação do segurador do produto e do valor do seguro; XIV - qualificação da garantia oferecida pelo depositário, quando for o caso; XV - data do recebimento do produto e prazo do depósito; XVI - data de emissão do título; XVII - identificação, qualificação e assinatura dos representantes legais do depositário; XVIII - identificação precisa dos direitos que conferem. Parágrafo único. O depositante e o depositário poderão acordar que a responsabilidade pelo pagamento do valor dos serviços a que se refere o inciso XII do caput deste artigo será do endossatário do CDA. ”.

¹⁸⁹ “Art. 8º O CDA e o WA serão emitidos em, no mínimo, 2 (duas) vias, com as seguintes destinações: I - primeiras vias, ao depositante; II - segundas vias, ao depositário, nas quais constarão os recibos de entrega dos originais ao depositante. Parágrafo único. Os títulos terão numeração seqüencial, idêntica em ambos os documentos, em série única, vedada a subsérie. ”.

primeiras vias dos títulos deverão ser registradas em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central, no prazo de até 30 dias, contados da data de emissão dos títulos, podendo ser, portanto, negociados nos mercados de bolsa e de balcão como ativos financeiros, o que, via de regra, é de interesse do depositante ambientar a negociação num Mercado de Balcão Organizado, onde os títulos tendem a ter maior liquidez. Neste caso, as primeiras vias ficam custodiadas na entidade que promover o registro no MBO, transmitindo-se o suporte do CDA e do WA para o eletrônico¹⁹⁰.

Dessa forma, o CDA e o WA serão cartulares, antes de seu registro em sistema de registro e da liquidação financeira a que se refere o art. 15 da legislação pertinente e também após a sua baixa; por outro lado, serão eletrônicos enquanto permanecerem inscritos em sistema de registro e de liquidação financeira. Enquanto estiverem sob custódia, a instituição custodiante é responsável por efetuar o endosso do CDA e do WA ao respectivo credor, quando da retirada dos títulos do sistema de registro e de liquidação financeira.

O endosso do WA separado do CDA investe o endossatário na condição de credor pignoratício do endossante, recaindo o penhor sobre o produto armazenado. Esta operação ocorre, por exemplo, quando o depositante empresário não deseja, de imediato, negociar as mercadorias depositadas no armazém, mas precisa de capital de giro e o obtém junto aos bancos, dando endossando o WA em garantia do empréstimo, que confere o penhor sobre as mercadorias.

Por sua vez, o endosso do CDA em separado do WA investe o endossatário na condição de titular da propriedade sobre a mercadoria armazenada, sobre a qual não terá, entretanto, a faculdade de onerá-la. Ou seja, o titular do CDA pode vender as mercadorias armazenadas, mas não pode constituir penhor sobre elas.

Via de regra, o armazém de agronegócio só entrega o produto depositado a quem lhe exhibir as primeiras vias dos CDA e do WA. Para a retirada do produto do armazém, o credor (que não necessariamente é o depositário) deverá providenciar a baixa escritural, no MBO, do registro eletrônico do CDA, requerendo à instituição custodiante o endosso da cártula e sua entrega, as quais, durante a circulação em meio eletrônico, ficaram nela custodiadas.

O titular do CDA isolado, que desejar levantar o produto depositado tem, de acordo com o artigo 21 da Lei n. 11.076/04, duas alternativas: a primeira é resgatar o WA

¹⁹⁰ COELHO, 2011, p. 366-380.

de quem quer que seja o seu titular, pagando a obrigação garantida pelo penhor e reunindo os dois títulos; a segunda é consignar o valor do WA junto à entidade custodiante, recebendo documento comprobatório da consignação¹⁹¹.

Na segunda hipótese, portanto, providenciada a baixa do registro dos títulos, o sujeito se dirige ao armazém de agronegócio, onde, exibindo a primeira via do CDA e o documento comprobatório da consignação e pagando as despesas de armazenagem, pode levantar o produto agrícola ou pecuário ali depositado. De sua parte, a entidade custodiante pagará ao titular do WA, com os recursos nela consignados para esta finalidade.

O titular do WA isolado, como visto, é credor pignoratício do primeiro endossante (o depositário das mercadorias, no caso) deste título. Se a obrigação garantida não for adimplida no vencimento, da forma pactuada, o §2º, do artigo 17, de Lei n. 11.076/04 faculta-lhe as seguintes alternativas: a primeira, se o titular do CDA havia consignado o valor deste título junto à entidade custodiante, o credor do WA deve procurá-la para receber o seu pagamento correspondente; a segunda, se não houve a consignação do pagamento, ele poderá promover a execução da mercadoria penhorada (garantia pignoratícia), mediante a sua venda em leilão realizada em bolsa de mercadorias, ou poderá promover a execução sobre a CDA correspondente, expropriando-se judicialmente o título de quem o detenha para que seja vendido, em conjunto com o WA, em bolsa de mercadorias ou de futuros, ou em MBO¹⁹².

¹⁹¹ “Art. 21. Para a retirada do produto, o credor do CDA providenciará a baixa do registro eletrônico do CDA e requererá à instituição custodiante o endosso na cártula e a sua entrega. § 1º A baixa do registro eletrônico ocorrerá somente se: I - o CDA e o WA estiverem em nome do mesmo credor; ou II - o credor do CDA consignar, em dinheiro, na instituição custodiante, o valor do principal e dos juros devidos até a data do vencimento do WA. § 2º A consignação do valor da dívida do WA, na forma do inciso II do § 1º deste artigo, equivale ao real e efetivo pagamento da dívida, devendo a quantia consignada ser entregue ao credor do WA pela instituição custodiante. § 3º Na hipótese do inciso I do § 1º deste artigo, a instituição custodiante entregará ao credor, junto com a cártula do CDA, a cártula do WA. § 4º Na hipótese do inciso II do § 1º deste artigo, a instituição custodiante entregará, junto com a cártula do CDA, documento comprobatório do depósito consignado. § 5º Com a entrega do CDA ao depositário, juntamente com o respectivo WA ou com o documento a que se refere o § 4º deste artigo, o endossatário adquire a propriedade do produto nele descrito, extinguindo-se o mandato a que se refere o inciso II do § 1º do art. 6º desta Lei. § 6º São condições para a transferência da propriedade ou retirada do produto: I - o pagamento dos serviços de armazenagem, conservação e pedição, na forma do inciso XII e do parágrafo único do art. 5º desta Lei; II - o cumprimento das obrigações tributárias, principais e acessórias, relativas à operação.”

¹⁹² “Art. 17. Quando da 1ª (primeira) negociação do WA separado do CDA, a entidade registradora consignará em seus registros o valor da negociação do WA, a taxa de juros e a data de vencimento ou, ainda, o valor a ser pago no vencimento ou o indicador que será utilizado para o cálculo do valor da dívida. § 2º Se, na data de vencimento do WA, o CDA e o WA não estiverem em nome do mesmo credor e o credor do CDA não houver consignado o valor da dívida, na forma do inciso II do § 1º do art. 21 desta Lei, o titular do WA poderá, a seu critério, promover a execução do penhor sobre: I - o produto, mediante sua venda em leilão a ser realizado em bolsa de mercadorias; ou II - o CDA correspondente, mediante a

Nas duas alternativas, o produto da venda é empregado, sucessivamente, na liquidação da obrigação garantida pelo WA, pagando-se as despesas de armazenagem e entrega de eventual saldo remanescente ao credor da CDA.

Quanto ao regime cambial do CDA e do WA, este é disciplinado conforme as regras estatuídas no Código Civil, uma vez que, segundo o seu artigo 903, salvo disposição contrária, aplicam-se, subsidiariamente, as regras de direito cambial previstas na legislação em questão.

Ademais, a Lei 11.076/04 fixou três regras cambiais específicas para o CDA e o WA. A exemplo da CPR, também nos CDA e WA, o endosso deve ser completo e não implica a vinculação do endossante à garantia da entrega do produto pelo devedor, mas somente pela existência da obrigação, sendo, por outro lado, o protesto desnecessário para a conservação do direito cobrança do credor em face dos endossantes e avalistas do título.

5.2.3 Os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA)

O Certificado de Direitos do Agronegócio, instituído e disciplinado nos artigos 23 e seguintes da Lei n. 11.076/04, segundo a definição legal, “*é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.*”¹⁹³.

Segundo definição da BM&F Bovespa, o

“[...] Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) é um título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro emitido **com base em lastro de recebíveis originados de negócios entre produtores rurais**, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos

venda do título, em conjunto com o WA, em bolsa de mercadorias ou de futuros, ou em mercado de balcão organizado. § 3º Nas hipóteses referidas nos incisos I e II do § 2º deste artigo, o produto da venda da mercadoria ou dos títulos, conforme o caso, será utilizado para pagamento imediato do crédito representado pelo WA ao seu respectivo titular na data do vencimento, devendo o saldo remanescente ser entregue ao titular do CDA, após debitadas as despesas comprovadamente incorridas com a realização do leilão da mercadoria ou dos títulos. § 4º O adquirente dos títulos no leilão poderá colocá-los novamente em circulação, observando-se o disposto no caput deste artigo, no caso de negociação do WA separado do CDA.”

¹⁹³ Nos termos do artigo 24, da Lei n. 11.076/04: “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.”

agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária.”¹⁹⁴. G.n.

Das definições acima extraídas, pode-se extrair que o CDCA, ao lado da LCA e do CRA, (que, no presente trabalho, não será estuada), consiste num título voltado diretamente ao financiamento do agronegócio. Diferentemente do CDA e WA, que são títulos de armazenagem, o CDCA possui a função de viabilizar o financiamento da cadeia do agronegócio a partir de recursos privados, servindo para estruturação de operações financeiras para alongamento de prazos e melhoria de taxas em relação às alternativas de financiamento existentes.

Como a própria norma enuncia, o CDCA é título de crédito extrajudicial, que representa promessa de pagamento em dinheiro, e deve estar vinculado à direitos creditórios do agronegócio, assim entendidos aqueles originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. Tais direitos creditórios podem estar documentados numa variada gama de instrumentos jurídicos, como a CPR, o CDA e WA, a Duplicata Mercantil, a Nota Promissória Rural, entre outros¹⁹⁵.

Por sua natureza financeira, a sua emissão é exclusiva de cooperativas de produtores rurais e 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 e seu emitente deve ser titular de direitos creditórios do agronegócio, oriundos de negócios realizados com produtores rurais e/ou cooperativas, tais como CPR, CDA e WA, Duplicatas Rurais, entre outros, nos termos do artigo 24 da Lei n. 11.076/04. A emissora do CDCA deve observando, ainda, os requisitos previstos no artigo 25, da Lei n. 11.076/04¹⁹⁶.

¹⁹⁴ Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/renda-fixa/titulos-agronegocio-srta.aspx?idioma=pt-br#a3>>. Acesso em: 21 ago. 2015.

¹⁹⁵ Segundo lista divulgada pela BM&F Bovespa, para emissão do CDCA, são aceitos como lastros os direitos creditórios materializados nos seguintes títulos: Duplicata Mercantil, Cédula Rural Hipotecária, Cédula Rural Pignoratícia, Nota Promissória Rural, Duplicata Rural, Cédula de Crédito Industrial, Nota de Crédito à Exportação, Cédula de Produtor Rural, dentre outros. A lista está disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/download/folheto-CDCA.pdf>>. Acesso em: 21 ago. 2015.

¹⁹⁶ “Art. 25. O CDCA terá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto: I - o nome do emitente e a assinatura de seus representantes legais; II - o número de ordem, local e data da emissão; III - a denominação “Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio”; IV - o valor nominal; V - a identificação dos direitos creditórios a ele vinculados e seus respectivos valores, ressalvado o disposto no

Dada o seu caráter referenciado, o CDCA confere direito de penhor sobre os direitos creditórios a ele vinculados, independentemente de convenção e devem ser registrados em instituições financeiras autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviços de custódia de valores mobiliários¹⁹⁷. Sem prejuízo do penhor sobre os créditos a ela vinculados, outras garantias, reais ou fidejussórias, podem ser livremente estipuladas pelas partes sobre o CDCA.

Outras garantias de natureza real ou fidejussória poderão ser constituídas para sustentar o CDCA. Além do aval admite-se a fiança. Esta e os direitos reais de garantia deverão ser descritos em documento apartado, assinado pelo emitente, declarando-se a existência dos mesmos no próprio título.

A identificação dos direitos creditórios poderá ser feita em documento à parte, no qual conste a assinatura dos representantes legais do emitente, fazendo-se menção a essa identificação no certificado ou nos registros da instituição responsável pela manutenção nos sistemas de escrituração¹⁹⁸.

Por fim, cumpre destacar que a substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA, mediante acordo entre o emitente e o titular, importará na extinção do penhor

art. 30 desta Lei; VI - data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas; VII - taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização; VIII - o nome da instituição responsável pela custódia dos direitos creditórios a ele vinculados; IX - o nome do titular; X - cláusula "à ordem", ressalvado o disposto no inciso II do art. 35 desta Lei. § 1º Os direitos creditórios vinculados ao CDCA serão: I - registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil; II - custodiados em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar serviço de custódia de valores mobiliários. § 2º Caberá à instituição custodiante a que se refere o § 1º deste artigo: I - manter sob sua guarda documentação que evidencie a regular constituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA; II - realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios custodiados, devendo, para tanto, estar munida de poderes suficientes para efetuar sua cobrança e recebimento, por conta e ordem do emitente do CDCA; III - prestar quaisquer outros serviços contratados pelo emitente do CDCA. § 3º Será admitida a emissão de CDCA em série, em que os CDCA serão vinculados a um mesmo conjunto de direitos creditórios, devendo ter igual valor nominal e conferir a seus titulares os mesmos direitos. ”.

¹⁹⁷ “Art. 32. O CDCA e a LCA conferem direito de penhor sobre os direitos creditórios a eles vinculados, independentemente de convenção, não se aplicando o disposto nos arts. 1.452, caput, e 1.453 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 – Código Civil. § 1º A substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA, mediante acordo entre o emitente e o titular, importará na extinção do penhor sobre os direitos substituídos, constituindo-se automaticamente novo penhor sobre os direitos creditórios dados em substituição. § 2º Na hipótese de emissão de CDCA em série, o direito de penhor a que se refere o caput deste artigo incidirá sobre fração ideal do conjunto de direitos creditórios vinculados, proporcionalmente ao crédito do titular dos CDCA da mesma série. ”.

¹⁹⁸ “Art. 30. A identificação dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA poderá ser feita em documento à parte, do qual conste a assinatura dos representantes legais do emitente, fazendo-se menção a essa circunstância no certificado ou nos registros da instituição responsável pela manutenção dos sistemas de escrituração. Parágrafo único. A identificação dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA poderá ser feita pelos correspondentes números de registro no sistema a que se refere o inciso I do § 1º do art. 25 desta Lei. ”.

sobre os direitos substituídos, constituindo-se automaticamente novo penhor sobre os direitos creditórios dados em substituição, não podendo ser sequestrados ou arrestados em decorrência de outras dívidas do emitente do CDCA, conforme estabelece o artigo 32 já referido.

5.3 A Securitização do Agronegócio

De acordo com o artigo 40, da Lei n. 11.076/04, a “securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos: (i) identificação do devedor; (ii) valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado; (iii) identificação dos títulos emitidos; (iv) indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas.”

Nos termos do referido artigo, a operacionalização da Securitização de Recebíveis do Agronegócio procede-se, portanto, por meio da emissão de uma série de títulos de crédito, por meio do Termo de Securitização de Direitos Creditórios emitido por uma Companhia Securitizadora – neste estudo, o VPE previsto para esta espécie de securitização -, no qual se encontram discriminados todos os direitos creditórios que compõem a carteira de créditos-lastro vinculada à emissão do CRA (Certificado de Recebível do Agronegócio) no mercado de capitais, direitos esses relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade.

Tais recebíveis, isto é, direitos creditórios, obviamente, serão oriundos da produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária e poderão estar instrumentalizados e materializados em títulos do agronegócio e, até mesmo, em títulos de crédito comuns, como duplicatas mercantis, por exemplo.

A título de exemplificação de uma operação de Securitização de Recebíveis do Agronegócio, ilustraremos, a seguir, de forma esquematizada, uma operação real, estruturada pela Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A, para a captação de recursos financeiros através da emissão Certificados de Recebíveis do

Agronegócio (CRA) da 34ª série, no valor total de R\$ 12.610.257,50 (doze milhões, seiscentos e dez mil, duzentos e cinquenta e sete reais e cinquenta centavos), com lastro em Direitos Creditórios materializados em 05 Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA's), emitidos pela Agroindustrial Espírito Santo Turvo Ltda. em favor da Securitizadora¹⁹⁹.

Cada uma dos cinco CDCA's possuía valor nominal unitário de R\$ 2.554.943,02 (Dois milhões, quinhentos e cinquenta e quatro mil, novecentos e quarenta e três reais e dois centavos) e estavam vinculados à Direitos Creditórios materializados em Cédulas de Produtor Rural (CPR's) emitidas em favor originadora, as quais foram cedidas fiduciariamente à Companhia Securitizadora para garantir a operação, nos termos dos artigos 33 e 41 da Lei n. 11.076/04. De uma forma esquemática, a operação ocorreu da seguinte forma:

1. A operação teve início com a emissão de 05 CPR's pelo Produtor Rural – no caso, a AGRÍCOLA RIO TURVA LTDA. - em favor da Agroindustrial Espírito Santo Turvo Ltda., com a promessa de entrega de produto agrícola cana-de-açúcar, no vencimento e local, nelas avençados, em quantidade e qualidade nelas expressas. Conforme foi visto, a emissão de CPR's pelo produtor rural em favor de outrem serve à diversas finalidades, dentre elas a obtenção de financiamento à produção²⁰⁰.
2. A Agroindustrial Espírito Santo Turvo Ltda., por sua vez, emitiu 05 CDCA's em favor da Companhia Securitizadora, lastreadas com base nos direitos creditórios oriundos das referidas CPR's, inicialmente emitidas em seu favor.
3. Na sequência, a Companhia Securitizadora emitiu 05 CRA's, cada qual com o valor nominal unitário de R\$ 2.554.943,02 (dois milhões

¹⁹⁹ A estrutura operacional descrita teve por base a Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio da 34ª série, realizada pela ECO SECURITIZADORA DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO S.A., Companhia Securitizadora, constituída nos termos do artigo 38 da Lei n. 11.076/04, cujo objetivo principal é adquirir direitos creditórios do agronegócio e realizar a consequente emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado de capitais. O Termo de Securitização da operação relatada, com todas as demais informações, encontra-se disponível em: <<http://www.ecoagro.agr.br/termos-securitizacao/>>. Acesso em: 20 ago. 2015.

²⁰⁰ A CPR é um título de crédito e, por isso, também é título executivo extrajudicial. Não obstante, também é um valor mobiliário, por quanto admitida a sua negociação nos mercados de bolsa e de balcão, nos termos dos artigos 4º e 19 da Lei n. 8.929/94.

quinhentos e cinquenta e quatro mil reais novecentos e quarenta e três reais e dois centavos), que foram objetos de oferta pública de valores mobiliários e foram adquiridos por investidores do mercado de capitais. Tais CRA's tiveram como lastro as CDCA's emitidos pela originadora (Agroindustrial Espírito Santo Turvo Ltda.), as quais estavam vinculadas à direitos creditórios do agronegócio materializados em CPR's, que foram cedidas fiduciariamente à Companhia Securitizadora.

4. Por fim, recebido os recursos dos investidores, a Securitizadora transferiu à Agroindustrial Espírito Santo Turvo Ltda. o valor correspondente aos CDCA's liquidados.

Outra operação de Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio bem-sucedida e que, portanto, merece ser destacada, foi aquela realizada pela Octante Securitizadora S.A., na ocasião da “14ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio Sênior da Emissora”²⁰¹, por meio da qual foram emitidos 151 CRA's Sênior para distribuição pública, que representaram o valor total de R\$ 45.300.000,00 (quarenta e cinco milhões e trezentos mil reais). O preço de subscrição de cada CRA Sênior emitida correspondeu ao equivalente ao valor nominal unitário de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) de cada um deles. Os CRA's Sênior ofertados tinham como público alvo Investidores Qualificados, nos termos do artigo 109º da Instrução CVM nº 409. Para os fins deste trabalho, a operação ocorreu, essencialmente, da seguinte forma:

1. A Cedente, nesta operação, a CHEMINOVA BRASIL LTDA., empresa de fabricação e comercialização de insumos, cedeu os seus Direitos Creditórios Do Agronegócio, originados em decorrência de operações de compra e venda a prazo realizadas entre a Cedente e os

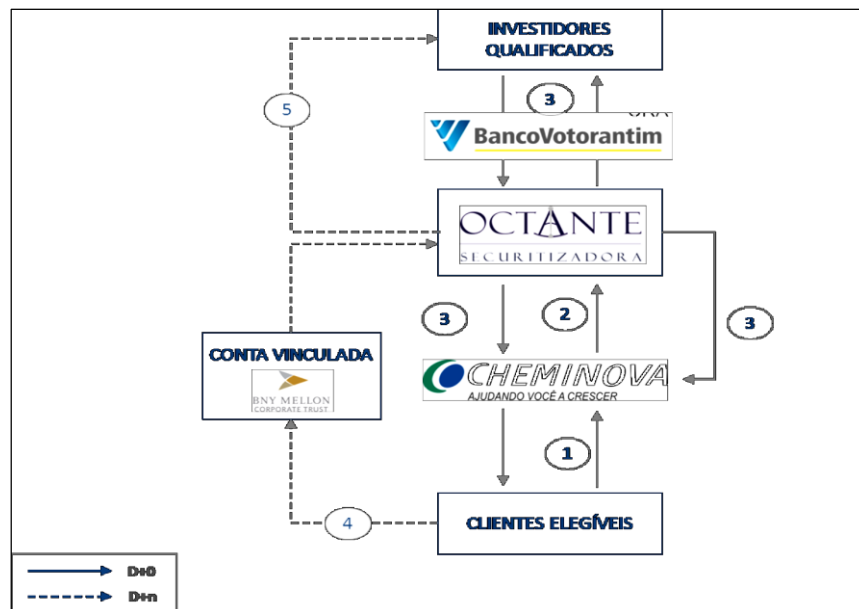
²⁰¹²⁰¹ A estrutura operacional descrita teve por base a Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio da 14ª série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio realizada pela OCTANTE SECURITIZADORA S.A., Companhia Securitizadora, constituída nos termos do artigo 38 da Lei n. 11.076/04, cujo objetivo principal é adquirir direitos creditórios do agronegócio e realizar a consequente emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado de capitais. O Termo de Securitização da operação relatada, com todas as demais informações, encontra-se disponível em: <http://media.wix.com/ugd/f52fdb_0ffd665e2178443899eacba585e6ef1e.pdf>. Acesso em: 20 ago. 2015.

- seus Devedores (Clientes), à Securitizadora, Octante Securitizadora S.A. Foram cedidos 1.256 (mil duzentos e cinquenta e seis) Créditos Do Agronegócio, os quais estavam representados em Duplicatas Mercantis, com aceite, decorrentes de operações de compra e venda a prazo;
2. A transmissão dos recebíveis se deu mediante Contrato de Cessão, por meio do qual foram cedidos, pela Cedente à Securitizadora os Direitos Creditórios do Agronegócio (*true sale*). Houve a notificação da Cessão aos Devedores. Os recebíveis cedidos foram selecionados mediante o atendimento de Critérios de Elegibilidade estabelecidos pela Securitizadora no momento da aquisição;
 3. A Securitizadora emitiu, na data de 18 de dezembro de 2013, 151 CRA Sênior, com lastro nos Créditos do Agronegócio cedidos, cada qual com valor nominal unitário de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), com data de vencimento da amortização no dia 31 de julho de 2015, ressalva as hipóteses de amortização extraordinária e resgate antecipado. Com os recursos captados da distribuição dos CRA Sênior a Securitizadora pagou a Cedente;
 4. Os Créditos do Agronegócio, lastros dos CRA, foram pagos pelos Devedores por meio de boletos de cobrança e/ou depósito em Conta Vinculada, criada especificamente para segregar e receber este fluxo de pagamentos;
 5. A Securitizadora instituiu Regime Fiduciário e constitui Patrimônio Separado sobre os Direitos Creditórios do Agronegócio vinculados ao Termo de Securitização e seus respectivos acessórios; os recursos do Fundo de Reserva (montante destinado a provisão de pagamento de despesas futuras do Patrimônio Separado; a Garantia (garantia fidejussória prestada pela fiadora); o Montante Retido; e os demais valores depositados na Conta Vinculada, nos termos da cláusula sétima do Termo de Securitização, em observância ao preceituado no artigo 39 da Lei n. 11.076/04 e nos termos dos artigos 9º a 16 da Lei n. 9.514/97, com nomeação do respectivo Agente Fiduciário O objeto do regime fiduciário foi destacado do patrimônio da Securitizadora e constitui Patrimônio Separado, destinando-se especificamente ao

pagamento dos CRA e das demais obrigações relativas ao Regime Fiduciário, nos termos do artigo 11 da Lei n. 9.514/97 (tal mecanismo será abordado em tópico específico).

Segue abaixo o fluxograma da estrutura da Securitização de Créditos do Agronegócio por meio dos CRA, disponibilizado pela Companhia Securitizadora no Prospecto Definitivo da Emissão:

Figura 2 – Fluxograma da Securitização de Recebíveis do Agronegócio da Cheminova S.A.



Fonte: OCTANTE SECURITIZADORA S.A. *Prospecto Definitivo de Distribuição Pública da 14ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio*. Disponível em:

<http://media.wix.com/ugd/f52fdb_0ffd665e2178443899eacba585e6ef1e.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2015.

Das estruturas acima demonstradas, pode-se depreender que a operação de securitização de recebíveis do agronegócio segue os mesmos moldes teóricos apresentados neste trabalho, tanto sob o aspecto funcional, permitindo a antecipação de recursos através da mobilização e monetarização de créditos, quanto sob o aspecto estrutural, na medida em que ela apresenta, basicamente, as mesmas etapas, cada qual com as fisionomias jurídicas características a toda e qualquer operação de securitização.

Ou seja, nela também estão presentes: a segregação dos recebíveis, representada pela cessão fiduciária, mediante contrato de cessão de crédito, dos direitos creditórios do agronegócio vinculados à CDCA's ou representados nas CPR's, CDA e WA (item 3.2.1); a constituição de um veículo de propósito específico, qual seja, a Companhia Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio (item 3.2.2); a emissão de valores mobiliário, no caso, o CRA (item 3.2.3). Nos tópicos subsequentes, analisaremos o regime jurídico aplicável à Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócio e, subsequentemente, analisar cada uma das etapas que compõem a sua estrutura, seguindo a mesma sistemática adotada na Capítulo 3 deste estudo.

5.3.1 Regime Jurídico da Securitização de Recebíveis do Agronegócio

Como já ressaltado anteriormente, no tópico 1.5 deste trabalho, dada a inexistência de sistemática legislativa geral sobre o instituto da securitização, é a natureza dos créditos produzidos e cedidos pelo originador que vai determinar a espécie de securitização e, por conseguinte, o regime jurídico que lhe é aplicável na operação concretamente considerada. Em suma, com base no tipo de ativo a lastrear a securitização, é que será determinada a normatização específica, se existir, aplicável.

No que tange à Securitização de Recebíveis do Agronegócio, aplicam-se as Leis n. 11.076/04, n. 11.196/05, 11.311/06 e n. 9.514/97, bem como as Instruções CVM n. 400/03, n. 414/04 e n. 476/09, no que couber, dada as particularidades de cada operação. As Leis n. 11.196/05 e 11.311/06 tratam de aspectos tributários, mais especificamente do Regime Especial de Tributação, o que não constitui o foco do presente trabalho²⁰².

Cumprе ressaltar que, a CVM, em 18 de novembro de 2008, comunicou ao mercado que utilizará, para análise de pedidos de registro de ofertas públicas de

²⁰² A Instrução CVM 400/03, dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e dá outras providências. A Instrução CVM 414/04, apesar de dispor sobre o registro de companhia aberta para companhia securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários –CRI, passou a ser aplicável ao registro de companhias securitizadoras emissoras de CRA e às análises de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de CRA, nos termos do Comunicado divulgado em reunião do Colegiado da CVM, realizada em 18 de novembro de 2008. Neste Comunicado, a CVM entendeu que os comandos da Instrução CVM nº 414, de 2004, são adequados ao CRA e às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, aplicando-se, no que couber, a regulamentação de CRI adaptada às características dos CRA e seus emissores. A instrução CVM 476/09, por sua vez, dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081121-1.html>> Acesso em: 19 ago. 2015.

distribuição de CRA e companhias securitizadoras emissoras de CRA, a regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de CRI's. Dessa forma, a Instrução CVM nº 414/04, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhia securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRI, será aplicada subsidiariamente, naquilo que for aplicável, às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.

5.3.2 Da Cessão e Segregação Dos Direitos Creditórios Do Agronegócio

Os recebíveis passíveis de cessão e de constituição de lastro à emissão de CRA, na Securitização de Direitos Creditórios do Agronegócios, correspondem aos direitos creditórios relacionados ao agronegócio, assim entendidos aqueles originários de negócios realizados entre produtores rurais ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, na melhor interpretação do parágrafo único, do artigo 23, da Lei n. 11.076/04.

Pode-se concluir que todos os títulos aqui tratados, quais sejam, o CDCA, a CPR, a CPR-F, o CDA e o WA, consistem em títulos de créditos vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, de modo que todos, igualmente, são passíveis de serem cedidos para a formação de lastro à Securitização de Recebíveis do Agronegócio.

Não obstante, é importante destacar o recente MEMO/SER/GER-1/Nº45/2013, por meio do qual é possível verificar, em uma estrutura prática submetida à análise da CVM, com base na interpretação das disposições legais, todos os títulos que poderão servir de lastro à emissão de CRA, conforme segue:

“1.1 A Lei 8.929/94 (“Lei 8.929”) instituiu as Cédulas de Produto Rural (“CPR” ou “CPR Físicas”), que são títulos representativos de promessa de entrega de produtos rurais, emitidas por produtor rural e suas associações, inclusive cooperativas, e podendo contar ou não com garantia cedularmente constituída.

1.2 A Lei 8.929 instituiu ainda as Cédulas de Produto Rural com liquidação financeira (“CPR Financeiras”), que são CPR que não preveem a entrega física do produto, apenas a liquidação com o pagamento do valor correspondente à multiplicação da quantidade especificada pelo preço ou índice de preços adotado no título.

1.3 Por sua vez, a Lei nº 11.076/04 (“Lei 11.076”) estabeleceu diversos títulos com vistas ao financiamento da cadeia de agronegócios, entre os quais encontram-se os CRA e os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (“CDCA”).

1.4. Em seu art. 23, a Lei 11.076 instituiu os dois títulos de crédito citados acima, denotando que devem ser vinculados a direitos creditórios originários de negócios relacionados ao agronegócio.

[...]

2.3. Os CDCA que lastreiam os CRA no âmbito da emissão serão vinculados a créditos do agronegócio decorrentes de CPR Físicas e a todos os recebíveis decorrentes de duplicatas e contratos de compra e venda futura de produtos, sobre os quais tenha sido constituída Cessão Fiduciária. ”

Em suma, todo e qualquer título que documentar e estiver referenciado a direitos creditórios do agronegócio pode ser cedido à Companhia Securitizadora para a constituição de lastro à emissão de uma série de Certificado de Recebíveis do Agronegócio, prevista em Termo de Securitização de Direitos Creditórios, conforme o disposto no artigo 40, da Lei n. 11.076/04²⁰³.

5.3.3 Do Veículo de Propósito Específico – A Companhia Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio

Na operacionalização da securitização de créditos derivados do agronegócio, a lei determina, expressamente, que o Veículo de Propósito Exclusivo utilizado para adquirir os recebíveis e emitir títulos e valores mobiliários, deverá, necessariamente, ser constituído sob a forma jurídica de sociedade por ações, ou seja, Sociedade Anônima – Sociedade de Propósito Exclusivo -, nos termos tratados no item 3.2.2.1 supra e do quanto disciplinado pela Lei n. 6.404/76, que dispõe sobre essa modalidade de pessoa jurídica privada.

Assim, segundo a prescrição contida no artigo 36, da Lei n. 11.076/04, as Companhias Securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, e que devem ter como

²⁰³ “Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora [...]”.

objetivo específico a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de Certificados de Recebíveis do Agronegócio no mercado financeiro e de capitais.

Por serem constituídas sob a forma de uma sociedade anônima, a companhia securitizadora deverá seguir os preceitos contidos na Lei n. 6.404/76, devendo o seu capital ser dividido em ações, ordinárias e preferenciais, e a responsabilidade dos acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, conforme o artigo 38, da Lei n. 11.076/04.

A despeito das formalidades de registro ordinárias relativas às sociedades anônimas, no que se refere à necessidade de registro na CVM, é pertinente ressaltar que o registro só será necessário caso a securitizadora opte por realizar a distribuição pública de CRA's, dado que, nessa seara, aplicam-se às disposições da Lei n. 6.385/76, que conferem à CVM a competência para fiscalização de emissões CRA's, classificados como valores mobiliários, segundo o artigo 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/76²⁰⁴.

Neste caso, oferta pública de distribuição de CRA's deve ser precedida de autorização da CVM, a qual só será concedida se preenchidos os requisitos constantes na Instrução CVM 414/03²⁰⁵, aplicável à Securitização dos Direitos Creditórios do Agronegócio em virtude do Comunicado da CVM, de 18 de novembro de 2008 anteriormente mencionado.

Por fim, cumpre ressaltar que, de acordo com o artigo 40 da Lei n. 11.076/04, a Securitização de Recebíveis do Agronegócio pressupõem a celebração de Termo de Securitização de Direitos Creditórios, entre a Companhia Securitizadora e o Agente Fiduciário, consistindo este no documento que efetivamente vincula os Direitos Creditórios do Agronegócio, envolvidos na operação abstratamente considerada, aos CRA.

²⁰⁴ Segundo o artigo 19, da Lei n. 6385/76: “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários. ”. Por outro lado, a Instrução CVM 400/03, exige, no seu art. 2º, que toda a oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primários e secundários, no território brasileiro, deverá ser submetida previamente a registro na CVM, nos termos da referida instrução.

²⁰⁵ Segundo os artigos 1º e 4º da Instrução CVM 414/03: “Art. 1º São regulados pelas disposições da presente Instrução os registros de companhia aberta de companhia securitizadora de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI com a finalidade de assegurar a proteção dos interesses do público investidor e do mercado em geral, através do tratamento a ser dado aos ofertados e dos requisitos de adequada divulgação de informações sobre a oferta, os CRI ofertados, a companhia securitizadora e demais pessoas envolvidas. Art. 4º. A oferta pública de distribuição de CRI só pode ser iniciada após a concessão de registro e estando o registro de companhia aberta da companhia securitizadora atualizado. ”.

Este instrumento, além de descrever os Direitos Creditórios do Agronegócio, delinea detalhadamente as características dos CRA, estabelecendo seu valor, prazo, quantidade, espécies, formas de pagamento, garantias e demais elementos, razão pela qual é documento indispensável à operação²⁰⁶.

5.3.4 Do Título Emitido – Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA)

O CRA, instituído pela Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, é um título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, emitido exclusivamente por companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio²⁰⁷. Por ser ofertado e distribuído publicamente à investidores do mercado de capitais, o CRA configura-se, também, um valor mobiliário, nos termos do inciso IX, do artigo 2º, da Lei n. 6.385/76.

O CRA é necessariamente vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária²⁰⁸ e foi criado com a finalidade de instrumentalizar a captação de investidores institucionais, considerados como tais o Estado, as instituições públicas, as instituições financeiras, as seguradoras, os fundos de investimento e de pensões, e outros que investem no mercado de capitais, que dispõem de vultuosos recursos para investimentos de risco²⁰⁹.

Com relação à sua formalização, o artigo 35 da Lei n. 11.076/04 estabelece que o referido título adotará a forma escritural, conforme disposição do artigo 37, do

²⁰⁶ Cf. Prospecto Definitivo de Distribuição Pública da 26ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio da OCTANTE SECURITIZADORA S.A. Disponível em: <http://clientes.luzsp.com.br/clientes/OCTANTE/26_OCTANTE_DEF.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2015.

²⁰⁷ “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. ”

²⁰⁸ Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081121-1.html>>. Acesso em: 19 ago. 2015.

²⁰⁹ BURANELLO, Renato Macedo; SOUZA, André Ricardo Passos de; PERIN JUNIOR, Ecio (Coord.) *Direito do Agronegócio: Mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 531-552.

mesmo diploma legal, que enuncia que o CRA deverá preencher, em seu corpo, os seguintes requisitos: *(i)* Nome da companhia emitente; *(ii)* número de ordem, local e data de emissão; *(iii)* denominação “Certificado de Recebíveis do Agronegócio”; *(iv)* nome do Titular; *(v)* valor Nominal; *(vi)* data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas; *(vii)* taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida para a capitalização; *(viii)* identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem.

Aplicando as prerrogativas da Instrução CVM n. 414/03, a qual prevê a emissão de CRI sênior e subordinado, o CRA também poderá ser emitido com uma estrutura de subordinação e formatação de um fundo de reserva, sendo:

1. CRA’s seniores: correspondem a um percentual da carteira de recebíveis e são privilegiados ao pagamento de juros e amortização. Por possuírem menor índice de risco, essa classe de CRA tem uma rentabilidade menor em relação ao CRA subordinado.
2. CRA’s subordinados: correspondem a um percentual e são lastreados pela mesma carteira de recebíveis, porém sua liquidação se dá posteriormente à liquidação dos CRA’s seniores. Isto significa que o titular de CRA subordinado somente receberá o pagamento e amortização após o titular do CRA sênior tiver recebido. Em decorrência da maior exposição ao risco, essa classe de CRA tem uma rentabilidade maior em relação ao CRA sênior.

Vale ressaltar, com relação a sua formalização, ser imprescindível que a emissão de CRA’s esteja acompanhada do documento que vincula a sua emissão para Títulos, documento esse denominado “Termo de Securitização de Direitos Creditórios”, previsto no artigo 40, da Lei n. 11.076/04, aplicando-se ao CRA, no que forem cabíveis, as normas de direito cambial.

5.3.5 A Companhia Securitizadora e o Regime Fiduciário

Com a finalidade de vincular à emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, as Companhias Securitizadoras podem instituir o Regime Fiduciário sobre os Direitos Creditórios do Agronegócio envolvidos na operação.

O artigo 39, da Lei n. 11.076/04, estabelece expressamente que “*as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos artigos 9º a 16 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997.*”.

A segregação patrimonial, através da instituição de regimes fiduciários, para fins de proteção dos investidores, é uma das maiores preocupações existentes no âmbito das securitizações.

O principal objetivo do regime fiduciário é fazer com que os créditos que sejam alvo desse regime não se confundam com os da Companhia Securitizadora, de modo que só respondam pelas obrigações inerentes aos títulos (CRA) a ele afetados e que a insolvência da Companhia Securitizadora não afete os patrimônios separados que tenham sido constituídos²¹⁰. Segregados, portanto, do patrimônio comum da securitizadora, ficam os direitos creditórios do agronegócio submetidos ao regime fiduciário em favor dos investidores, titulares dos CRAs, imunes aos efeitos de uma eventual insolvência da securitizadora.

Neste sentido, a segregação patrimonial decorre da necessidade efetiva de segregação de riscos e garantia dos credores, para resguardar o cumprimento do propósito da emissão, realizada com base nos títulos ou créditos que, reunidos, formam o ativo subjacente (lastro) da operação de securitização.

Foi diante dessa necessidade de garantia e segurança dos investidores, que os artigos 9º a 16º, da Lei n. 9.514/97, estabeleceram o regime fiduciário, cuja criação foi justificada na exposição de motivos que acompanhou o projeto da referida lei, no seguinte sentido:

²¹⁰ AVELINO, Luiz Filipi de Cristóvão. *Aspectos jurídicos da securitização no Brasil*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014, p. 73-80. Disponível em: <http://dedalus.usp.br/F/2S7G2R9PSGTMNE3J5N1DCNU7PIKFH59F8QYD2N6X5JM5M7MTLC-18878?func=full-set-set&set_number=051845&set_entry=000001&format=999>. Acesso em: 27 ago. 2015.

“19. Para a maior segurança dos investidores, o presente projeto de lei faculta a utilização do regime fiduciário para os créditos e títulos do mercado secundário. Por esse regime, ao emitir uma série de títulos, a securitizadora atribuirá caráter fiduciário à propriedade sobre os créditos correspondentes. Pela fidúcia, os créditos serão excluídos do patrimônio comum da companhia securitizadora e passarão a constituir um patrimônio separado, com o propósito específico e exclusivo de responder à realização dos direitos dos investidores.
211”

Assim, de acordo com a conveniência e decisão da Companhia Securitizadora, o regime fiduciário sobre os títulos adquiridos poderá ser instituído, mediante declaração unilateral desta, por meio da emissão do Termo de Securitização de Crédito, caso em que os referidos direitos creditórios ficam livres de qualquer ação ou execução pelos credores da Companhia Securitizadora, não sendo passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer dos credores da emissora.

Como dito, o regime fiduciário é instituído mediante declaração unilateral da Companhia Securitizadora, no contexto do Termo de Securitização dos Créditos do Agronegócio, e submeter-se-á, entre outras, às seguintes condições: *(i)* a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; *(ii)* a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão; *(iii)* a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos; *(iv)* a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; *(v)* e, por fim, a forma de liquidação do patrimônio separado ²¹².

Dentro deste cenário, o agente fiduciário é figura imprescindível na instituição do regime fiduciário, podendo ser uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo Banco Central do Brasil, tendo por beneficiários os adquirentes dos

²¹¹ Mensagem do Poder Executivo 670 (E.M. Interministerial nº 32/MPO-MF). Diário da Câmara dos Deputados, 12 de junho de 1997.

²¹² “Art. 10. O regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos, que, além de conter os elementos de que trata o art. 8º, submeter-se-á às seguintes condições: I - a constituição do regime fiduciário sobre os créditos que lastreiem a emissão; II - a constituição de patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão; III - a afetação dos créditos como lastro da emissão da respectiva série de títulos; IV - a nomeação do agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; V - a forma de liquidação do patrimônio separado. Parágrafo único. O Termo de Securitização de Créditos, em que seja instituído o regime fiduciário, será averbado nos Registros de Imóveis em que estejam matriculados os respectivos imóveis. ”.

CRA lastreados nos títulos objeto da fidúcia²¹³. Cabe ao agente fiduciário, ainda, atuar na qualidade de representante dos interesses dos investidores, tendo para si poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários, inclusive o de receber e dar quitação²¹⁴.

Por fim, instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio em separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras, sob pena de responder, com a totalidade do seu patrimônio, pelos prejuízos que causar em função do descumprimento da referida norma e das disposições regulamentares aplicáveis²¹⁵.

5.3.6 Da Cessão Fiduciária

Com relação a possibilidade de cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, o artigo 41 da Lei n. 11.076/04 dispõe o seguinte:

“ Art. 41. É facultada a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, em favor dos adquirentes do CDCA, da LCA e do CRA, nos termos do disposto nos arts. 18 a 20 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. ”

O artigo 18, da Lei n. 9.514/97, por sua vez, enuncia que o contrato de cessão fiduciária em garantia opera a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até a liquidação da dívida garantida, prevendo os elementos indispensáveis ao negócio em questão. O artigo 19, por outro lado, estabelece os direitos, prerrogativas e medidas do

²¹³ “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. ”

²¹⁴ “Art. 13. Ao agente fiduciário são conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários, inclusive os de receber e dar quitação, incumbindo-lhe: I - zelar pela proteção dos direitos e interesses dos beneficiários, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na administração do patrimônio separado; II - adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos beneficiários, bem como à realização dos créditos afetados ao patrimônio separado, caso a companhia securitizadora não o faça; III - exercer, na hipótese de insolvência da companhia securitizadora, a administração do patrimônio separado; IV - promover, na forma em que dispuser o Termo de Securitização de Créditos, a liquidação do patrimônio separado; V- executar os demais encargos que lhe forem atribuídos no Termo de Securitização de Créditos. ”

²¹⁵ “Art. 12. Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras. Parágrafo único. A totalidade do patrimônio da companhia securitizadora responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado. ”

credor fiduciário relacionados com os títulos representativos dos créditos cedidos, contra qualquer detentor²¹⁶.

5.3.7 As formas de emissão do CRA

A emissão de CRA pode ser realizada de forma pública ou privada. Na primeira hipótese, a emissão deverá ser registrada na CVM, dado que neste âmbito esta detém competência para a fiscalização das emissões de CRAs, classificados como valores mobiliários, de acordo com a Lei n. 6.385/76. Já na segunda hipótese, em se tratando de emissão privada, é prescindível a realização de qualquer registro no órgão regulados do mercado de capitais.

Com relação ao ambiente de distribuições públicas e negociações, o CRA pode ser negociado em Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros, como a BM&F Bovespa, ou em mercados de balcão autorizados a funcionar pela CVM.

A configuração de oferta pública ou privada é crucial, haja vista que, se a emissão for pública, o CRA emitido se caracterizara como valor mobiliário, nos termos do artigo 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385/76, submetendo-se, assim, à fiscalização e regulamentação da CVM, juntamente com a Companhia Securitizadora²¹⁷.

²¹⁶ “Art. 18. O contrato de cessão fiduciária em garantia opera a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até a liquidação da dívida garantida, e conterà, além de outros elementos, os seguintes: I - o total da dívida ou sua estimativa; II - o local, a data e a forma de pagamento; III - a taxa de juros; IV - a identificação dos direitos creditórios objeto da cessão fiduciária.”. “Art. 19. Ao credor fiduciário compete o direito de: I - conservar e recuperar a posse dos títulos representativos dos créditos cedidos, contra qualquer detentor, inclusive o próprio cedente; II - promover a intimação dos devedores que não paguem ao cedente, enquanto durar a cessão fiduciária; III - usar das ações, recursos e execuções, judiciais e extrajudiciais, para receber os créditos cedidos e exercer os demais direitos conferidos ao cedente no contrato de alienação do imóvel; IV - receber diretamente dos devedores os créditos cedidos fiduciariamente. § 1º As importâncias recebidas na forma do inciso IV deste artigo, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, serão creditadas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos, responsabilizando-se o credor fiduciário perante o cedente, como depositário, pelo que receber além do que este lhe devia. § 2º Se as importâncias recebidas, a que se refere o parágrafo anterior, não bastarem para o pagamento integral da dívida e seus encargos, bem como das despesas de cobrança e de administração daqueles créditos, o devedor continuará obrigado a resgatar o saldo remanescente nas condições convencionadas no contrato.”

²¹⁷ “Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. § 1º Excluem-se do regime desta Lei: I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou

Isso porque, nas palavras de Renato Buranello,

enquanto na oferta pública, por envolver distribuição ao público e, por conseguinte, destinatários indeterminados, impera a norma estipulada pela CVM, designada “esforços de venda”, e a intervenção da CVM faz-se imprescindível, de forma a assegurar a proteção do investidor adquirente dos CRA, na oferta privada, que é negociada com um grupo reduzido de investidores, devidamente individualizados e de prévio conhecimento da securitizadora, não se configura qualquer esforço de venda para a efetivação da negociação. Esses investidores, por terem prévia relação com o ofertante, (...) já possuem informações o suficiente sobre a Companhia Securitizadora e o CRA ofertado, dispensando a proteção por parte da CVM em razão de que a exigência do registro de oferta pública visa justamente disponibilizar informações sobre a Companhia Securitizadora e sobre o CRA ofertado no mercado.²¹⁸

Em sendo pública, a oferta deverá, via de regra, ser registrada previamente na CVM, nos termos do artigo 2º da Instrução CVM 400/2003, que analisará as condições e verificará o preenchimento dos requisitos mínimos de informação divulgados na oferta, resguardando os interesses do público investidor e garantindo a vossa decisão consciente²¹⁹.

Todavia, nos termos do artigo 1º, inciso V, da Instrução CVM 476/09²²⁰, a oferta pública de CRA pode ocorrer sob o regime de esforços restritos, que são aquelas ofertas destinadas a investidores considerados “qualificados”, que são aqueles elencados no artigo 109, da Instrução CVM 409/04, dentro os quais, as instituições financeiras, as companhias seguradoras e as pessoas físicas e jurídicas que possua investimentos

municipal; II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. § 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas. § 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo: I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima; II - exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado; III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; IV - estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões. § 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários. ”

²¹⁸ BURANELLO; SOUZA; PERIN JÚNIOR, op. cit., p. 546-547.

²¹⁹ “Art. 2º. Toda oferta pública de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário, no território brasileiro, dirigida a pessoas naturais, jurídicas, fundo ou universalidade de direitos, residentes, domiciliados ou constituídos no Brasil, deverá ser submetida previamente a registro na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, nos termos desta Instrução. ”

²²⁰ “Art. 1º. Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos. §1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de: (...) V - certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio; (...)”.

financeiros de mais R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado²²¹.

Por fim, cumpre reiterar que, em virtude da carência de normas relativas à análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de CRA e Companhias Securitizadoras emissoras de CRA, a CVM, em reunião colegiada realizada em 18 de novembro de 2008, comunicou ao mercado que utilizará, para análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de certificado de recebíveis do agronegócio – CRA e Companhias Securitizadoras emissoras de CRA, a regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de certificados de recebíveis imobiliários – CRI, qual seja, a Instrução CVM nº 414/04, por entender que possuem natureza jurídica semelhante à do CRA, embora sejam vinculados ao financiamento de atividades distintas²²².

Dessa forma, os comandos constantes na Instrução CVM 414/04²²³, que visam assegurar a proteção dos investidores e do mercado em geral, por meio de regras sobre o tratamento relativos aos investidores e de requisitos de adequada divulgação de informações sobre oferta, os valores mobiliários, os emissores, e as demais pessoas envolvidas na operação de securitização, se estendem também ao CRA e às Companhias Securitizadoras de Recebíveis do Agronegócio, naquilo que for cabível e em conjunto com as disposições contidas na Instrução CVM 400/03²²⁴, que enuncia regras sobre ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primários e secundários.

²²¹ “Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados: 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.”

²²² Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2008/20081121-1.html>> . Acesso em: 25 ago. 2015.

²²³ A Instrução CVM 414/04 dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

²²⁴ A Instrução CVM 400/03 dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988.

5.4 Considerações Finais sobre a Securitização de Recebíveis do Agronegócio

Conforme já salientado no decorrer deste estudo, a securitização é um poderoso instrumento de mobilização de riquezas que, além de possibilitar a dispersão do risco de crédito, concentrado inicialmente no originador, perante os investidores do mercado de capitais, possibilita também a desintermediação financeira, viabilizando uma alternativa de financiamento fora do mercado de crédito protagonizado pelos bancos.

De acordo com Uinie Caminha e em consonância com o que defendido neste trabalho, é possível dizer-se que, mesmo antes da edição da legislação específica sobre os títulos do agronegócio já seria possível lastrear a emissão de títulos, como debentures ou cotas de fundo com ativos desta natureza²²⁵. Todavia, é inegável que a Lei n. 11.076/04 lançou as bases para uma eventual dinamização do mercado de capitais e, especificamente, do mercado de securitização voltado ao setor do agronegócio.

Nesse sentido, a regulamentação da específica da Securitização de Recebíveis do Agronegócio, pela Lei n. 11.076/04, veio justamente de encontro com o propósito de possibilitar a utilização dessa fonte alternativa de financiamento, via acesso ao mercado de capitais, pelos agentes econômicos do setor do agronegócio, tanto os produtores rurais quanto as cooperativas.

Com o mesmo propósito, a referida legislação, além do propósito evidente de incentivar o acesso ao mercado de capitais pelos agentes econômicos do setor agropecuário, ao instituir e disciplinar mecanismos de garantia, como o regime fiduciário e a cessão fiduciária em garantia, também visou estimular o direcionamento do volume de investimentos à este importantíssimo setor econômico do País, o agronegócio, que, muito embora a tempos vem sendo explorado, ainda conta com um nível abaixo do esperado de investimento privado, em comparação à outros setores da economia.

A legislação está correspondendo às expectativas e vem atingindo os seus objetivos. Com efeito, o mercado de Securitização de Recebíveis do Agronegócio tem adquirido notoriedade nos últimos anos, tanto pelo ritmo de crescimento que vem apresentando quanto pela versatilidade e variedade que tem demonstrado em relação às operações de CRA estruturadas.

²²⁵ CAMINHA, op. cit., p.160.

Os títulos específicos criados para o setor agropecuários já vêm apresentando resultados, sendo que já foram utilizados em diversas emissões, tais como as aqui retratadas, de modo que estão cumprindo com a função para a qual foram criados. De 2009 a 2014 já foram realizadas 48 operações de securitização de recebíveis do agronegócio, cujas emissões mobilizaram o montante de aproximadamente R\$ 4,26 bilhões de reais²²⁶.

Isto confirma o cumprimento da função desempenhada pelos títulos do agronegócio que, lastreados em direitos creditórios do agronegócio, servem como mecanismos atrativos de recursos privados, cuja criação veio com o propósito de ampliar o rol de instrumentos financeiros empregados no fomento da atividade agropecuária, ramo cujas fontes tradicionais de financiamento provêm de recursos do Governo e dos financiamentos bancários.

A securitização de recebíveis, enquanto instrumento financeiro apto a orquestrar a desintermediação financeira e, por conseguinte, possibilitar o acesso ao mercado de capitais pelos agentes econômicos do agronegócio, vem alterando o panorama tradicional do sistema de financiamento do setor do agronegócio, de tal maneira que, uma vez adequada às tendências do mercado e às necessidades dos agentes econômicos e investidores que nele atuam, tender-se-á a tornar-se, dentro de um futuro próximo, um mecanismo indispensável ao desenvolvimento da atividade agropecuária.

Embora a dimensão atual do mercado de CRA ainda se encontre inferior em relação aos outros mercados em que a securitização é desenvolvida como, por exemplo, o imobiliário, o desenvolvimento deste segmento se afigura promissor, abrindo passagem para um caminho longo, que muito se tem a percorrer.

A crítica final que se faz é com relação a ausência de regulamentação específica da CVM sobre a securitização de recebíveis do agronegócio. Desde a sua instituição, a autarquia ainda não editou nenhuma instrução normativa destinada especificamente a esta espécie de securitização, que, na prática, segue a disciplina regulamentar da securitização imobiliária, prevista na Instrução nº 414/04, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI. O mercado de securitização de recebíveis do agronegócio está, portanto, sujeito a

²²⁶ Dados disponíveis no Anuário de Finanças Estruturadas de 2015 da Uqbar. Disponível em: <<http://www.uqbar.com.br/institucional/oque/anuarios.jsp>>. Acesso em: 27 ago. 2015.

uma norma especificamente direcionada ao mercado imobiliário, o que, por óbvio, produz distorções e inadequações inevitáveis em virtude da diferença cabal existente entre os segmentos.

CONCLUSÃO

O estudo foi sistematizado para permitir a melhor e mais profunda compreensão do tema, o qual é complexo por natureza. Para concluir o escopo deste trabalho, foi realizado, inicialmente, um estudo abrangente e detalhado dos principais aspectos relativos à securitização de recebíveis.

Na primeira etapa deste trabalho, foi procedida uma análise panorâmica do instituto da securitização, onde foram abordados a origem histórica, etimológica, o conceito, o mecanismo, as funções e, por fim, a disciplina legal da operação na atual sistemática jurídica brasileira.

Foi evidenciado que a securitização de recebíveis é uma inovação financeira recente, surgida nos EUA na década de 70 e introduzida no Brasil na década de 80, cuja função é permitir a captação de recursos mediante a antecipação do recebimento de créditos vincendos, sem a intermediação de instituições financeiras.

Sucessivamente, foi demonstrado que a securitização se trata de uma operação multi-faseada iniciada por uma cessão de créditos ou ativos pela originadora dos mesmos, seguida pela subsequente emissão de títulos pelos veículos de propósitos específicos, os quais são colocados à venda no mercado de capitais, a fim de financiar a transmissão de créditos e a operação financeira em geral.

Assim, a securitização, cuja origem etimológica decorre do termo inglês “*securities*”, pode ser entendida como um processo de conversão de ativos, consubstanciados em direitos creditórios ou recebíveis, em títulos ou valores mobiliários dotados de liquidez, capazes de mobilizar o crédito e pulverizar os riscos perante o mercado de capitais. Em linhas gerais, é um instrumento de financiamento que permite a reunião e a conversão de direitos creditórios geradores de fluxos de caixa em títulos ou valores mobiliários que serão absorvidos por investidores, atingindo, assim, o objetivo final do financiamento da empresa originadora.

Por permitir a “transformação” de direitos creditórios originados de relações jurídicas de diversas naturezas em valores mobiliários (financeira, comercial, imobiliária, agrária, dentre outras), a securitização estabelece uma ponte entre os diversos segmentos econômicos existentes e o mercado de capitais, o que tende a torná-la, no futuro, tão importante para a economia como são hoje os mercados organizados.

Na segunda parte do trabalho, foi esclarecido que a securitização, além de consistir num instrumento financeiro que possibilita o acesso ao mercado de capitais,

também pode ser encarada como o resultado de um processo econômico de desintermediação, que consiste no acesso ao mercado de capitais como alternativa de financiamento e investimento, em substituição às outras opções ligadas ao mercado financeiro tradicional, de modo que pode-se afirmar que a securitização é, atualmente, o motor e o resultado da evolução do mercado, na medida em que estabelece a ponte entre os mercados de capital e o mercado financeiro tradicional.

Assim, através da desintermediação financeira via mercado de capitais, foi demonstrado que a securitização possibilita a antecipação do recebimento de recursos às empresas originadoras, os quais poderão ser utilizados na realização de empreendimentos e, principalmente, na reestruturação do passivo, solucionando problemas de dificuldades financeiras, os quais poderiam culminar na situação de insolvabilidade.

Para os investidores, a securitização também oferece vantagens interessantes, proporcionando remunerações atrativas, com riscos de crédito, geralmente, muito inferiores ao retorno absorvido. Como se não bastasse, ela permite aos investidores a diversificações de suas aplicações, evitando a sua concentração em apenas uma única fonte de remuneração.

Além disso, foi ponderado que, apesar do crescimento da desintermediação financeira, as instituições financeiras bancárias, muito embora tenham perdido parcela de sua participação no mercado de crédito, ainda conservam atribuições relevantes no mercado desintermediado, na medida em que se adaptaram ao exercício de funções auxiliares ao mercado de capitais, inclusive dentro do âmbito da própria securitização.

No que tange à estrutura jurídica da operação, foram perquiridos todos os aspectos e elementos básicos que compõem a securitização, verificando-se a reunião de negócios jurídicos distintos, que dentro da operação estão intrinsecamente ligados pelo fim comum de viabilizar a operação como um todo, muito embora, do ponto de vista jurídico, possuem autonomia e existência independente. Conforme foi observado, apesar de não haver uma estrutura única legalmente prevista e de existir uma enorme flexibilidade da sua utilização, a securitização é, geralmente, composta dos seguintes negócios jurídicos: *(i)* a segregação dos recebíveis por meio da cessão de créditos; *(ii)* a constituição de um veículo de propósito específico; *(iii)* a emissão de títulos ou valores mobiliários; e *(iv)* a classificação do risco da emissão. Cada um dos negócios e atos jurídicos que compõem a estrutura jurídica básica de uma operação de securitização foi pormenorizadamente estudado, segundo a sequência lógica de cada uma das referidas fases.

Após da análise detalhada da sua estrutura jurídica, foi investigada a sua natureza jurídica da securitização. Com base nas suas funções econômicas e na identidade jurídica adquirida, chegou-se à conclusão de que a securitização, apesar de ser formada por uma multiplicidade de instrumentos jurídicos diferentes e independentes, previstos no Direito brasileiro, ela, na verdade, assume a fisionomia de um negócio jurídico autônomo e distinto, apesar de atípico.

Levando em consideração a sua estrutural jurídica múltipla e complexa, a securitização foi cotejada com as tradicionais classificações consolidadas na doutrina jurídica. Neste sentido, foi analisada a possibilidade do seu enquadramento como negócio jurídico misto, coligado e indireto.

Todas as categorias analisadas apresentaram, em maior ou menor medida, características que sugerissem a classificação da operação de securitização numa de suas respectivas espécies. Todavia, a figura encontrada na doutrina que, à luz do presente trabalho, melhor retrata a natureza jurídica do instituto e que, de certo modo, melhor se adequa suas características é a do negócio jurídico indireto fiduciário, defendida por Tullio Ascarelli.

Assim, de acordo com os aspectos classificatórios abordados, chegou-se à conclusão de que a securitização de recebíveis pode ser enquadrada como um negócio jurídico único, atípico, indireto, fiduciário, plurilateral, *inter vivos* e oneroso.

Por último, tratou-se da Securitização de Recebíveis do Agronegócio, uma das modalidades de securitização, instituída e disciplinada pela Lei n. 11.076/04, cujo propósito de criação foi o de conferir um estímulo para que os próprios agentes de mercado lancem opções de produtos agropecuários, contribuindo para o desenvolvimento do mercado de capitais com referência em produtos do agronegócio, com nítidos benefícios para ambas as partes, em especial para o auto-financiamento do setor no médio e longo prazos.

Juntamente com a Securitização de Recebíveis do Agronegócio, os títulos do agronegócio se apresentam como fortes instrumentos de captação de recursos no mercado de capitais, constituindo, de tal maneira, relevante fonte de financiamento do setor do agronegócio. O CRA, bem como os demais títulos criados, apresenta-se como modalidades de investimento principalmente para os investidores institucionais – isto é, aqueles considerados qualificados -, os quais têm sido os protagonistas do crescimento do mercado de CRA, que, durante seis anos consecutivos (de 2009 a 2014), vem

apresentando crescimento ininterrupto²²⁷, o que revela a Securitização de Recebíveis do Agronegócio como um instrumento extremamente relevante e promissor ao setor do agronegócio, à economia nacional e a toda sociedade.

À luz do crescimento e da sofisticação incessante que o mercado de Securitização de Recebíveis do Agronegócio vem demonstrando, pondera-se acerca da necessidade de uma regulamentação específica pela CVM, disciplinando as ofertas públicas de CRA e os registros de Companhia Securitizadoras, matérias que, atualmente, estão relegadas à disciplina da Instrução CVM nº 414/04, que dispõem sobre ofertas públicas de CRI e registro de Companhias Securitizadoras de Recebíveis Imobiliários.

Tal condição impõem obstáculo a continuidade do desenvolvimento do mercado de securitização de direitos do agronegócio, haja vista que as variáveis que ditam o desempenho de financiamentos neste setor são diferentes daquelas aplicáveis ao setor imobiliário. Assim, a ausência de norma própria e uso emprestado de norma de outro setor tendem a limitar o desenvolvimento do mercado de CRA.

Nesta medida, a partir do aprimoramento do arcabouço regulatório específico dos CRA, disciplinando as ofertas públicas de distribuição e o registro das Companhias Securitizadoras, fomentar-se-á, ainda mais, o financiamento do agronegócio por meio do mercado de capitais.

²²⁷ Conforme a pesquisa desenvolvida pela Uqbar, no Anuário de Financiamento Estruturado de 2015, em 2014, foram o montante de CRA emitido atingiu o valor total de R\$ 2,40 bilhões, indicando que o montante consolidado de emissões de CRA quase duplicou no período de um ano. Em 2013, foram emitidos títulos na quantia de R\$ 1,23 bilhões, de onde se depreende crescimento no último ano, 2014, de 96%. Comparado a 2012, em que a cifra de CRA emitidos foi de R\$ 283,1 milhões, o indicador de 2014 representou um crescimento de 8 vezes em apenas dois anos.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS:

AMARAL, Francisco. *Direito Civil: introdução*. 4. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2002

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

ASCARELLI, Túlio. *Negócio jurídico indirecto*. Lisboa: Jornal do Fôro, 1965.

_____. *Problemas das Sociedades Anônimas e Direito Comparado*. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 1969.

_____. *Teoria geral dos títulos de crédito*. 2ª edição. São Paulo: Saraiva, 1969.

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE MERCADO DE CAPITAIS (ABAMEC).

Disponível em: <<http://www.abamec.com.br>>. Acesso em: 25 ago. 2015.

AVELINO, Luiz Filipi de Cristofaro. *Aspectos jurídicos da securitização no Brasil*. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito,

Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em:

<<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11022015-140625/>>. Acesso em: 25 ago. 2015.

AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Contratos Inominados ou atípicos*. 2. Ed. Belém: CEJUP, 1984.

AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico. Existência, validade e eficácia*. São Paulo: Saraiva, 2010.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Consultas ao Banco Central do Brasil*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>. Acesso em: 25 ago. 2015.

BARON, Neil. The role of rating agencies in the securitization process. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 1996.

BARROS, Wellington Pacheco. *Estudos Avançados sobre a Cédula de Produtor Rural – CPR*. Disponível em:

<http://www.wellingtonbarros.adv.br/ESTUDOS_AVANCADOS_SOBRE_CPR.pdf>. Acesso em: 19 ago. 2015.

BELLOTO, Alessandra. Mercado dobra de tamanho. *Gazeta Mercantil*, São Paulo, [s.p.], 6 de abril de 2004.

BETTI, Emílio. *Teoria geral do negócio jurídico*. Campinas: Servanda, 2008.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Da fidúcia à securitização: as garantias dos negócios empresariais e o afastamento da jurisdição*. São Paulo: Revista da Escola Paulista de Magistratura, 1993.

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

BORGES, Luís Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 10, p. 257-267, out/dez. 2000.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 25 ago. 2015.

_____. Confederação Nacional da Indústria. *Financiamento no Brasil: desafio ao crescimento*. Brasília, 2003. Disponível em: <http://arquivos.portaldaindustria.com.br/app/conteudo_24/2012/09/06/278/20121128110500340562i.pdf>. Acesso em: 24 maio 2015.

_____. *Instrução CVM N° 356, de 17 de Dezembro de 2001*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst356.html>>. Acesso em: 27 jul. 2015.

_____. *Instrução CVM N° 400, de 29 de Dezembro de 2003, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM n° 429/06, 442/06, 472/08, 482/10, 488/10, 507/11, 525/12, 528/12, 531/13, 533/13, 546/14, 548/14 e 551/14*. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/inst/inst400.html>>. Acesso em: 27 ago. 2015.

_____. *Instrução CVM N° 414, de 30 de Dezembro de 2004, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM n° 443/06, 446/06 e 480/09*. Disponível em: <http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&frm=1&source=web&cd=1&sqi=2&ved=0CB0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cvm.gov.br%2Fasp%2Fcvmmww%2FAtos%2FAtos%2Finst%2Finst414consolid.doc&ei=qYDGVJ-4IriUsQSy-IDYDw&usg=AFQjCNFsebFdHIMaK9W7mNY9J1_nVLDpUQ&sig2=E0w9K7q6cIWgVQQ3Z4_SpA>. Acesso em: 26 jan. 2015.

_____. *Instrução CVM N° 476, de 16 de Janeiro de 2009, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM n° 482/10, 488/10, 500/11 e 551/14*. Disponível em: <[file:///C:/Users/RodolfoIsp/Downloads/inst476consolid%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/RodolfoIsp/Downloads/inst476consolid%20(1).pdf)>. Acesso em: 27 ago. 2015.

_____. *Lei n° 11.076, de 30 de dezembro de 2004*. Legislação Federal. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/L11076.htm>. Acesso em: 26 jan. 2015.

_____. *Lei n° 9.138, de 29 de novembro de 1995, que dispõe sobre o crédito rural e dá outras providências*. Legislação Federal. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9138.htm>. Acesso em: 26 jan. 2015.

_____. *Lei n° 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa móvel e dá outras providências*. Legislação Federal. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm>. Acesso em: 26 jan. 2015.

_____. *Resolução CMN n° 2.907, de 29 de Novembro de 2001*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2001&numero=2907>>. Acesso em: 27 ago. 2015.

BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

_____. *Sistema privado de financiamento do Agronegócio: regime jurídico*. 2. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____; SOUZA, André Ricardo Passos de; PERIN JUNIOR, Ecio (Coord.) *Direito do Agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2007

CAMPOS, Diogo Leite; PINTO, Cláudia Saavedra. *Créditos Futuros, Titularização e Regime Fiscal*. Coimbra: Almedina, 2007.

CANÇADO, Thaís Romano; GARCIA, Fabio Gallo. *Securitização no Brasil – Monografia de Conclusão de Curso de MBA*. São Paulo: Atlas, 2007.

CARVALHO, Fernando Cardim. *Economia Monetária e Financeira*. 4. ed. Rio de Janeiro: Campos, 2000.

CARVALHO, Mário Tavernard Martins de. *Regime Jurídico dos Fundos de Investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

CASTRO, Paulo Rabello de. *Regulação das agências de rating*. p. 4-5. Disponível em: <<http://www.srrating.com.br>>. Acesso em: 20 dez. 2004.

CHALHUB, Melhin Namen. *Negócio Fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

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

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

_____. *Títulos do Agronegócio*. In: BURANELLO, Renato Macedo; SOUZA, André Ricardo Passos de; PERIN JUNIOR, Ecio (Coord.) *Direito do Agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 366-380.

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

EIZIRIK, Nelson. Os valores mobiliários na nova lei das S/A. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 124, p. 72-79, out./dez. 2001.

FERREIRA, Waldemar M. *Tratado das debêntures*. São Paulo: Freitas Bastos, 1944.

GAGGINI, Fernando Schwaz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Universitaria de Direito, 2003.

GOMES, Orlado. *Contratos*. 26. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2008.

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

GONÇALVES, Carlos Roberto. *Direito Civil brasileiro*. 8. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. v. 1.

- GREENBAUM, Stuart L.; THANKOR, Anjan V. *Contemporary financial intermediation*. Orlando: Dryden Press, 1995.
- HOUAISS, Antônio et al. *Dicionário Houaiss da língua portuguesa*. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.
- KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 1996.
- KOTHARI, Vinod. *Securitization: the financial instrument of the new millennium*. Calcutta: Academy of Financial Services, 1999.
- LARENZ, Karl. *Derecho civil: parte general*. Trad. Esp. Caracas: Edersa, 1978.
- LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. São Paulo. Tese de Mestrado apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.
- MAMEDE, Gladson. *Direito empresarial brasileiro: títulos de crédito*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2009. v. 3.
- MARTINS, Fran. *Contratos e obrigações comerciais*. Rio de Janeiro: Forense, 1990.
- MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização: um novo instrumento financeiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 112, p. 52, out./dez., 1998.
- MELLO, Maria Chaves de. *Dicionário jurídico: português-íngles/íngles-português*. 7. ed. Rio de Janeiro: Elfos, 1998.
- MENDONÇA, José Xavier Carvalho de. *Tratado de Direito Comercial Brasileiro*. 4. ed. São Paulo: Freitas Bastos, 1947.
- MENDES, Hélio Rubens de Oliveira. *Securitização de créditos e a Lei n. 11.101/05*. Dissertação (Doutorado em Direito Comercial) - Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: <http://dedalus.usp.br/F/P6CJVVPFV5GCIRCNU7YY1NKLS2KXHJ5ESAUF9RFN14GIVE14E2-11444?func=full-set-set&set_number=056721&set_entry=000002&format=999>. Acesso em: 27 ago. 2015.
- MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil*. São Paulo: Saraiva, v. 4. 2011.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.
- NAJJARIAN, Ilene Patricia de Noronha. *Securitização de recebíveis mercantis*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- OCTANTE SECURITIZADORA S. A. *Prospecto Definitivo de Distribuição Pública da 14ª Série da 1ª Emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio*. Disponível em: <http://media.wix.com/ugd/f52fdb_0ffd665e2178443899eacba585e6ef1e.pdf>. Acesso em: 25 ago. 2015.
- ODITAH, Fidelis. Selected issues in securitization. In: *The future for the global securities Market: legal and regulatory aspects*. Oxford: Clarendon Press, 1996.

PENTEADO JUNIOR, Cássio Martins C. Desintermediação na oferta do crédito e o sistema financeiro. *Revista de Direito Mercantil*, n. 106, 1997.

_____. A securitização de recebíveis de créditos gerado em operações dos bancos: a resolução nº 2493 e sua perspectiva jurídica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, XXXVI, v. 111, p. 120 e ss. jul./set. 1998.

PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil: teoria das obrigações*. 20. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004. v. 2.

RANIERI, Lewis. The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Coord.). *A primer on securitization*. Cambridge: MIT Press, 1996.

ROCHA, Ricardo Humberto. *Mesbla trust de recebíveis de cartão de crédito S.A.* São Paulo: Insper. Publicação, 2009.

ROSENTHAL, James; OCAMPO, Juan. *Securitization of credit: inside the new technology of finance*. New York: Wiley, 1988.

RUBINO, Domenico. *Il negozio jurídico indiretto*. Milano: Giuffrè, 1937.

TOLEDO, Cristiane Samuel de. *A importância do mercado de ações para o crescimento econômico do Brasil*. 62 p. 2006. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Economia) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2006.

TROVO, Beatriz Villas Boas Pimentel. *Captação de recursos por empresas em recuperação judicial e fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC)*. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) apresentada à Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em: <http://dedalus.usp.br/F/P6CJVVPFV5GCIRCNU7YY1NKLS2KXHJ5ESAUF9RFN14GIVE14E2-23276?func=full-set-set&set_number=056827&set_entry=000004&format=999>. Acesso em: 27 ago. 2015.

VENOSA, Sílvio de Salvo. *Direito civil*. 13. ed. São Paulo: Atlas, 2003

VIDIGAL, Geraldo de Camargo. *Teoria general del derecho economico*. Bogotá: Excelsior, 1986.

WALD, Arnoldo. O banco como catalizador de negócios. In: *Estudos e pareceres de direito comercial*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1979.

YAZBEK, Otávio. *Regulação do Mercado Financeiro e de Capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2007.