

RAPHAEL BERNARDES DA SILVEIRA

**ANÁLISE DA REGULAMENTAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE
CRÉDITOS**

CURITIBA

2011

RAPHAEL BERNARDES DA SILVEIRA

**ANÁLISE DA REGULAMENTAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE
CRÉDITOS**

Monografia apresentada ao Departamento de Contabilidade, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, como requisito para obtenção do título de especialista em Contabilidade e Finanças.

Orientador Professor Moisés Prates Silveira.

**CURITIBA
2011**

SUMÁRIO

RESUMO	iv
1. INTRODUÇÃO	05
2. REGULAMENTAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS	12
2.1 CONCEITO / DEFINIÇÃO QUANTO AO INSTITUTO DA SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS	12
2.1.1 Histórico e Evolução da Securitização de Créditos	21
2.1.2 A Securitização de Créditos no Mundo	23
2.1.3 A Securitização de Créditos no Brasil	24
2.2 NATUREZA DA ATIVIDADE DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS	26
2.2.1 Métodos de Securitização de Créditos – Atividades	27
2.2.2 Legislação Especial e Geral Aplicável à Securitização de Créditos	33
2.2.3 Inaplicabilidade das Normas do Sistema Financeiro Nacional	36
2.3 FORMAS DE ORGANIZAÇÃO – VEÍCULOS UTILIZADOS NO EXERCÍCIO DA ATIVIDADE DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS	38
2.3.1 Fundo de Investimento em Direito Creditório – FIDC	40
2.3.2 Pessoas Jurídicas	47
2.3.2.1 Sociedade anônima	48
2.3.2.2 Outras formas de sociedade	50
2.4 AGENTES ENVOLVIDOS NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS	51
2.4.1 Fundo de Investimento em Direito Creditório – FIDC	51
2.4.2 Pessoas Jurídicas	53
2.5 SECURITIZAÇÃO E ORIGEM OU NATUREZA DOS CRÉDITOS – NATUREZA DA RELAÇÃO ORIGINÁRIA	55
2.6 INSTRUMENTOS DE REPRESENTAÇÃO / CORPORIFICAÇÃO DO CRÉDITO – TÍTULOS DE CRÉDITO	56
2.7 TRATAMENTO CONTÁBIL E FISCAL	58
2.7.1 Tratamento Contábil do Cedente (Originador)	58
2.7.2 Tratamento Contábil do Veículo de Securitização	60
2.7.2.1 Identificação dos Elementos Vinculados à Contabilidade	62
2.7.2.2 O Problema do Regime Jurídico Tributário na Atividade de Securitização de Créditos Através de Pessoa Jurídica	64
3 CONCLUSÃO	73
BIBLIOGRAFIA	75

RESUMO

Trata-se de pesquisa cujo objeto a ser analisado é a securitização de créditos e a regulamentação das suas operações, passando pela análise do instituto perante o contexto estrangeiro e interno, desde a evolução histórica do mesmo e a efetividade no Brasil. As características, os agentes envolvidos, as etapas de estruturação e desenvolvimento são analisadas especialmente quanto à regulamentação aplicável. A análise etimológica do termo securitização de créditos é feita preliminarmente à análise da natureza jurídica das operações, assim como os veículos que suportam a operacionalização da atividade econômica, sendo essencial a verificação da situação contábil dispensada pelos agentes diretamente envolvidos na operação. Também foram abordadas as divergências sobre a questão tributária das companhias securitizadoras são expostas, apresentando os motivos e fundamentos que levam a esse embate, bem como, as normas que estão vigentes e que permitem ao leitor fazer suas próprias conclusões quanto à segurança jurídica.

1. INTRODUÇÃO

A ideia de aprofundar o estudo da regulamentação das operações de securitização de créditos surgiu em decorrência do vislumbrado crescimento na busca por informações a respeito desse instituto por investidores, empreendedores, instituições financeiras, dentre outros interessados no desenvolvimento da atividade econômica.

Tornou-se mais atrativa, referida ideia, quando deparado com a grande quantidade de doutrina internacional que aborda o assunto, conforme pode ser observado no artigo de autoria de Gordon e Souleles (2003, p. 13).

Securitização envolve as seguintes etapas: (i) um patrocinador ou originador de recebíveis não pagos ao SPV remoto, conjunto de recebíveis, e os transfere para o SPV como uma venda; (ii) os fluxos de caixa são fracionados e, títulos lastreados em ativos, os mais altos dos quais são avaliados e emitidos no mercado; o resultado da venda é utilizado para adquirir recebíveis do patrocinador; (iii) o conjunto gira ao longo de um período de tempo quando o principal recebido dos recebíveis subjacentes é utilizado para comprar novos recebíveis; (iv) Há um prazo final de amortização, durante o qual todos os pagamentos recebidos dos créditos são usados para pagar a parcela de montantes de capital.¹

Diante do crescimento das operações no mercado interno e no mercado externo, a necessidade de profissionais aptos a estruturar operações de securitização de créditos também emergiu, juntamente com os poucos trabalhos científicos desenvolvidos sobre esse tema, o que se apresenta como motivo relevante da presente pesquisa.

Ainda que a lei 9.514 tenha sido publicada em 21 de novembro de 1997, a securitização de créditos imobiliários no Brasil somente começou a se desenvolver após 2000, quando a demanda por imóveis começou a crescer, em conjunto ao desenvolvimento econômico nacional e com a oferta de créditos para outras finalidades, como o crédito para o mercado de automóveis e para fomentar o agronegócio.

¹ "Securitization involves the following steps: (i) a sponsor or originator of receivables sets up the bankruptcy remote SPV, pools the receivables, and transfers them to the SPV as a "true sale"; (ii) the cash flows are tranching into asset-backed securities, the most senior of which are rated and issued in the market; the proceeds are used to purchase the receivables from the sponsor; (iii) the pool revolves in that over a period of time the principal received on the underlying receivables is used to purchase new receivables; (iv) there is a final amortization period, during which all payments received from the receivables are used to pay down tranche principal amounts". Gordon e Souleles (2003, p. 13).

O contexto em que a securitização de créditos passou a ser explorada coincide com a crescente necessidade/oferta de crédito para o consumo no mercado interno, seja para a aquisição de imóveis, de automóveis, de equipamentos industriais, ou para matéria prima para a produção agrícola.

Sendo uma ferramenta não muito utilizada até então e vista como uma ferramenta alternativa ao financiamento sem a intermediação dos agentes financeiros, bancos, a securitização de créditos começou a despertar interesse de diversos lados, entre investidores, empreendedores e órgãos reguladores, como a CVM que passou a regular os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC.

Entretanto, passados mais de quinze anos da publicação da lei que disciplinou a securitização de créditos imobiliários, várias questões geram dúvidas e insegurança jurídica quando relacionadas ao assunto, apesar de haver dezenas de sociedade listadas em bolsa com títulos emitidos no mercado e fundos de investimento com cotas negociadas em mercados regulados.

Sendo assim, pesquisar as principais questões quanto à regulamentação da atividade, demonstrou-se atrativa nesse período, mesmo com a constante mutação dos atos reguladores, que vêm se adaptando às necessidades de mercado, e aos poucos formando a base fundamental da atividade de securitização de créditos no Brasil.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

A securitização de créditos seguramente ingressou como um instituto do Direito no Brasil.

A figura jurídica ganhou contornos em meados dos anos 70 (setenta) nos Estados Unidos da América e desde então vem chamando a atenção de empreendedores, investidores e necessariamente dos consumidores e fornecedores de serviços.

Muitas vezes confundida com outras atividades como as atividades de factoring ou bancárias (desconto de duplicatas), a securitização é atividade que promove o estímulo de todas as demais atividades econômicas, substituindo em muitas oportunidades as atividades financeiras intermediárias.

Esse fenômeno foi denominado pela doutrina estrangeira de “desintermediação”, quando o próprio agente busca no mercado, não financeiro, capital para o financiamento das suas atividades, alavancando as perspectivas de lucratividades, conforme pode ser extraído da doutrina de Caminha (2007, p.30/31).

[...] O processo que começou sendo chamado de desintermediação, e hoje conhecido como securitização em sentido amplo, tem início, fazendo com que os bancos, no exercício de suas funções originais, percam o monopólio e o controle da liquidez do mercado.

O fenômeno da desintermediação pode ser analisado como um aspecto isolado, e visto como recurso cada vez mais freqüente ao mercado de capitais, tanto por investidores quanto por poupadores.

A captação desintermediada de capital para financiamento das atividades do ente ocorre perante investidores privados, próximos ao empreendedor ou perante o público, através de valores mobiliários, como debêntures, CRI, CRA, Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC), etc.

Mas a atividade de securitização não tem fim na emissão dos valores mobiliários para a captação, sendo necessária a aquisição e oferecimento de créditos pelo ente (veículo de propósito específico – VPE) como garantia aos valores mobiliários emitidos.

A doutrina estabeleceu entendimentos variados, baseados no experimento da prática, entretanto, diretamente relacionados e direcionados para um mesmo norte, conforme pode ser exemplificado pelo entendimento de Caminha (2007, p.30/31) sobre o conceito de securitização.

A securitização pode significar simplesmente a transformação de ativos ilíquidos em títulos negociáveis; pode também identificar operações de cessão de recebíveis, quer siga tal cessão, ou não, numa emissão de títulos; e ainda como o processo de emissão de títulos de dívida (debêntures ou *commercial papers*, por exemplo), quer tais papeis sejam, ou não, lastreados em ativos subjacentes.

No presente trabalho, o termo securitização tem sido utilizado em dois sentidos; o amplo e estrito. No sentido amplo, a securitização é entendida como a substituição das formas tradicionais de financiamento bancário pelo financiamento através do mercado de capitais. Designa-se com ele a desintermediação financeira.

Em sentido estrito, a securitização é uma operação complexa, que envolve alguma forma de segregação de patrimônio, que pela cessão a uma pessoa jurídica distinta, quer pela segregação interna, e uma emissão de títulos lastreados nesse patrimônio segregado. [...]

A securitização teve seu conceito difundido no meio do tumulto gerado pela crise econômica e financeira do ano de 2008, devido a desvalorização dos imóveis norte americanos que prejudicou diretamente Fundos de Investimentos Imobiliários que possuíam investidores em todo o mundo.

Entretanto, a proximidade da atividade de aquisição de créditos com deságio exercido pela securitização às atividades desenvolvidas pelas sociedades de fomento mercantil, *factoring*, chamou atenção para alguns desses empreendedores, principalmente pela diferença na tributação das duas atividades.

Diante da faculdade de a securitização ser exercida através de um fundo de investimento, entidade não personificada, ou de uma sociedade por ações, o tratamento tributário é distinto para cada opção, sendo ambos menos onerosos que a atividade de *factoring*.

Mas é imprescindível salientar a distinção entre as duas atividades, desde o processo de captação até às formas de aquisição de créditos, diante do conceito fechado e tipificado pela doutrina que proporcionam o delineamento dos institutos. Outro fato que torna relevante o estudo da securitização pela via acadêmica é a imaturidade da legislação vigente sobre o assunto, que dispõe sobre determinadas classes de securitização, como a securitização de créditos imobiliários, financeiros e do agronegócio.

A securitização de créditos imobiliários está regida de forma geral pela Lei nº 9.514/1997, assim como a securitização de créditos do agronegócio está regida pela Lei nº 11.076/2004, sendo a securitização de créditos financeiros regida por resolução do Conselho Monetário Nacional – CMN.

Quanto à forma, quando estruturada a atividade de securitização sobre uma sociedade por ações, a regulação geral será através da Lei nº 6.404/1976 ou submetida ao regime das Instruções CVM, quando estruturadas sobre a forma de Fundos de Investimentos.

A procura crescente por informações sobre o assunto, juntamente com a reduzida doutrina nacional e a falta de uma legislação consolidada sugerem a importância do desenvolvimento de trabalhos científicos sobre securitização de créditos, especialmente quando verificada a diversidade de relações jurídicas que envolvem diversas pessoas.

No que diz respeito à questão de pesquisa, que será observada no decorrer do trabalho e buscar-se-á responder é: qual é a regulamentação das operações de securitização de créditos?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

A exposição do objetivo geral do trabalho científico consiste no estudo mais preciso e completo possível sobre o que é securitização de créditos e a regulamentação das suas operações, seus fundamentos, categorias, formas, peculiaridades, e elementos relacionados ao assunto.

1.2.2 Objetivos Específicos

A apresentação dos objetivos específicos dar-se-á quanto às atividades peculiares à securitização, explicar e conceituar o instituto, analisar a natureza jurídica do instituto e toda a legislação aplicável, expor os tipos de securitização de crédito e das formas que podem ser utilizadas para a execução da atividade, descrever de todos os agentes envolvidos, a participação obrigatória ou facultativa das atividades desenvolvidas pelos agentes, expor a tributação incidente sobre a atividade, bem como apresentar do tratamento contábil que deve ser dispensado à securitização de créditos.

1.3 JUSTIFICATIVA

O que justifica uma pesquisa sobre a regulamentação das operações de securitização de créditos, considerando o crescimento das atividades envolvendo o assunto, é a necessidade da análise da segurança jurídica que envolve diversos agentes como investidores, cedentes, consumidores finais, numa relação complexa.

Cada etapa de uma operação de securitização de créditos pode ser regulada por um diploma diverso do que regulará a outra etapa, como exemplo a legislação que disciplinará a emissão, subscrição e integralização dos valores mobiliários não será a mesma que regulará a transferência dos créditos entre o originador (cedente)

e o veículo utilizado na operação. Entretanto, ambos diplomas estarão regulando a mesma operação, de securitização de créditos.

Sendo assim, levantar as características, agentes, natureza jurídica, dos atos que envolvem uma operação de securitização de créditos, apurando a regulamentação incidente sobre cada um desses atos, e ao final, concluindo pela regulamentação geral das operações, é justificada pela necessidade de segurança jurídica para todos os envolvidos, inclusive o Estado.

1.4 METODOLOGIA

Considerando a natureza teórica do projeto, o método de pesquisa indicado para responder as questões de pesquisa é a pesquisa bibliográfica nacional e internacional, sendo a **pesquisa qualitativa e estudo descritivo**.

Considerando a necessidade de estabelecer um referencial teórico, verifica-se na doutrina nacional obras de Caminha (2007, p. 30/31) e Cançado (2007, p. 05/06), conforme pode ser observado a seguir:

A securitização inicia-se quando um agente (cedente) que possui recebíveis realizáveis no futuro, mas deseja realiza-los no presente, efetua a transferência de seus ativos de dívida para um veículo.

O cedente efetua um contrato de cessão de créditos para transferência desses ativos para o veículo, recebendo os recursos 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.

O veículo efetua a emissão de títulos no mercado primário que serão adquiridos pelos investidores. Tais títulos possuem como lastro os ativos transferidos para o veículo, de forma que todo o fluxo de recursos proveniente desses ativos, seja de amortização de juros, seja de parcela do valor principal dos contratos, é repassado para os investidores, na forma de pagamento de juros ou amortização do valor do investimento.

A doutrina internacional, entretanto, é que teve maior relevância como referencial teórico, contendo vasto material expondo os conceitos, as explicações, e balizamento prático da securitização de crédito, que segundo Prabhakar (1999, p. 03/04):

Securitização é definida como "o processo pelo qual os empréstimos, contas a receber e outros ativos financeiros são agrupados, com seus fluxos de caixa ou valores econômicos redirecionadas para suportar os

pagamentos dos títulos relacionados". Estes títulos vêm sendo referidos como "*asset-backed securities*" (títulos lastreados em ativos) são emitidos e vendidos a investidores, principalmente, a instituições nos mercados público e privado por ou em nome dos emitentes. Os emitentes usam a securitização para financiar as suas actividades. Os ativos financeiros que suportam os pagamentos de títulos lastrados pelos ativos incluem empréstimos hipotecários residenciais e comerciais, bem como uma grande variedade de ativos não hipotecários, como recebíveis comerciais, saldos de cartões de crédito, empréstimos ao consumidor, recebíveis de locação, crédito do mercado automobilístico, e outros recebíveis comerciais e de consumo. Embora estes tipos de ativos são usados em algumas das formas mais comuns de títulos lastrados por ativos, o conceito básico de securitização pode ser aplicada a qualquer ativo que tenha um valor razoavelmente determinável, ou que gera um fluxo previsível futuro razoável de receita. Consequentemente, a securitização tem sido alargada a um conjunto diversificado de ativos menos certos, ou aleatórios, como recebíveis um seguro, obrigações dos transportadores de ferrovias, empréstimos de bancos comerciais, contas a receber da área de saúde, as obrigações dos compradores aos produtores de gás natural, e dos direitos futuros para pagamentos de royalties de entretenimento, entre muitos outros.² (tradução nossa)

Diante do material bibliográfico e dos documentos estudados marcaram-se as referências teóricas que permitiram o desenvolvimento da presente pesquisa, observadas na doutrina e nos documentos pesquisados.

² securitisation is defined as "the process whereby loans, receivables and other financial assets are pooled together, with their cash flows or economic values redirected to support payments and related securities". These securities, come of which as referred to as "asset-backed securities" are issued and sold to investors principally, institutions in the public and private markets by or on behalf of issuers. The issuers use securitisation to finance their business activities. The financial assets that support payments on asset-backed securities include residential and commercial mortgage loans, as well as a wide variety of non mortgage assets such as trade receivable, credit card balances, consumer loans, lease receivable, automobile loans, and other consumer and business receivable. Although these asset type are used in some of the more prevalent forms of asset based securities, the basic concept of securitisation may be applied to any asset that has a reasonably ascertainable value, or that generates a reasonable predictable future stream of revenue. Consequently, securitisation has been extended to a diverse array of less well know assets, such a insurance receivable , obligations of shippers to railways, commercial bank loans, health care receivables, obligations of purchasers to natural gas producers, and future rights to entertainment royalty payments, among many others.

2. REGULAMENTAÇÃO DAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

2.1 CONCEITO – DEFINIÇÃO QUANTO AO INSTITUTO DA SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

Considerando a importância de apresentar uma definição adequada, fundamentada, coerente com a teoria e a prática cotidiana, é inevitável recorrer a todos os métodos interpretativos dos vocábulos que compõe o tema: securitização e créditos.

Ainda que utilizados em diversas oportunidades como um só significado, ou seja, “securitização” como sinônima de “securitização de créditos”, a doutrina permite concluir de maneira diversa, conforme verificado a seguir.

A doutrina entende que como a capitalização, a securitização funciona como forma de “autofinanciamento” de um empreendimento, forma alternativa aos elevados custos das operações proporcionadas pelas instituições financeiras, à atividade bancária, conforme Coelho (2002, p. 112).

A diferença essencial entre a capitalização e a securitização, segundo Coelho (2002, p. 136/137) é que:

[...] naquela, a sociedade anônima emite ações, e o investidor que as subscreve torna-se sócio dela ou, se já o é, aumenta o patrimônio acionário; na outra, são emitidos os demais tipos de valores mobiliários, e o investidor passa a *titularizar*, perante a companhia emissora, alguns direitos variáveis conforme o valor subscrito.

Entretanto, a origem da palavra “securitização” guarda estrita relação com o mercado norte americano, onde a palavra foi utilizada, segundo a doutrina, pela primeira vez numa coluna do *Wall Street Journal*, “*Heard on the Street*” no ano de 1977, onde Ranieri (1996, p. 31) pretendia descrever uma operação de obtenção de capital através de subscrição de valores mobiliários vinculados a créditos hipotecários, prática que vinha tendo seus traços desenvolvidos desde a Grande Depressão de 1929/1933, conforme descrito por Silva (2005, p. 13).

A narração do fato pelo próprio Ranieri (1996, p. 31) é interessante e importante ao passo de transcrevê-la, conforme segue:

O termo securitização tem uma origem interessante. A sua primeira aparição foi na coluna *'Heard on the Street'* do *Wall Street Journal* em 1977. Ann Monroe, a repórter responsável pela redação da coluna pediu para discutir a subscrição pelo Salomon Brothers da primeira operação convencional de valores mobiliários representativos de direitos de créditos de hipotecas passadas diretamente aos investidos dos referidos valores, marco da emissão pelo Bank of America. Ela perguntou o que eu tinha chamado o processo e, por falta de termo melhor, eu disse *securitization* (securitização). Os Editores do *Wall Street Journal* são irredutíveis pelo bom Inglês, E quando a coluna da jornalista chegou ao seu Editor, ele disse que não havia nenhuma palavra como *securitization* (securitização). Ele reclamou que a Sra. Monroe estava usando Inglês impróprio, e precisava encontrar um termo melhor. Tarde da noite, recebi outra ligação de Anne Monroe perguntando sobre a palavra real. Eu disse, 'Mas eu não sei nenhuma outra palavra para descrever o que estamos fazendo. Você terá de usá-la'. O *Wall Street Journal* fez isso sob protesto, sem significado que *securitization* (securitização) era um termo inventado por Wall Street e não era uma palavra real³. (tradução nossa)

Verifica-se já que a securitização nos Estados Unidos era um termo que se deixava direcionar para a securitização em sentido estrito, conforme definido por Caminha (2007, p. 37/38) em sua obra *Securitização*, onde, em sentido contrário, "no sentido amplo, a securitização é entendida como a substituição das formas tradicionais de financiamento bancário pelo financiamento através do mercado de capitais", e, portanto, daí se extrai que a securitização é uma forma de "desintermediação" financeira em que a companhia deixa de obter financiamentos bancários recorrendo para tanto ao mercado público ou privado.

Portanto, conforme os entendimentos que fundamentam o presente trabalho, a securitização em sentido amplo significa o ato de o ente deficitário através de esforços próprios, mediante a apresentação de garantias, vínculos, relações aos seus próprios ativos, ou não, emitir títulos, valores mobiliários, no mercado, com a expectativa de que agentes superavitários interessados na remuneração oferecida invistam através da subscrição e integralização do capital nos títulos emitidos pela companhia.

³ "The term securitization has an interesting origin. It first appeared in a 'Heard on the Street' column of the *Wall Street Journal* in 1977. Ann Monroe, the reporter responsible for writing the column, called me to discuss the underwriting by Salomon Brothers of the first conventional mortgage pass-through security, the landmark Bank of America issue. She asked what I called the process and, for want of a better term, I said securitization. *Wall Street Journal* editors are sticklers for good English, and when the reporter's column reached her editor, he said there was no such word as securitization. He complained that Ms. Monroe was using improper English and needed to find a better term. Late on night, I received another call from Anne Monroe asking for a real word. I said, 'But I don't know any other word to describe what we are doing. You'll have to use it'. The *Wall Street Journal* did so in protest, nothing that securitization was a term concocted by Wall Street and was not a real word" Ranieri (1996, p. 31).

Promovendo a emissão de títulos, ou valores mobiliários, a companhia passa a desenvolver, seja habitual ou eventualmente, a atividade de “*securitization*” conforme o termo “importado” do mercado norte americano, ou *titularização*, *titulização e titulação*, segundo Silva (2005, p. 29/30) *securitisation* (com “s” no lugar do “z”), expressão utilizada no mercado Inglês, ainda o *titrization* utilizado na França e na Bélgica, *cartolarizzazione* na Itália, e *titulización* pelos países de língua espanhola, na própria Espanha e na América do Sul, segundo Silva (2005, p. 18/25).

Portanto, emitir títulos significa titularizar, titularizar, titrisar, securitizar ou securitizar, significando todas essas expressões, ainda que com o devido respeito e licença livremente transportados para a língua portuguesa do Brasil para proporcionar a devida compreensão do assunto, e, portanto, toda companhia que emite títulos, valores mobiliários como debêntures, *comercial papers*, bônus de subscrição, partes beneficiárias, etc., estão exercendo a atividade de securitização.

Para o mercado interno brasileiro, bem como difundido pela legislação vigente e pela doutrina, o termo atualmente utilizado é securitização, por adoção ao termo norte americano *securitization*, que, segundo Caminha (2007, p. 35) corresponde a “[...] neologismo oriundo da palavra *security*, cuja tradução mais aproximada para o nosso idioma seria valor mobiliário”, ou título.

Considerando a estabilidade do termo securitização no Brasil, é recomendável utilizá-lo nesse trabalho, não havendo prejuízo com a utilização eventual do termo considerado mais adequado e instituído por Portugal, titularização.

Mas essa é apenas uma parte do presente trabalho, e aproveitando o entendimento firmado por Caminha (2007, p. 38) é possível aproximar a definição do conceito específico da securitização de créditos ao significado de securitização em sentido estrito, conforme transcrito a seguir:

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

Partindo de uma especificação a cada momento mais intensa, o conceito fornecido de securitização em sentido estrito permite investigar a securitização “específica” de créditos.

Para isso, depois de superada a definição de securitização, é essencial a delimitação do conceito crédito, o que também é feito com o auxílio da doutrina, entretanto, com maior conforto em virtude da pacificação do instituto na legislação e demais fontes nacionais, mas não dispensando as contribuições teóricas fornecidas pelos Autores estrangeiros.

A legislação não trata do crédito como um instituto perfeitamente definido por um artigo de lei, mas sim, como algo decorrente de uma obrigação contraída por um sujeito, portanto, o crédito estará regulado pelos Direitos das Obrigações a partir do artigo 233 até o artigo 420 da Lei nº 10.406/2002, Código Civil, sem prejuízo das demais normas previstas no mesmo diploma legal bem como na legislação específica.

Diante disso, recorrendo à doutrina Nery Junior e Andrade Nery (2006, p. 333) obteve-se a afirmação de que “[...] obrigação é dívida exigível. Obrigação é restrição jurídica à liberdade de quem compõe o pólo passivo de relação jurídica obrigacional [...]”, restrição essa que se verifica efetivamente quando a prestação (dívida) se torna exigível pelo credor, para o fim de satisfazer-lhe a pretensão decorrente do crédito (situação jurídica relativa de vantagem).

Portanto, também se admite afirmar que crédito é a obrigação que o devedor, sujeito passivo, tem perante o credor, segundo Venosa (2003, p. 25) “Mais sinteticamente, podemos conceituar obrigação como uma relação jurídica transitória de cunho pecuniário, unindo duas (ou mais) pessoas, devendo uma (o devedor) realizar uma prestação a outra (o credor)”.

As obrigações contraídas entre as partes de uma relação mercantil, de prestação de serviços, de locação, bancária, imobiliária, etc., proporcionam a conceituação de crédito por uma perspectiva diferente como visto no Curso de Direito Comercial de Requião (1998, p. 317/318):

Gide, em seu *Compêndio de Economia Política*, tão divulgado didaticamente em nosso País, conceitua o crédito como o alargamento da troca. ‘A troca no tempo, em lugar de ser no espaço’, escrevia o economista francês, acrescentando que a venda a prazo e o empréstimo constituem precisamente as suas duas formas essenciais. E são caracteres

essenciais do crédito, primeiro, o consumo da coisa vendida ou emprestada e, segundo, a espera da coisa nova destinada a substituí-la. O crédito importa um ato de fé, de confiança, do credor. Daí a origem etimológica da palavra – *creditum, credere*.

Considerando os fundamentos apresentados, é possível afirmar que o crédito é um direito que o credor dispõe contra o devedor, decorrente das obrigações assumidas pelas partes, e que deverá ser cumprida em determinado prazo, ainda segundo Requião (1998, p. 317/318).

Dentro do conceito contábil, os créditos de um ente contra os seus devedores, também chamados de recebíveis, estão incluídos no Ativo do Balanço Patrimonial, em respeito às normas do artigo 179, incisos I e II, da Lei das Sociedades por Ações – Lei nº 6.404/1976, transcrito a seguir, os direitos (de curto e longo prazo) deverão estar previstos no “ativo circulante” ou no “ativo realizável a longo prazo”.

Art. 179. As contas serão classificadas do seguinte modo:

I - no ativo circulante: as disponibilidades, os direitos realizáveis no curso do exercício social subsequente e as aplicações de recursos em despesas do exercício seguinte;

II - no ativo realizável a longo prazo: os direitos realizáveis após o término do exercício seguinte, assim como os derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas (artigo 243), diretores, acionistas ou participantes no lucro da companhia, que não constituírem negócios usuais na exploração do objeto da companhia;

III - em investimentos: as participações permanentes em outras sociedades e os direitos de qualquer natureza, não classificáveis no ativo circulante, e que não se destinem à manutenção da atividade da companhia ou da empresa; [...]

Conforme esse entendimento, os créditos, que são direitos do ente contra seus clientes, devedores, que tiverem vencimento dentro do exercício social subsequente serão contabilizados no ativo circulante, e “[...] os direitos realizáveis após o término do exercício seguinte [...]”⁴ deverão estar classificados no “ativo realizável a longo prazo”, sendo oportuna a citação de Gouveia (2001, p. 151/152):

O termo ativo circulante diz respeito ao processo de transformar dinheiro em mais dinheiro, através da sua aplicação no negócio da empresa, dentro do seu ciclo operacional. Por exemplo, em uma empresa comercial, o processo seria o seguinte:

- Usar o ativo dinheiro para comprar ativos mercadorias;

⁴ Artigo 179 da Lei nº 6.404/1976

- Vender as mercadorias dentro de um determinado prazo, por um preço à vista superior ao de compra, transformando-as de novo em ativo dinheiro; ou

- Vender as mercadorias a prazo, transformando-as em valores a receber e, posteriormente, receber esses ativos novamente.

[...]

Dessa forma, os direitos realizáveis, dependendo do fator tempo, classificam-se no ativo circulante (realização no exercício subsequente) ou no ativo realizável a longo prazo (realização após o término do exercício subsequente).⁵

Portanto, é correto afirmar que os créditos são ativos de uma entidade, e, assim como qualquer outro ativo como máquinas, equipamentos, imóveis, (geralmente classificados como “ativo imobilizado”), podem ser objeto de fruição e gozo pelo referido ente, podendo ser oferecido em garantia, vinculado a instrumentos derivativos, vendidos, alugados, cedidos, da forma que melhor atender aos seus interesses com o objetivo da consecução do seu objeto social.

Inclusive esses créditos, classificados no ativo da companhia, podem ser securitizados ou titularizados, o que pode ocorrer de diversas formas, conforme verificado a seguir.

A securitização dos créditos, em sentido estrito, conforme orientação conferida pela doutrina de Caminha (2007, p. 37/38), pode ser direta ou indireta, dependendo somente da oportunidade e conveniência do emitente, bem como, da atratividade dos títulos emitidos perante os potenciais investidores.

Primeiramente cumpre esclarecer que a securitização direta de créditos pelo proprietário dos referidos ativos é normalmente conhecida como emissão e subscrição de valores mobiliários, sendo que os mais utilizados são as debêntures. Nessa modalidade a companhia que detém os créditos emite títulos (debêntures, *comercial papers*, parte beneficiárias, etc.) no mercado, e pode relacionar, lastrear, ou garantir os títulos emitidos aos créditos classificados no seu ativo. A emissão de

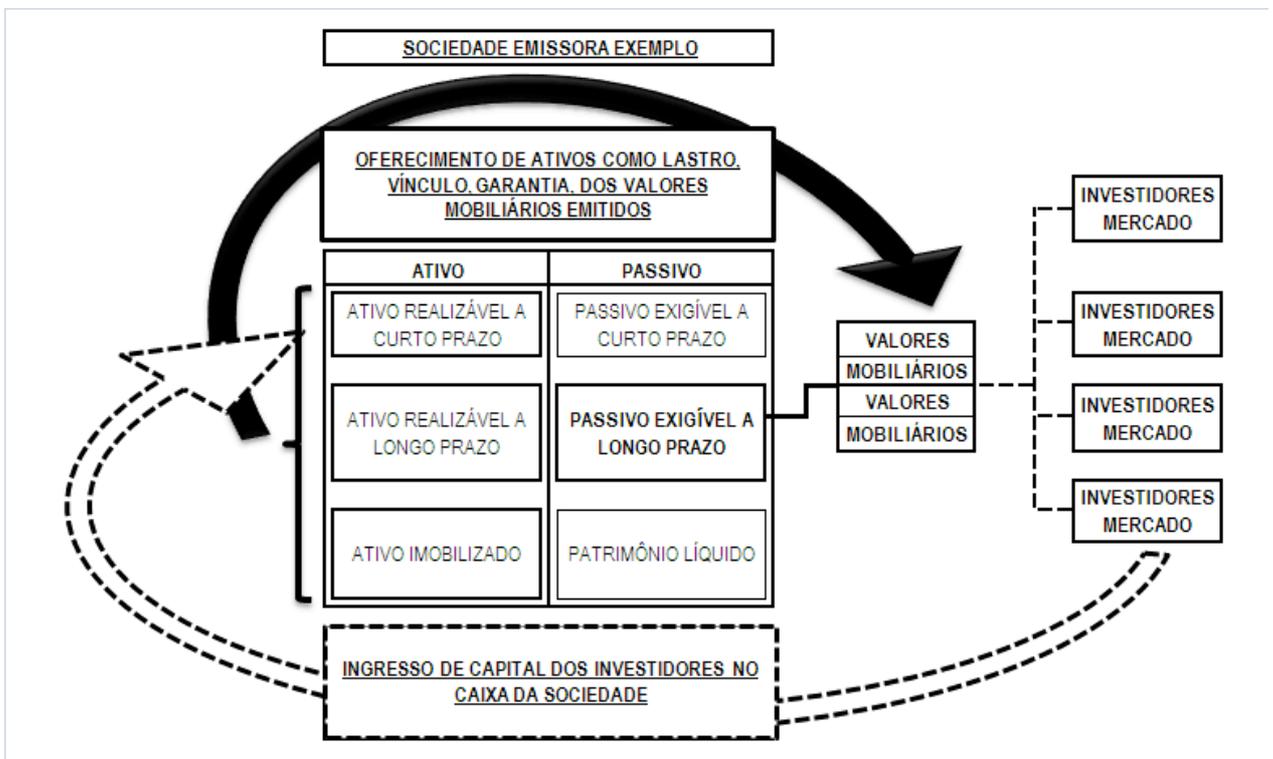
⁵ Interessante a ponderação quanto ao ciclo operacional “O ciclo operacional de uma empresa pode ser entendido como o período compreendido entre o momento da aplicação de recursos de qualquer tipo no processo produtivo e/ou comercial, até a ocasião do recebimento do numerário proveniente da venda do bem ou serviço originado do referido processo. Na maioria absoluta das empresas, esse ciclo se completa no prazo máximo de um ano (embora dentro desse período o processo de circulação possa ocorrer inúmeras vezes, o que é chamado de ‘giro’), razão por que convencionou-se que no ativo circulante classificam-se todos os bens, direitos e valores a receber que são ou serão convertidos em dinheiro no prazo máximo de um ano, ou seja, no decorrer do exercício subsequente”. Gouveia (2001, p. 151/152 e 183)

debêntures, ainda, admite o oferecimento de garantias reais, como imóveis, que ficam gravados e vinculados ao pagamento da remuneração aos investidores.⁶

Na modalidade de securitização (ou titularização) direta de créditos, a companhia oferece os créditos relacionados no seu ativo (tanto circulante quanto realizáveis a longo prazo), como vínculo ou garantia ou até mesmo como forma de transferência direta, aos valores mobiliários (títulos) emitidos geralmente para cumprimento a longo prazo, conforme ilustração a seguir (Figura 01).

Figura 01 -

Exemplo de Sociedade Emissora



Fonte: Própria do Autor

Conforme pode ser observado, é um exemplo clássico de “desintermediação” financeira, onde a companhia que necessita de dinheiro em curto prazo para investimentos com retorno em longo prazo, busca no mercado (público ou privado) capital, demonstrando sua capacidade de pagamento através dos créditos (de curto e longo prazo) classificados no seu ativo. Essa forma clássica de securitização de créditos, entretanto, não é mais utilizada atualmente, o que supõe que ocorra pelos motivos a seguir mencionados.

⁶ Art. 58 da Lei nº 6.404/1976. “Art. 58. A debênture poderá, conforme dispuser a escritura de emissão, ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia”.

O investimento em valores mobiliários exige uma análise cuidadosa dos índices da sociedade que emitiu os títulos, capacidade de pagamento, liquidez, ciclos (operacional, financeiro e econômico), para ser breve, e considerando o tempo muitas vezes longo de exercício de determinada atividade econômica, sanar todos os vícios contábeis, financeiros e econômicos, pode parecer oneroso demais para os empreendedores.

A questão estrutural também funciona como um impedimento, ou uma dificuldade, pois não estando a sociedade sob a forma de sociedade anônima, haveria a necessidade de uma transformação preliminar à emissão dos valores mobiliários conforme previsão expressa da Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404/1976.

Ainda, instituições financeiras dispõem de severas limitações e regras rígidas quanto à subscrição, aquisição e intermediação de debêntures, tendo como exemplo as normas da Resolução CMN nº 1.777 de 19 de dezembro de 1990, bem como, a vedação prevista expressamente no artigo 35, inciso I, da Lei nº 4.595/1964⁷.

Mesmo que o reconhecimento dessas situações sejam preponderantemente presentes internamente, outras situações, relacionadas às conveniências financeiras, econômicas e estruturais, contribuíram com o desenvolvimento da securitização indireta de créditos, utilizando-se para tanto de um terceiro participante instituído especialmente para aquele propósito, qual seja, securitização (titularização) de créditos.

Nesse novo cenário, o terceiro elemento, com inúmeras denominações (*SPV – Special Purpose Vehicle* -, *SPE – Special Purpose Entity* -, etc.), sendo uma entidade capaz de contrair obrigações e direitos, com prerrogativa de emitir títulos perante (debêntures, cotas, *comercial papers*, CRI, etc.) o mercado público ou privado, conforme demonstra a figura a seguir (Figura 02).

⁷ Art. 35. É vedado ainda às instituições financeiras:

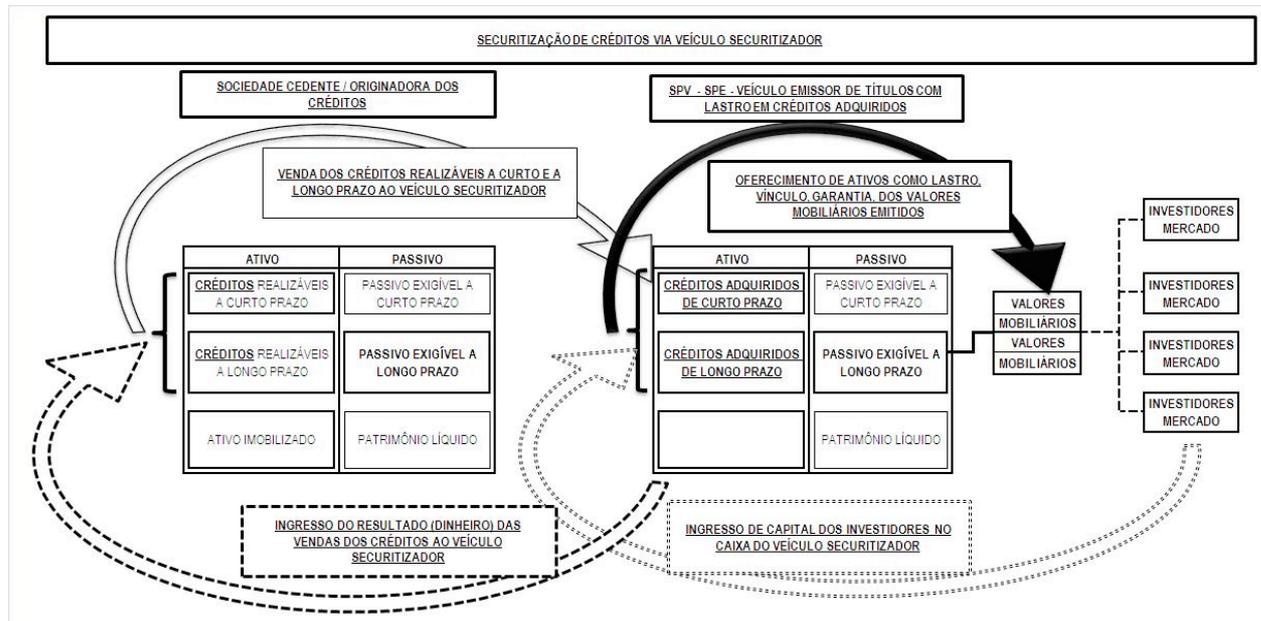
I - Emitir debêntures e partes beneficiárias;

II - Adquirir bens imóveis não destinados ao próprio uso, salvo os recebidos em liquidação de empréstimos de difícil ou duvidosa solução, caso em que deverão vendê-los dentro do prazo de um (1) ano, a contar do recebimento, prorrogável até duas vezes, a critério do Banco Central da República do Brasil.

Parágrafo único. As instituições financeiras que não recebem depósitos do público poderão emitir debêntures, desde que previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil, em cada caso”.

Figura 02 -

Securitização de Créditos Via Securitizador



Fonte: Própria do Autor

Essa estrutura é o que traduz graficamente a securitização de créditos em todo o mundo, independente do termo utilizado, seja *securitization*, *asset backed securitization*, *securitisation*, *asset securitisation*, *debt securitization*, *mortgage backed securitization*, *titrisation*, titularização, titularização de créditos, titulação, *titulización*, *cartolarizzazione dei crediti*, a securitização de créditos, objeto do presente trabalho, será a denominada securitização indireta de créditos.

Nesse caso, a securitização é indireta porque o veículo, instrumento societário, utilizado para emissão dos valores mobiliários (títulos) perante o mercado não é a própria sociedade que dispõe dos créditos no seu ativo, e sim um ente criado especialmente para essa finalidade, sendo os créditos cedidos onerosamente ou não, para esse ente, para que o mesmo promova a vinculação, lastramento ou garantia dos títulos emitidos com os referidos créditos.

Essa nova entidade, por tratar-se de um ente diferente da cedente, sociedade que possui os créditos, pode desenvolver essa atividade com ou sem fins lucrativos, assim como pode servir apenas para aquela operação específica como pode servir de um instrumento contínuo capaz de suportar várias operações seguidas.

Ainda, cumpre enfrentar a diversidade de termos, sendo permitido afirmar que, segundo Caminha (2007, p. 37/38) ao analisar a “securitização de ativos” se está diante da securitização em sentido amplo, pois todos os componentes do ativo

de uma entidade podem ser relacionados, vinculados, ou oferecidos em garantia a títulos, valores mobiliários, emitidos pela companhia titular dos referidos ativos.

Quanto ao termo também utilizado “securitização de recebíveis” restringe-se o foco da análise da securitização, ainda em sentido amplo, mas somente para os créditos líquidos, certos e exigíveis, decorrentes de títulos de créditos ou instrumentos hábeis a demonstrar a qualidade de recebível suficientemente capaz de estar vinculado, garantindo, relacionado, ao título emitido.

Portanto, para fins de delimitação do presente trabalho, a fim de proporcionar a máxima compreensão sobre o tema, a securitização de créditos é o procedimento complexo de emissão de valores mobiliários (títulos) no mercado público ou privado, vinculadores, relacionados, lastreados ou garantidos por créditos, ou, ainda, títulos representativos do direito à propriedade do ativo (crédito).⁸

Considerando a restrita legislação específica sobre o assunto no Brasil, todas as formas de relação entre os créditos e os títulos emitidos serão apreciadas conforme a legislação comercial, societária, bem como a jurisprudência e a doutrina.

2.1.1 HISTÓRICO E EVOLUÇÃO DA SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

A origem inicial do instituto da securitização de créditos é difícil de ser determinada, pois, conforme pode ser verificado em Ferguson (2007, p. 283), o mercado financeiro público veio se desenvolvendo em cima do crédito, com o caso da formação da dívida pública de Veneza, que ofereceu os recebíveis de impostos como forma de lastro de títulos públicos, dentre outros exemplos como o formato atribuído as Companhia das Índias Orientais, Ferguson (2007, p. 297).

Recentemente, idealizada como uma ferramenta direcionada à superação da Grande Depressão proporcionada pela crise financeira de 1929, atualmente foi dada como uma das causas da crise financeira de 2008, que causou a falência de

⁸ Essa última opção de conceito, títulos representativos do direito puro à titularidade do crédito com seus acessórios, é uma das representações mais comuns da securitização no mercado norte americano, representando uma operação de securitização *pass-through* que será analisada em detalhes adiante, conforme se vê em DAVIDSON, Andrew. SANDERS, Anthony. WOLFF, Lan-Ling. CHING, Anne. *Securitization: structuring and investment analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003. p. 03: “*The process of packaging financial promises and transforming them into a form whereby they can be freely transferred among a multitude of investors is securitization*”. “O processo de embalar compromissos financeiros e transformá-los em uma forma na qual os créditos possam ser transferidos livremente entre uma multidão de investidores é securitização (titularização)”.

diversos bancos e quedas há muito tempo não vistas nas bolsas de valores de todo o mundo, conforme ministrado por Schwarcz (2009, p. 1.315).

A pretensão do governo norte americano após a crise de 1929 era fomentar o crédito imobiliário para a aquisição da casa própria pelos cidadãos americanos, servindo toda a estrutura instituída, de base para o princípio atual de securitização de créditos, conforme ensinado por Silva (2005, p. 13/14):

3.1.1. Da MBS à ABS e ‘securitização híbrida’

3.1.1.1. A ‘securitização’ desenvolve-se nos EUA, nos anos 70, em matéria de mútuos hipotecários, como forma de contribuir para superar a crise em que o sector do crédito imobiliário mergulhara após a Grande Depressão de 1929/1933.

Antes da Grande Depressão, as caixas econômicas (*savings and loan*) financiavam a habitação, captando depósitos a curto prazo e emprestando a longo prazo. Com a crise e perante a aceleração da retirada de depósitos e o incumprimento de débitos hipotecários em massa, a Administração Roosevelt toma medidas para salvar a situação, criando três organismos federais: em 1932, *Federal Home Loan Bank* (FHLB), que prepara a regulamentação das Caixas em ordem a criar um mercado secundário; em 1934, *Federal Housing Authority* (FHA), que propõe um seguro contra os riscos de inadimplemento no mercado hipotecário e impõe uma estandarização das garantias e dos depósitos; em 1938, *Federal National Mortgage Association* (FNMA), a conhecida *Fannie Mae*, com o estatuto de agência governamental, que podia comprar os créditos hipotecários e conservá-los no seu balanço. Deste modo, a FNMA desempenhava a função de *estabilização do mercado hipotecário, financiando-se no mercado obrigacionista para pagar os créditos adquiridos às instituições mutualistas, enquanto a FHA garantia os empréstimos hipotecários.*

[...]

Desta sorte, em ambiente intervencionista, teve origem a *securitization*: emissões de valores mobiliários sustentados ou baseados em créditos hipotecários (*Mortgage-backed securities-MBS*), organizadas pelas três agências federais referidas (FNMA; GNMA e FHLMC).

A atratividade do investimento em títulos emitidos e lastrado com empréstimos decorrentes de financiamento habitacional, alguns com garantia hipotecária, era grande, considerando a idéia de que o mercado imobiliário tenderia a sempre subir, diferentemente de outras operações que pudessem lastrear títulos e de investimentos em renda variável como ações em bolsas de valores.

Desde então, a teoria da securitização, originada das operações com créditos imobiliários, passou a ser desenvolvida com créditos decorrentes de outras relações jurídicas, como cartão de crédito (*credit card ABS*), alienação fiduciária de veículos (*auto loans ABS*), conforme Relatório Final do Comitê de Mercados Emergentes da IOSCO (IOSCO, 2010, p17) direitos de propriedade intelectual, e segundo Silva (2005, p. 15) “[...] derivativos de créditos (*credit derivatives*), de direito

da ‘propriedade comercial’ de *shopping center*, de direitos da exportação de *Project financing*, *verbi gratia* postagem de auto-estradas, de direitos de extração de produtos como petróleo, gás, ouro, água e outros bens naturais”.

[...] lembrando a titularização em 1999 dos direitos do conjunto *hard rock Iron Maiden*, numa emissão de obrigações (*bonds*) de cerca de 30 milhões de dólares, e a titulação em 1997 dos *royalties* da venda de 300 canções de *David Bowie* numa emissão de *bonds* à volta de 55 milhões de dólares. A que podemos associar *Calvin Klein Inc*, que obteve 58 milhões de dólares mediante a securitização de *royalties* a receber da *Calvin Klein Cosmetic Corp*, pelo direito de uso exclusivo da marca *Calvin Klein*.

Atualmente o instituto evoluiu, deixando de ser somente um instrumento de promoção, suporte, do mercado hipotecário a fim de promover a habitação nos mercados, o que não deixou de ocorrer, mas ganhou novos nichos, sendo que toda e qualquer atividade passível de gerar créditos pode recorrer à securitização de créditos como forma de adquirir capital no mercado, sem recorrer às instituições financeiras, conforme Prabhakar (1999, p. 03/04):

Conseqüentemente, a securitização tem sido alargada a um conjunto diversificado de ativos menos certos, ou aleatórios, como recebíveis um seguro, obrigações dos transportadores de ferrovias, empréstimos de bancos comerciais, contas a receber da área de saúde, as obrigações dos compradores aos produtores de gás natural, e dos direitos futuros para pagamentos de *royalties* de entretenimento, entre muitos outros.⁹.

Portanto, a evolução da securitização de créditos é manifesta e tem força própria, havendo a necessidade dos entes reguladores e normativos acompanharem essas necessidades do mercado, traçando os limites das atividades, entretanto, não havendo necessariamente a carência de lei específica para regular a atividade, mas o balizamento conforme a legislação atual vigente.

2.1.2 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS NO MUNDO

Tendo origem o recente formato da securitização de créditos nos Estados Unidos, conforme Silva (2005, p. 18) demorou algum tempo para o instituto

⁹ Consequently, securitisation has been extended to a diverse array of less well know assets, such a insurance receivable , obligations of shippers to railways, commercial bank loans, health care receivables, obligations of purchasers to natural gas producers, and future rights to entertainment royalty payments, among many others.

atravessar o Oceano Atlântico, chegando na Inglaterra por volta de 1987, sofrendo alteração na denominação para *securitisation*, com a substituição da letra “z” pela letra “s”.

Em 1988 a França instituiu a *Titrisation* regulada pela Lei nº 88-1201 de 23 de Dezembro de 1988, direcionada à cessão de créditos bancários, sob o formato de fundos de investimentos “*fonds communs de créances* (FCC)”, assim como na Espanha que teve a Lei nº 19/1992, prevendo também a possibilidade de *titulización* (securitização) através de sociedades, além dos “*Fondos*”, e, posteriormente, foi editada a Lei nº 40/1994 e o Real Decreto nº 926 de 14 de maio de 1998, Silva (2005, p. 20).

A Bélgica, segundo Silva (2005, p. 23), regulou a *titrisation* pela Lei de 05 de Agosto de 1992 e pelo Decreto-Real de 29 de Novembro de 1993 com a esclarecedora função do instituto: “O SPV pode assumir a forma de sociedade de capitais, que adquire créditos para emitir títulos de dívidas”; também admitindo a forma de fundos comuns de investimentos.

Na Itália, várias leis se dedicaram sobre o assunto, tendo como os mais curiosos o Decreto nº 350/2001, que dispõe sobre a “[...] *cartolarizzazione esclusiva de créditos de impostos e contribuições*”, e o Decreto 351/2001 que dispõe sobre a “[...] privatização e valorização do patrimônio imobiliário público e de desenvolvimento dos fundos comuns de investimento imobiliário”, segundo Silva (2005, p. 24/25).

Portugal teve sua regulação através do Decreto-Lei nº 453/1999, legislação que com o tempo foi se adaptando às características do instituto e à realidade do país, como exemplo, a desqualificação através de alteração legislativa das sociedades de titularização de créditos como sociedades financeiras, o que, conforme Silva (2005, p. 26/28) pela natureza do instituto, impôs essa condição, o que acompanha no mesmo sentido a legislação e a doutrina nacional.

2.1.3 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS NO BRASIL

Diferentemente do que se imagina, as primeiras operações de securitização de créditos no Brasil não figuraram como créditos securitizados os decorrentes de financiamentos habitacional ou créditos financeiros, decorrentes de empréstimos e

demais operações bancárias, mas sim, créditos decorrentes de operações de exportação.

As exportações poderiam servir de lastro para a captação de recursos no mercado externo, conforme disposição constante das Resoluções CMN nº 1.834/1991 e 1.844/1991 e Circulares do Banco Central do Brasil – BACEN – nº 1.979/1991 e 3.027/2001, descrevendo referidas normas a operação que, segundo Caminha (2007, p.40, 141/143) “na prática a subsidiária estrangeira de uma sociedade brasileira cede, em favor de um veículo de propósito exclusivo, os seus recebíveis de exportação contra os compradores/importadores”, “[...] os títulos emitidos são os *trust certificates* que incorporam direitos às parcelas do patrimônio segregado no *trust*, bem como seus eventuais rendimentos”.

Ainda, conforme Caçando e Garcia (2007, p. 18), o mercado brasileiro estava dispensando seus primeiros contatos com a securitização de créditos, ainda que mediante captação no mercado externo, e se utilizou em determinadas oportunidades não de créditos propriamente ditos, mas sim, da expectativa estimada de recebimento desses créditos, denominada de *future cash flow*, ou fluxo de caixa futuro.

Desde 1999 o Brasil vem promovendo operações de securitização de fluxo de caixa no mercado internacional, principalmente através dos maiores bancos nacionais, que cediam os DPRs - Diversified Payment Rights – ou Pagamentos de Direitos Diversificados, sendo que na primeira operação, em 2002 o Banco do Brasil levantou US\$ 450.000.00,00 (quatrocentos e cinquenta milhões de dólares), conforme Ketkar e Ratha (2004-2005, p. 01/05).

Conforme Caçando e Garcia (2007, p. 18/19), foi o fluxo de caixa futuro da Embratel perante a sociedade norte americana AT&T que proporcionou a primeira operação de securitização nos moldes anteriormente mencionados, seguida pela operação em que a Varig securitizou seus créditos decorrentes das vendas de cartões de créditos a estrangeiros, sendo o primeiro caso ocorrido no mercado doméstico citado a seguir:

A primeira operação foi realizada em 1994 pela empresa Mesbla Trust, que emitiu debêntures lastreadas em créditos originados da Mesbla S.A. (rede de lojas de departamentos). Além do pioneirismo, essa operação é também importante pelo ocorrido após a emissão dos títulos: a falência da originadora dos créditos. Apesar da desagradável surpresa, o resultado final foi bastante positivo. A segregação dos ativos da entidade emissora

em relação aos da originadora foi legalmente validada e os investidores receberam o retorno de seus investimentos conforme programado. Deste período, além da operação da Mesbla Trust, destaca-se a realizada pela Chemical Trust, uma sociedade de propósito específico (SPE) que emitiu debêntures lastreadas nos direitos creditórios de cinco empresas do grupo Odebrecht.

Entretanto, foi em 24 de novembro de 1997, quando foi publicada no Diário Oficial da União a Lei nº 9.514, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, e o mais importante, pelo menos para o presente trabalho, instituiu legalmente a securitização de créditos imobiliários, através do artigo 3º do referido texto legal.¹⁰

Posteriormente o Conselho Monetário Nacional regulamentou a securitização de créditos financeiros a companhias securitizadoras de financeiros (objeto específico), bem como, mais tarde, regulamentou através da Resolução CMN nº 2.907/2001 a instituição de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, matéria que foi regulada pela Instrução CVM nº 356/2001, atualizada por outras Instruções CVM posteriores, e Instrução CVM nº 444/2006, referente aos FIDC Não Padronizados.

Ainda, os créditos de relações do agronegócio também receberam legislação específica sobre o tema, o que vem proporcionando o crescimento das operações de securitização de créditos no Brasil.

2.2 NATUREZA DA ATIVIDADE DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

Considerada a securitização de créditos em sentido amplo como o processo pelo qual as sociedades, segundo Caçando e Garcia (2007, p. 15), “[...] passam a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários” e “[...] seus passivos passam a consistir de títulos emitidos no mercado”, em um primeiro momento não está presente a finalidade lucrativa direta da atividade, mas sim somente a intenção de obter capital do mercado para financiar atividades cotidianas (comércio de mercadorias, industrialização de bens, prestação de serviços, etc.).

¹⁰ Art. 3º da Lei nº 9.514/1997: “Art. 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades”.

Os créditos que estão vinculados, relacionados ou garantidos, aos valores mobiliários emitidos podem ser realizados no futuro dentro de qualquer uma das entidades envolvidas, seja na sociedade “originadora” dos referidos créditos, seja no veículo que adquiriu os créditos da cedente/“originadora” para vinculá-los ou garantir os valores mobiliários emitidos ou, ainda, no próprio patrimônio do investidor, ainda que intermediado por algum agente fiduciário.

Todas essas hipóteses servem para demonstrar que o gênero securitização de créditos pode envolver várias formas de atividades, ações que podem corresponder desde ao simples ato de endividamento, passando ao investimento, e indo à prestação de serviços, motivo pelo qual se passa a investigar os “métodos de securitização”.

2.2.1 Métodos de Securitização de Créditos – Atividades

Inicialmente, cumpre investigar os métodos de securitização de créditos explorados pela doutrina, tanto no mercado externo quanto no mercado interno, pretendendo encontrar embasamento para as conclusões a respeito da natureza jurídica da atividade.

No que diz respeito aos “métodos de securitização” mais comuns, Silva (2005, p. 16) os apresenta os três fundamentais, quais sejam: *Pass-through*, *pay-through* e *collateralized mortgage obligation*.

Estrutura mais comum encontrada entre as operações de securitizações, pelo menos na doutrina, está o método de securitização de créditos denominado *pass-through*, conforme Silva (2005, p. 17), através do qual “[...] os subscritores dos títulos tornam-se *proprietários (pro quota) dos créditos adquiridos ao cedente (Originador)*, e objecto de securitização pelo cessionário”.

Conforme as características do método *pass-through*, os investidores (debenturistas, titulares de *comercial papers*, CRI, CRA, etc.), seriam proprietários da carteira integral de crédito, pois os valores mobiliários adquiridos lhes conferem referido direito, entretanto, a realização do crédito ocorre dentro do veículo cessionário/emittente, que funcionará como um *trust*, repassando ao investidor o que lhe é de direito, proporcionalmente a sua participação na carteira.

Entretanto, a situação de fato não é tão simples como parece, pois se tratando de uma companhia, além dos custos e despesas peculiares à operação

(emissão de boletos, envio das notificações de cessão, conciliação bancária, etc.), há os tributos sobre o faturamento, receita bruta, que devem ser deduzidos dos valores a serem pagos aos investidores.

O raciocínio é simples, pois sendo titulares dos direitos integrais dos direitos decorrentes dos créditos cedidos, também compartilham dos custos e despesas, diretos e indiretos, relacionados aos referidos créditos, e, portanto, fazem jus somente ao lucro dos referidos créditos, ou seja, receberão somente o valor líquido.

O método *pass-through* implica necessariamente na transferência dos créditos pela cedente/originadora ao veículo securitizador, *trust*, que deterá a propriedade legal, sendo contabilizada a carteira em patrimônio separado do próprio do veículo, pois ainda que constem os créditos no ativo do *trust*, esse não pode dispor do mesmo, pois os créditos são de propriedade de terceiros, ou seja, dos investidores titulares dos valores mobiliários.

Considerando as características da operação de securitização de créditos pelo método *pass-through* é possível afirmar que o veículo utilizado, independentemente da forma jurídica/societária utilizada, será uma estrutura de garantia, depósito (dos títulos, documentos, etc.) guarda, liquidação, intermediação e pagamento, ou seja, será uma atividade em sua maior parte de prestação de serviços.

Unido à transferência dos créditos diretamente aos investidores está o risco, ou seja, havendo o inadimplemento das obrigações, e não havendo co-responsabilidade, responsabilidade subsidiária ou solidária, garantias, o risco também é transferido integralmente aos investidores, não havendo nenhuma responsabilidade do veículo securitizador.

A inadimplência, os prejuízos, decorrentes da operação, não impactam no patrimônio da entidade securitizadora pelo método do *pass-through*, pois somente o patrimônio separado (créditos) de propriedade dos investidores, e confiados ao veículo securitizador apenas para a garantia, depósito, guarda, conferência, controle financeiro, conciliação bancária e repasse de pagamentos.

Nesse caso, é importante definir se haverá remuneração por esse serviço prestado, pois havendo, essa remuneração também será deduzida do valor a ser repassado para os investidores, implicando na receita do veículo securitizador pelos trabalhos desempenhados.

Entretanto, cumpre salientar que em diversas oportunidades o veículo de securitização é estruturado somente para viabilizar a operação, não havendo nenhum interesse financeiro no referido ente, ou seja, não havendo nenhuma retribuição, seja pelo serviço prestado ou qualquer outra atividade econômica disponibilizada pelo veículo.

Admitindo que o deságio entre o valor futuro do crédito (como o valor de face de um título de crédito) e o valor presente pago à cedente/originadora é considerado como a receita da atividade e essa diferença entre o valor futuro e o valor presente poderá ser objeto de tributação, conforme se verá oportunamente, fato que implicará em aumento de custos dependendo do instrumento a ser utilizado para estruturar a operação.

Quanto ao *pass-through* é correto afirmar que a atividade desenvolvida pelo veículo utilizado para a securitização é predominantemente de prestação de serviços, promovendo também o depósito dos créditos, títulos e documentos.

Alternativo ao *pass-through*, o método em que “[...] os créditos cedidos permanecem na titularidade do cessionário/emitente de títulos – e no correspondente balanço -, recebendo os subscritores destes tão-somente direitos de crédito”¹¹, é denominado *pay-through*.

O método *pay-through* tem como característica a transferência (cessão) onerosa ou não dos créditos pela cedente/originadora ao veículo securitizador emitente dos valores mobiliários, sendo que os créditos passam a ser de propriedade direta da entidade de securitização, classificados no ativo seu ativo.

Os investidores dos valores mobiliários (denominados na doutrina estrangeira de *pay-through securities*) não têm direitos diretamente sobre os créditos cedidos pela cedente/originadora ao veículo securitizador, entretanto, referidos créditos, apesar de constarem do ativo da entidade securitizadora, permanecerão como garantias aos títulos emitidos.

Dessa perspectiva é verificada a transferência do risco entre a cedente/originadora ao veículo securitizador, e parando por aí, não sendo direcionado, ou mesmo sendo mitigado o risco aos investidores, adquirentes dos valores mobiliários emitidos com garantia nos créditos.

¹¹ Id. Continuando, o Autor afirma: “Estes títulos (*pay-through securities*) são dívidas do emitente garantidas pelos créditos subjacentes e securitizados, cujos fluxos financeiros se destinam ao reembolso e remuneração do capital investido pelos subscritores das obrigações (*pay-through bonds*)”.

Diante desse método é possível observar que o veículo securitizador terá direitos e obrigações distintas, contraídos com a cedente (compra do crédito e pagamento do valor presente), com os devedores (recebimento dos valores futuros) e com os investidores (pagamento das remunerações e do principal conforme fluxo estabelecido).

Nesse caso, não havendo finalidade lucrativa, o ente securitizador fará a operação de forma que os ingressos dos valores futuros sejam compatíveis com os períodos de amortização e remuneração dos investimentos, não deixando valores excedentes desnecessários, evitando, no caso de uma pessoa jurídica, a tributação sobre o lucro (CSLL e IRPJ quando submetidas à apuração do lucro real).

Assim como no método *pass-through* de securitização de créditos, a receita do veículo securitizador pelo método *pay-through* será a diferença entre o valor presente, valor esse pago à cedente/originadora, e o valor futuro, valor a receber, geralmente previsto no título, contrato, representativo do crédito cedido ou estimado e documentado, no caso da securitização de fluxo futuro.

Conforme pode ser verificado nesse método, não há a atividade de prestação de serviços, pois o veículo securitizador não garante, guarda, confere, controla o financeiro de terceiros ou ativos de terceiros, não faz a conciliação bancária e não repassa pagamentos, apenas compra créditos realizáveis no futuro, avaliados e apurados em valor presente, conforme os valores de mercado.

Do outro lado, o passivo, paga os seus credores, inclusive os investidores de curto e longo prazo (títulos garantidos pelos créditos adquiridos) saneando todas as suas obrigações, inclusive as eventuais de natureza tributária dependendo do veículo estruturado.

Eventualmente constatando excedentes na entidade securitizadora, após o pagamento de todas as obrigações (contratuais e legais) será considerado lucro líquido, podendo ser distribuído aos sócios em caso de pessoa jurídica, ou objeto de pagamento das cotas subordinadas.

Os fundamentos apresentados permitem afirmar que o método *pay-through* de securitização de créditos não implica em prestação de serviços, pois as atividades do veículo compreendem na emissão de valores mobiliários (contrair dívidas, geralmente a longo prazo) e comprar créditos com vencimentos futuros por um valor inferior (valor presente), sendo a única receita possível a diferença entre o

valor futuro e o valor presente, e o lucro apurado pelos eventuais valores excedentes após o cumprimento de todas as obrigações contraídas.

Conforme leciona Silva (2005, p. 18), o método CMO *Collateralized Mortgage Obligation*, traduzindo literalmente seria “Obrigação com Garantia Hipotecária” compartilha características das “*pay-through securities*” e foram idealizadas para solucionar os problemas identificados no método “*pay-through*” quando os pagamentos antecipados dos créditos securitizados não coincidem com as datas de pagamentos das obrigações perante os investidores.

A principal característica da CMO é possuir várias séries de valores mobiliários emitidos, sendo a mais utilizada a denominada “*pay-through a quatro tranches*”, sendo a tranche o equivalente a uma fração, parcela, na melhor adaptação “série”.

Pelo método do “*pay-through a quatro tranches*” uma emissão de valores mobiliários, debêntures, por exemplo, teria quatro séries com vencimentos distintos, tendo a primeira série, “[...] tranche A, de duração média entre dois e cinco anos; a tranche B, com duração média entre quatro e sete anos; a tranche C, com vida média entre sete e dez anos; a *tranche 0 (zero)*, com vida superior a *doze anos*” Silva (2005, p. 18).

Conforme exposto por Silva (2005, p. 18) as séries (tranches) têm previsão de remuneração, juros pré ou pós-fixados (percentual, DI, SELIC, etc.), entretanto, as amortizações do capital acontecem após o prazo de vencimento e podem ser diferidas, além de que somente iniciam-se as amortizações das séries após o término do pagamento da série anterior.

Ainda, segundo Silva (2005, p. 18), há um desdobramento da CMO na “*real estate mortgage investment conduit (Remic)*” em que a estrutura aproxima-se da *pass-through*, “[...] com saída do balanço do emitente e, portanto, com benefícios de ‘*pay-through securities*’, acomodando em si as estruturas *pass-through*, *pay-through* e CMO”.

Considerada as atividades da securitização de créditos pelo método CMO, assim como no método *pay-through*, não se verifica nenhuma atividade de prestação de serviços, mas somente de emissão de valores mobiliários e a aquisição de créditos com vencimentos futuros pelo valor presente.

No segundo caso, CMO “*real estate mortgage investment conduit (Remic)*” cumpre averiguar a situação em concreto, visto que na estrutura do veículo

securitizador, bem como no instrumento de emissão dos valores mobiliários, poderá constar se passando os créditos (ou todos os frutos desses) aos investidores, haverá as atividades de cobrança, garantia, conciliação bancária, conferência, controle financeiro, emissão de boletos, envio de notificações, etc., de créditos que não são de propriedade da entidade securitizadora.

Esses métodos são exemplificativos, obtidos predominantemente da doutrina estrangeira, e adaptados ao mercado e ao sistema jurídico nacional, podem ser utilizados sem nenhuma vedação a respeito.

Entretanto, em virtude da constante evolução da tecnologia financeira, creditícia, mobiliária e mercadológica, outros métodos podem ser desenvolvidos no futuro, inclusive no mercado interno, onde a legislação vigente pode promover exigência, vedações, solenidades não existentes em outros países, ou, ainda, podem não regular determinadas operações, o que abre as portas para esses novos métodos.

Ainda que haja afirmações de que no Brasil o método predominante seja o do negócio fiduciário, conforme Caminha (2007, p. 132/135), em que o veículo securitizador serve como um *trust*, próximo ao método *pass-through*, não são verificados valores mobiliários com as características das *pass-through securities*, onde os investidores passam a ser proprietários dos créditos securitizados.

As emissões de CRI, debêntures, por companhias securitizadoras prevêm remuneração fixa, pré-fixada ou pós-fixada, e os valores mobiliários emitidos estão garantidos pelos créditos securitizados, mas não são considerados como propriedade dos condôminos (investidores), portadores dos títulos.

A hipótese em que os valores mobiliários passam a representar a propriedade dos créditos cedidos, ou seja, de que os investidores sejam donos dos créditos securitizados, somente poderia ser ventilada na realidade nacional quando dos valores mobiliários subordinados, ou seja, aqueles em que se aproveitam do excedente.

Não é lógico que seja oferecido e tratado como patrimônio de um investidor determinada carteira de crédito, na forma do método *pass-through* e comprometido com esse mesmo investidor uma remuneração fixa, pré-fixada ou pós-fixada. Sendo o investidor dono da carteira de créditos, ele deve ter direito a todo o lucro (ou prejuízo) apurado, não podendo haver limitação.

Certamente para os casos em que o investidor recebe remuneração pré-fixada ou pós-fixada, independente do lucro (ou prejuízo) da carteira, o método utilizado para a securitização de créditos se aproxima ao *pay-through*, onde os créditos, ainda que sob regime fiduciário, representam somente uma garantia aos titulares dos valores mobiliários, mesmo que a carteira constitua patrimônio separado do veículo securitizador.

Portanto, diante da fundamentação exposta, é válida a afirmação de que a atividade de securitização de créditos pode ser considerada como uma atividade de prestação de serviços (conforme visto nos métodos *pass-through* e *CMO Remic*) ou como uma atividade imprópria, muito próxima à atividade de investimento em créditos, sem a presença de qualquer prestação de serviço (conforme visto nos métodos *pay-through* e *CMO*).

2.2.2 Legislação Especial e Geral Aplicável à Securitização de Créditos

Nessa oportunidade determinar-se-á sobre qual momento, operação, espécie, de securitização que se está mencionando: aquela antiga e geral do ato de emitir títulos no mercado, ou a em sentido estrito, em que há uma operação complexa estruturada para a obtenção de capital no mercado.

A primeira poderia ser respondida mediante a exposição das normas previstas na Lei nº 6.404/1976, que dispõe sobre as sociedades por ações, especialmente na parte que envolve a emissão de valores mobiliários.

Ainda, complementando, poderia ornamentar com instruções normativas regulatórias das emissões públicas dos valores mobiliários, editadas por entes da administração pública descentralizada (CVM, BACEN, etc.).

Entretanto, considerando que o objeto do presente trabalho é a análise da securitização de créditos e a regulamentação das suas operações, conforme os paradigmas contemporâneos tratar-se-á da legislação específica, aquela que trata da securitização de créditos em sentido estrito, com operações de créditos que servem de lastro para as emissões de valores mobiliários no mercado.

E como legislação geral, tanto aquele que trata da securitização como a emissão de títulos, valores mobiliários, pela companhia, bem como a legislação comercial, societária, civil, tributária, administrativa, etc., que aborda todos os institutos relacionados à securitização de créditos na atualidade.

Ainda que indiretamente, e não de maneira expressa, conforme Caminha (2007, p. 141), o primeiro ato normativo reconhecido pela doutrina como regulador da atividade de securitização de créditos foi a Resolução CMN nº 1.834/1991 que dispôs sobre as regras da securitização de créditos de exportação.

A legislação especial sobre securitização de créditos poderia ser disposta como muitos fazem pela natureza do crédito cedido (crédito imobiliário, financeiro, do agronegócio, de exportação, etc.), ou em virtude da importância da legislação em seu contexto jurídico e mercadológico, sendo essa a forma optada.

Seguindo da forma proposta, as Resoluções CMN nº 1.834/1991, nº 1.844/1991, Circulares do BACEN nº 1.979/1991 e nº 3.027/2001, todas abordaram a securitização específica de créditos de exportação, mas foi com a revogação da Resolução CMN nº 1.762/1990 pela Resolução CMN nº 1.962/1992 que se abriu a oportunidade de as instituições financeiras cederem seus créditos a outras instituições financeiras possibilitando a negociação com outros entes em determinados casos.

No ano seguinte foi publicada a Lei nº 8.668/1993 que instituiu os Fundos de Investimentos Imobiliários, emissor de quotas no mercado para captação de recursos destinados à aplicação no mercado imobiliário, forma de securitização imobiliária sem a presença dos créditos ainda, sendo que no mesmo ano a Resolução CMN nº 2.026 permitiu a “aquisição e retrocessão de direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços pelas anônimas” [...] “cujo objeto social seja única e exclusivamente a aquisição de direitos creditórios referidos neste artigo serão denominadas ‘sociedades de objeto exclusivo’”.¹²

Ainda que sem aplicabilidade para a atividade de securitização propriamente dita, ou seja, ineficaz para as entidades não financeiras, pois a atividade não implicava, e ainda não implica, numa atividade financeira, o ato normativo do CMN já desenhava os contornos da securitização de créditos moderna.

O período compreendido entre o ano de 1993 e 1997 permitiu a análise e evolução do instituto no mercado externo, possibilitando a edição da primeira lei que dispusesse sobre a securitização de créditos, e específica para créditos imobiliários, a Lei nº 9.514/1997, vigente até os presentes, conceituando pela primeira vez um

¹² Caput e art. 1º, § 1º da Resolução CMN 2.026/1993.

veículo de securitização de forma clara no seu artigo 3º, conforme transcrição a seguir:

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

A legislação de 1997 marcou a securitização imobiliária, e considerando a competência do Conselho Monetário Nacional para regular as operações financeiras, em maio de 1998 foi editada a Resolução CMN nº 2.493, que dispôs, agora dentro de sua competência e com eficácia normativa, sobre as condições para a cessão de créditos financeiros, por instituições financeiras à “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”.

Posteriormente viria a Resolução CMN 2.686/2000 que lapidou a matéria referente à securitização específica de créditos financeiros e no ano seguinte, editada a Resolução CMN nº 2.907/2001, que autorizou a constituição e funcionamento de fundos de investimentos em direitos creditórios – FIDC – com a possibilidade de adquirir créditos (de todas as naturezas) e emitir quotas no mercado.

Regulamentando a matéria, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – publicou a Instrução CVM nº 356/2001 e as regras sobre a constituição, o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios estava garantida, com alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 393/2003, 435/2006, 442/2006, 446/2006, 458/2007, 484/2010 e 489/2011 complementada pelas adaptações extremamente necessárias inseridas pela Instrução CVM nº 444/2006.

Considerando que a securitização de créditos evolui, mas continua mantendo relações com seus fundamentos, a Lei nº 10.931/2004 permitiu aos próprios agentes financeiros securitizar seus créditos financeiros através da emissão de Letras de Créditos Imobiliários LCI, assim como a Lei nº 11.076/2004 permitiu às instituições financeiras emitirem as Letras de Crédito do Agronegócio, além dos CRAs e outros instrumentos por Companhias Securitizadoras de Créditos específico.

Essa é a legislação nacional vigente sobre as atividades de securitização de créditos, entretanto, conforme alertando no início desse tópico a regulação ainda é bem específica, predominantemente direcionada aos créditos financeiros, sejam eles decorrentes de operações e relações imobiliárias ou do agronegócio.

Portanto, considerando as normas constitucionais obtidas dos artigos 1º, inciso IV (livre iniciativa), 5º, incisos II (legalidade) e XIII (liberdade de profissão), 170, *caput* (livre iniciativa) e parágrafo único (liberdade do exercício de qualquer atividade econômica), da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988, as demais operações de securitização de créditos que não desrespeitem a legislação vigente serão válidas, efetivas e legais.

Ainda, retornando à legislação geral, devem ser respeitadas, somente em se tratando de leis, o Código Civil, Legislação Comercial sobre Títulos de Créditos (Duplicatas, Cheques, Letras de Câmbio, CCB – Cédulas de Créditos Bancários -, Notas Promissórias, dentre vários outros), Lei das Sociedades Anônimas (valores mobiliários), etc.

As estipulações contratuais demonstram-se essencialmente importantes num mercado onde a atividade desenvolvida dispõe de normas superficiais, pois toda a regulação poderá ser entabulada entre as partes, e no caso de uma operação complexa, envolvendo diversos participantes, a documentação é essencial.

2.2.3 Inaplicabilidade das Normas do Sistema Financeiro Nacional

Conforme exclusão expressa das sociedades securitizadoras da classificação de instituição financeira pela Lei nº 9.514/1997, marco da securitização imobiliária no Brasil, são desnecessários argumentos excessivos sobre o assunto.

Retomando o aspecto histórico pelo mundo, conforme Silva (2005, p.26) em Portugal o Decreto-Lei nº 453/1999 que qualificava as sociedades de titularização de créditos foi logo alterado pelo Decreto-Lei nº 82/2002, que deixou de qualificar referidas sociedades como sociedades financeiras.

A definição proferida pelo então presidente do Citibank John Reed conforme (UQBAR, 2008) de que a securitização é “a substituição de intermediários financeiros menos eficientes e de alto custo por um mercado de capitais mais eficiente no financiamento de instrumentos de dívida” demonstra a ação que a securitização produz, de fuga do mercado financeiro, dominado por agentes

inflexíveis, seja em virtude do seu patrimônio ou da sua estrutura monumental, bem como, da escassez cada vez mais freqüente seja pelas operações de fusão e incorporações de agentes do mercado.

A intermediação financeira compreende, numa simplista definição, a união entre agentes superavitários a agentes deficitários, não relacionados, vinculados, entre si, através de regras burocráticas e intervencionistas, onde a instituição financeira utiliza os valores depositados pelos correntistas para oferecer créditos aos tomadores, objetivando o *spread* dessa operação.

Na definição de Mosqueira (1999, p. 20), resta demonstrada essa intermediação, mas que não é acompanhada nem pelo agente superavitário nem pelo deficitário, conforme transcrito a seguir: “a instituição financeira aparece como captadora de dinheiro junto ao público, para posterior cessão desses valores àqueles que necessitam de financiamento. Daí por que tal mercado também é denominado ‘mercado de crédito’”.¹³

Diferentemente dessa atividade, a securitização de créditos vem para afastar esse intermediário bancário, seja pela emissão pela própria companhia de valores mobiliários com o objetivo de captação no mercado, seja pela estruturação de um veículo com o propósito específico de securitização de créditos.

A securitização não fornece, conforme Cançado e Garcia (2007, p. 05) concede crédito a nenhum mutuário, sendo essa atividade exclusiva das instituições do sistema financeiro nacional, entretanto, os veículos securitizadores podem comprar esses créditos financeiros, assim como qualquer outro crédito, mesmo que não financeiros, gerados de atividades comerciais, industriais, de prestação de serviços, etc.

Por isso que a aquisição de créditos, ainda que sob co-responsabilidade, contração de responsabilidade *pro-soluto* e *pro-solvendo* dos créditos, não se confunde em nenhum momento com a operação de desconto de duplicata, que pela doutrina de Mendonça (1997, p. 115) “o desconto é um empréstimo. A dedução feita pelo banqueiro é o juro do empréstimo. [...]” E, segundo Abrão (1998, p. 114/116) a cessão do crédito opera como uma dação em pagamento e não como uma venda do crédito.

¹³ Nesse sentido corrobora esse entendimento NELSON ABRÃO: “E, assim sendo, conceitua-os como ‘empresas comerciais que têm por finalidade realizar a mobilização do crédito, principalmente mediante o recebimento, em depósito, de capitais de terceiros, e o empréstimo de importâncias, em seu próprio nome, aos que necessitam de capital’”. Abrão (1998, p. 37).

A atividade de securitização de créditos contemporânea prevê a aquisição específica, eventual ou habitual, de créditos com vencimentos futuros pelo valor presente por um veículo securitizador, independentemente das garantias e das responsabilidades assumidas pela cedente/originadora e demais envolvidos, não importando em nenhum momento em concessão de créditos pela entidade securitizadora à cedente/originadora, se tratado sim de uma compra efetiva.

Ainda que os órgãos de regulação, controle e fiscalização do Sistema Financeiro Nacional possam regular as operações (como cessões de créditos) promovidas por seus participantes (Bancos, Financeiras, etc.), não alcança sua competência às entidades que exercem a atividade de securitização de créditos.

Quanto aos valores mobiliários no mercado, a Comissão de Valores Mobiliários é competente para regular referido endividamento, motivo pelo qual devem ser analisadas as disposições quanto à emissão, subscrição, integralização, colocação e negociação nos mercados primários e secundários de valores mobiliários.

2.3 FORMAS DE ORGANIZAÇÃO – VEÍCULOS UTILIZADOS NO EXERCÍCIO DA ATIVIDADE DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

Considerando a natureza da atividade de securitização de créditos, bem como as modalidades apresentadas, cumpre investigar as formas jurídicas em que referida atividade pode ser exercida, ainda, quais as principais diferenças entre elas.

A forma jurídica mais utilizada no mundo é o *Trust*, conforme consta do relatório final apresentado pelo *Emerging Markets Committee of the International Organization of Securities Commissions* – (IOSCO, 2010, p. 21) – intitulado “*Securitization and Securitized Debt Instruments in Emerging Markets*”, em outubro de 2010 (Figura 03).

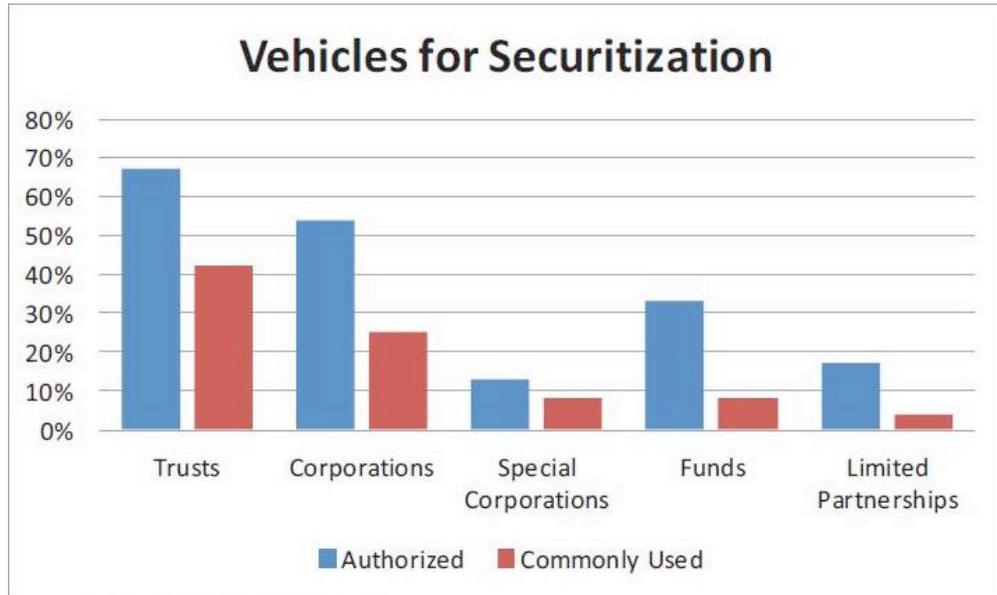


Figure 4: Vehicles for Securitization

Fonte: (IOSCO, 2010, p. 21)

Considerando a origem anglo-saxônica do *trust*, conforme as características de “[...] dicotomia da propriedade, dividida em ‘propriedade de garantia’ e ‘propriedade de fruição’, que faz do *trust* o VPE mais adequado à securitização [...]”, consta como o veículo mais utilizado para tanto no mundo, com exceção do Brasil, de acordo com o exposto por Caminha (2007, p. 103/104):

Ocorre que é difícil a transposição do conceito de propriedade resolúvel para sistemas jurídicos de base romano-germânica, e, por isso mesmo, o *trust* não é um instituto previsto no Direito brasileiro, a exemplo da maioria dos sistemas jurídicos baseados nesse modelo. Assim, no Brasil, os veículos utilizados nas securitizações são sociedades anônimas ou fundos mútuos de investimento.

Ainda que não esteja institucionalizada e presente a figura do *trust* no Direito brasileiro, nada impede que as sociedades anônimas exerçam esse formato, desde que contratualmente definido, cumprindo a legislação contábil e fiscal, conforme escrituração definida em lei, e contabilizando por outra forma o patrimônio separado, repassando os resultados da carteira segregada aos investidores verdadeiros proprietários dos créditos.

Conforme Caminha (2007, p. 102/104), o *trust* é o veículo utilizado nas operações de securitização de créditos pela modalidade *pass-through*, onde os titulares das *pass-through securities* recebem os resultados da carteira de crédito de propriedade dos investidores e propriedade de garantia do *trustee*.

Considerando o perfil das operações de securitização mais comuns no Brasil, onde o veículo securitizador emite duas ou mais séries de valores mobiliários, parte dos títulos emitidos ocorrem pelo método *pay-through*, em que é oferecida remuneração e prazos fixos e mediante um fluxo de pagamento pré-definido, independentemente da liquidação dos créditos que compõem a carteira, e a outra parte dos valores mobiliários é emitida pelo método *pass-through*, pois os investidores desses títulos (cotas seniores geralmente) farão jus ao resultado final da operação, ou seja, receberão os eventuais excedentes, após o pagamento de todos os custos e despesas, diretos e indiretos, pela entidade securitizadora.

Ainda, no exterior são utilizadas estruturas parecidas com as sociedades em comandita por ações, sociedades em conta de participação, fundos de investimentos e sociedades anônimas, sendo que as últimas são as estruturas mais utilizadas no Brasil, e, em virtude disso, serão analisadas com especial ênfase a seguir.

2.3.1 Fundo de Investimento em Direito Creditório - FIDC

A Resolução CMN nº 2.907/2001 autorizou a constituição e funcionamento de fundos de investimentos em direitos creditórios – FIDC – com a possibilidade de adquirir créditos (de todas as naturezas) e emitir quotas no mercado público ou privado, conforme a regulamentação editada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Respeitando as disposições da Resolução CMN, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM – publicou a Instrução CVM nº 356/2001 dispondo sobre as regras a respeito da constituição e funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, sofrendo as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº 393/2003, 435/2006, 442/2006, 446/2006, 458/2007, 484/2010 e 489/2011 e complementada pelas adaptações extremamente necessárias inseridas pela Instrução CVM nº 444/2006 (FIDC NP – Não Padronizado).

A definição proposta no *Manual Uqbar de Securitização Um Glossário de Termos*, permite obter uma noção adequada do instituto, conforme transcrito a seguir:

Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, FIDC Comunhão de recursos que destina parcela mínima de 50% do patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios. Os FIDC podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado e só captam recursos mediante a distribuição de cotas, cuja remuneração e resgate estão atrelados fundamentalmente ao desempenho dos direitos creditórios integrantes do fundo. (Porto, 2006, p. 57)

A definição complementa aquela disposta no artigo 2º, inciso III, da Instrução CVM 356/2001, segundo a qual FIDC é “[...] uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios”.

O FIDC é constituído sob a forma de condomínio aberto (em que é possível o resgate das cotas a qualquer tempo) ou fechado (em que as cotas serão resgatadas somente conforme os casos previstos na Instrução CVM). No mercado secundário as cotas somente podem ser adquiridas por investidores qualificados, e quando a emissão for destinada à colocação pública, as cotas deverão ser classificadas por agência de classificação de risco, bem como será de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais) o valor mínimo para aplicações.¹⁴

A rigidez das normas incidentes sobre os FIDC atinge à denominação do mesmo, que conforme o artigo 4º da Instrução CVM “[...] não pode conter termos incompatíveis com o seu objetivo, devendo constar a expressão ‘Fundo de Investimento em Direitos Creditórios’ [...] identificando, ainda, o direcionamento de parcela preponderante de seus recursos para segmento ou segmentos específicos, quando houver”, como “financeiros”, “imobiliários”, “do agronegócio”, etc.

O instrumento que prevê as normas que se aplicarão às relações entre o FIDC, investidores, cedentes/originadores e agentes envolvidos (administradores, gestores, auditores, *rating*, service, etc.). Além das normas estabelecidas pela Instrução CVM e demais normas, é o Regulamento, que será aprovado pelo administrador do fundo quando da deliberação da constituição do mesmo.

Os FIDC devem ser previamente registrados perante a CVM, e dependendo do formato da sua estruturação, devem contar com a participação de agentes conforme será exposto a seguir, bem como no seu regulamento devem conter as seguintes disposições obrigatoriamente:

Art. 24. O regulamento do fundo deve prever, no mínimo, o seguinte:

¹⁴ Art. 3º da Instrução CVM 356/2001

- I – forma de constituição, se condomínio aberto ou fechado;
- II – taxa de administração ou critério para sua fixação;
- III – taxa de desempenho ou de performance, quando for o caso e critério detalhado sobre a sua cobrança;
- IV – demais taxas e despesas;
- V – política de investimento, discriminando inclusive os critérios de elegibilidade dos direitos creditórios;
- VI – condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas, prevendo inclusive:
 - a) a eventual existência de mais de uma classe ou série de cotas, hipótese em que devem ser especificadas as características, os direitos e obrigações de cada uma das classes e séries, assegurando-se que as cotas subordinadas somente poderão ser resgatadas após o resgate das cotas seniores, ressalvado o disposto no art. 18-A;
 - b) que, na amortização de cotas de fundos fechados, deverá ser assegurado que as cotas subordinadas somente poderão ser amortizadas após a amortização das cotas seniores, ressalvado o disposto no art. 18-B;
 - e
 - c) os critérios de integralização, amortização e resgate em direitos creditórios, observado o disposto no art. 15 desta Instrução.
- VII – prazo de carência e/ou intervalo de atualização do valor da cota para fins do respectivo resgate, em se tratando de fundo aberto;
- VIII – prazo de duração do fundo, que deverá ser determinado ou indeterminado;
- IX – critérios de divulgação de informações aos condôminos;
- X – informações sobre:
 - a) a natureza dos direitos creditórios a serem adquiridos e dos instrumentos jurídicos, contratos ou outros documentos representativos do crédito;
 - b) descrição dos processos de origem dos direitos creditórios e das políticas de concessão dos correspondentes créditos; e
 - c) descrição dos mecanismos e procedimentos de cobrança dos direitos creditórios, inclusive inadimplentes, coleta e pagamento/rateio destas despesas entre os membros do condomínio, caso assim seja determinado pelo regulamento do fundo.
- XI – quando for o caso, referência à contratação de terceiros, com a identificação e qualificação da pessoa jurídica contratada, para prestar os seguintes serviços:
 - a) gestão da carteira do fundo;
 - b) consultoria especializada; e
 - c) custódia.
- XII – possibilidade de nomeação de representante de condôminos, nos termos do art. 31 desta instrução;
- XIII – metodologia de avaliação dos ativos do fundo.
- XIV – os procedimentos a serem adotados na hipótese de rebaixamento de classificação prevista no inciso III do art. 3º da presente Instrução;
- XV – a relação mínima entre o patrimônio líquido do fundo e o valor das cotas seniores, a periodicidade para apuração e divulgação aos cotistas dessa relação e os procedimentos aplicáveis na hipótese de inobservância desse fator; e
- XVI – os eventos de liquidação antecipada do fundo, assegurando, no caso de decisão assemblear pela não liquidação do fundo, o resgate das cotas seniores, pelo valor das mesmas, aos cotistas dissidentes que o solicitarem.
- XVII – autorização para que o custodiante faça a verificação do lastro por amostragem, se for o caso, com especificação dos parâmetros relativos à diversificação de devedores, quantidade e valor médio dos créditos, a serem observados para esse fim (art. 38, §1º).¹⁵

¹⁵ Art. 24 da Instrução CVM nº 356/2001

As disposições obrigatórias no Regulamento do FIDC devem ser discutidas pelos administradores e subscritores, bem como muito bem analisadas pelos adquirentes das cotas, especialmente a política de investimento, onde devem constar informações relevantes.

Dentre essas informações relevantes, devem estar especificadas as características da atuação do fundo, os requisitos dos créditos para composição da carteira do FIDC, todos os riscos envolvidos, quais serão os seguimentos que pretende atuar, eventual possibilidade de promover aplicações que coloque o patrimônio do fundo em risco, eventual possibilidade de o administrador atuar como contraparte do FIDC, ausência de garantia do administrador ou Fundo Garantidor de Créditos – FGC – os limites em que o administrador pode aplicar no fundo, direta ou indiretamente, bem como demais informações relevantes.¹⁶

A política de investimento vincula o administrador, o *service*, e todos os demais prestadores de serviços do fundo, não sendo permitida a esses, qualquer ação que esteja vedada pelo regulamento ou que seja distinta à forma especificamente nele definida, sob pena de incorrer em descumprimento contratual, e, ainda, responsabilização do ente que agiu em desacordo com o regulamento.

As cotas do FIDC não dispõem de instrumento representativo, cártula, mas são comprovadas as titularidades pela escrituração e serão mantidas em conta depósito em nome dos seus titulares pelo agente escriturador, e podem ser de duas espécies: sênior e subordinada.

Admite-se que nos fundos fechados sejam as cotas seniores divididas em séries para fins de amortização, resgate e remuneração, em virtude dos valores e prazos diferenciados, e os titulares dessa espécie de cota “[...] terão o direito de partilhar o patrimônio na proporção dos valores previstos para amortização ou resgate da respectiva série e no limite desses mesmos valores, na data de liquidação, sendo vedado qualquer tipo de preferência, prioridade ou subordinação entre os titulares de cotas seniores”, no caso de liquidação do fundo.¹⁷

Com o objetivo de estabelecer a isonomia entre todos os cotistas, a Instrução CVM nº 356/2001, em seu artigo 12, § 4º, estabelece que “é vedada a

¹⁶ Art. 24, §1º, da Instrução CVM nº 356/2001

¹⁷ “Com efeito, a legislação a respeito de FIDCs admite espécies diferenciadas de quotas – subordinadas e seniores –, sendo que as últimas podem oferecer garantias maiores para seu resgate, podendo, assim, se viável para investidores não qualificados”. Caminha (2007, p. 103).

afetação ou a vinculação, a qualquer título, de parcela do patrimônio do fundo a qualquer classe ou série de cotas”, tornando os valores emitidos lastreados em obrigação indivisível.

A integralização das cotas somente será admitida em dinheiro, seja através da compensação de cheque de emissão do próprio investidor ou transferência bancária de conta corrente de titularidade do investidor, com exceção das cotas subordinadas, onde o artigo 15 admite que tanto a integralização quanto a amortização e o resgate sejam promovidos através de direitos creditórios, desde que de acordo com as disposições do regulamento.

Os fundos dispõem de órgão similar ao de uma sociedade com prerrogativas exclusivas para as tomadas de determinadas decisões, como a alteração do regulamento do fundo, substituição do administrador, incorporação, fusão, cisão ou liquidação do fundo, dentre outras, que é a Assembléia Geral, prevista nos artigos 26 e 27 da Instrução CVM nº 356/2001, e a convocação dos cotistas, bem como o procedimento de deliberação, que devem acontecer nas formas e solenidades previstas no artigo 28, 29 e 30, da mesma instrução.

Quanto aos créditos que servirão de lastro, garantia, do FIDC, o artigo 40 da Instrução CVM nº 356/2001 determina que “Após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, o fundo deve ter 50% (cinquenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado por direitos creditórios [...]”¹⁸, e havendo motivos que justifiquem uma prorrogação, a CVM poderá prorrogar esse prazo por igual período.

Essa regra é importante para evitar acomodação dos gestores do fundo e para que não seja o FIDC utilizado para investimentos de outra natureza que não créditos conforme sua política de investimentos, pois poderá o FIDC aplicar seu capital também em “[...] títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa [...]”¹⁹

A permissão de investimentos em outras modalidades que não créditos existe para que os recursos do fundo não fiquem sem rendimentos, pois as cotas podem prever rendimento fixo, e para poder cumprir as obrigações de pagamentos

¹⁸ Art. 40, da Instrução CVM nº 356/2001

¹⁹ Art. 40, § 1º, da Instrução CVM nº 356/2001

das cotas, na ausência de créditos no mercado para aquisição, os valores disponíveis no fundo renderiam pelo menos uma parte do valor a ser pago aos investidores.

Entretanto, para poder investir em valores mobiliários de renda fixa, é necessário que o gestor e/ou administrador tenham autorização específica da CVM para exercer as atividades de administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas, conforme artigo 40, § 7º, da Instrução CVM nº 356/2001 e artigo 23 da Lei nº 6.385/1976.

Ainda, a legislação prevê limites de aquisição de créditos de um mesmo devedor, conforme as regras previstas. Respeitadas todas as normas burocráticas de administração, gestão, controle do fundo, também deverão ser pagos os custos e despesas do fundo, que somente podem ser deduzidos do patrimônio desse se estiverem previstos no regulamento ou aqueles previstos no artigo 56 da Instrução CVM nº 356/2001, conforme transcrito a seguir:

Art. 56. Constituem encargos do fundo, além da taxa de administração e da taxa de desempenho ou de performance prevista no regulamento respectivo:

- I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;
- II – despesas com impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas, previstas no regulamento do fundo ou na regulamentação pertinente;
- III – despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos condôminos;
- IV – honorários e despesas do auditor encarregado da revisão das demonstrações financeiras e das contas do fundo e da análise de sua situação e da atuação da instituição administradora;
- V – emolumentos e comissões pagas sobre as operações do fundo;
- VI – honorários de advogados, custas e despesas correlatas feitas em defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, caso o mesmo venha a ser vencido;
- VII – quaisquer despesas inerentes à constituição ou à liquidação do fundo ou à realização de assembléia geral de condôminos;
- VIII – taxas de custódia de ativos do fundo;
- IX – no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação; e
- X – despesas com a contratação de agência classificadora de risco.
- XI – despesas com o profissional especialmente contratado para zelar pelos interesses dos condôminos, na forma do inciso I do art. 31.

As despesas que não estejam previstas pelo regulamento e no dispositivo transcrito acima “[...] devem correr por conta da instituição administradora”, conforme determinado pelo parágrafo 1º do artigo transcrito acima.

O instrumento mais explorado, em valores, no Brasil para o desenvolvimento da atividade de securitização de créditos é o FIDC, em parte pela atenção que os órgãos tem empregado na regulação e no estudo do instituto e em parte pela inexistência de personalidade jurídica do instituto, além da não incidência de tributos sobre a receita bruta, faturamento e lucro, que oneram a atividade explorada através de pessoas jurídicas, conforme será analisado adiante.

Quanto à regulação empregada pelas entidades governamentais, as inúmeras alterações que sofreu a Instrução CVM nº 356/2001 desde a sua edição provam que a CVM está ativamente preocupada com a melhor forma de desempenho dos fundos, com o objetivo de proteger investidores e promover a segurança do mercado, na medida do possível.

No que diz respeito à ausência de personalidade jurídica do FIDC, decorre primeiramente da questão ontológica do instituto, corroborada pela definição prevista no artigo 2º, inciso III, da Instrução CVM nº 356/2001, em que o FIDC é “[...] uma comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios”, “[...] constituídos na forma de condomínio aberto ou fechado”.²⁰

Sendo uma “comunhão de recursos”, sob a forma de “condomínio”, o público desde já taxou o fundo como entidade não personificada, aproximando-se muito ao modelo de *trust* comum nos países anglo-saxões, o que é normal em virtude do nascimento do instituto da securitização de créditos nos Estados Unidos.

Portanto, sendo somente um patrimônio, conjunto de dinheiros de outras pessoas (investidores cotistas), ainda que disponha de um número de CNPJ somente para controle das entidades estatais, não é passível de contrair direitos e obrigações, senão em nome do seu administrador, dispondo de um objeto específico, o que como somente uma quantia de capital, inanimada, senão somente por terceiros (administrador, gestor, etc.), segundo a doutrina, confirma a inexistência de personalidade jurídica.

Nesse sentido Oliveira (1979, p. 607) salientou: “Mas, em todos os sistemas, é necessário guardar fidelidade ao ser, respeitar os limites do ontológico. Assim, não serão reconhecidas como pessoas jurídicas realidades a que falem requisitos mínimos de permanência, de continuidade, de consistência”.

²⁰ Art. 3º, inciso I, da Instrução CVM nº 356/2001

Diante dessas características, os FIDC vem servindo de instrumento adequado ao incentivo financeiro de determinadas atividades, específicas ou não, por órgãos públicos, como o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico – BNDES – Conselho Curador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – CCFGTS – diretamente pela União como o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos Sociais – PIPS – instituído pela Lei nº 10.735/2003, conforme Caçando e Garcia (2007, p.78).

Segundo Caminha (2007, p. 103), “Até mesmo o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES tem utilizado os fundos de recebíveis como instrumento de aporte de recursos e financiamento de empresas, uma vez que ele permite estruturas bastante distintas, possibilitando o investimento em setores diversos”.

2.3.2 Pessoas Jurídicas

Considerando o conceito amplo de securitização as pessoas jurídicas foram os primeiros instrumentos a ser utilizados no Brasil, pois sempre que foi possível a emissão de títulos pelas sociedades (debêntures, bônus de subscrição, partes beneficiárias, *commercial paper*, etc.), conforme previsto na legislação vigente²¹ era gerado por uma pessoa jurídica.

A securitização de créditos em sentido estrito tem previsão legal da participação de pessoa jurídica, tendo como exemplo clássico o artigo 3º da Lei nº 9.514/1997, que dispõe, dentre outras matérias, sobre a securitização de créditos imobiliários.²²

As sociedades anônimas, instituídas e reguladas pela Lei nº 6.404/1976 também denominadas de sociedades por ações, são as mais utilizadas no Brasil, senão as únicas utilizadas, e, portanto, assim como os FIDC, serão abordadas com ênfase no presente trabalho, não deixando de apreciar as outras possibilidades existentes.

²¹ Lei nº 6.404/1976

²² Art. 3º da Lei nº 9.514/1997. “Art. 3º As companhias securitizadoras de créditos imobiliários, instituições não financeiras constituídas sob a forma de sociedade por ações, terão por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, podendo emitir outros títulos de crédito, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades”.

2.3.2.1 Sociedade anônima

Diante das diversas opções de emissão de valores mobiliários previstos pela Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404/1976, tornou-se a companhia, ou S/A, a forma mais utilizada, juntamente com os FIDC, como instrumento de securitização, como forma evidente de desintermediação financeira, de acordo com o entendimento de Coelho (2002, p. 112/113) transcrito a seguir:

A sociedade anônima obtém recursos para o desenvolvimento de suas atividades por três diferentes meios. Em primeiro lugar, como qualquer outra pessoa, ela pode tomar dinheiro emprestado de alguém, em especial de uma instituição financeira. Por essa alternativa, ela é a parte de um contrato de mútuo, na condição de mutuária, e a relação jurídica submetese a disciplina do direito contratual. Os dois mecanismos de obtenção de recursos são regulados por normas de direito societário e se viabilizam pela apresentação da empresa como uma opção de investimento. Trata-se da *capitalização* e da *securitização*. Nessas duas alternativas (denominadas 'autofinanciamento'), a sociedade anônima emite valores mobiliários, que são subscritos por investidores, isto é, por pessoas que possuem disponibilidades financeiras, interessadas em empregá-las nalguma atividade econômica com boas perspectivas de progresso e rentabilidade.

Tanto na capitalização como securitização, já se disse, a sociedade emite valores mobiliários. A diferença está relacionada ao tipo pertinente: na primeira hipótese, ações; na segunda, outros valores mobiliários, principalmente debêntures, *commercial papers*. Assim, capitalização pode-se definir, nesse contexto, como o financiamento da sociedade anônima através da emissão de ações (Cap. 21), e securitização, como o seu financiamento pela emissão de outros valores mobiliários.

Os valores mobiliários são títulos (*securities*), emitidos no mercado (privado ou público) pelas sociedades por ações, e são a essência da securitização (titularização), pois securitizar, ou titularizar, é emitir títulos, *securities*.²³

²³ “*Securities: ver ‘Título mobiliário’ ou ‘Valor mobiliário’*”. “Título mobiliário: Qualquer documento representativo de um valor mobiliário. Ver ‘Valor mobiliário’”. “Valor mobiliário: Todo investimento em dinheiro ou bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação pública de recursos, de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter ganho ou benefício futuro. São valores mobiliários, definidos por leis e normativas: as ações, debêntures e bônus de subscrição; os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos relativos aos valores mobiliários; os certificados de depósito de valores mobiliários; as cédulas de debêntures; as cotas de fundos de investimentos em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; as notas comerciais; os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; outros contratos de derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e, 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. Estão excluídos dessa classificação títulos da dívida pública e títulos cambiais de responsabilidade de instituições financeiras, exceto debêntures. Porto (2006, p. 105/106).

O valor mobiliário mais utilizado para o exercício da securitização de maneira geral é a debênture, prevista nos artigos 52 a 74 da Lei nº 6.404/1976, podendo ser definida como “[...] valores mobiliários emitidos pela sociedade anônima, com o principal propósito de captação de recursos destinados ao financiamento de suas atividades”.²⁴

Considerando a legislação remota que prevê a emissão de debêntures, a aplicação à securitização de créditos fica limitada, ou ao menos entrelaçada, à modalidade *pay-through*, pois a emissão das debêntures conferirá “[...] aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão”,²⁵ e dessa forma, os créditos que estão vinculados, lastreando, referenciando, garantindo a emissão não passam à propriedade dos investidores, tendo esses somente o direito de crédito constante da escritura.

Deixando de vislumbrar, a legislação da época, essa possibilidade de utilização da emissão das debêntures, estabeleceu-se somente o direito de crédito dos debenturistas, e não a propriedade dos mesmos sobre os ativos que garantem ou estão vinculados à emissão, entretanto, em caso de não cumprimento das obrigações por parte da companhia, pode o agente fiduciário, ou a assembléia de debenturistas, intervir nas atividades da companhia.

Portanto, as debêntures, ainda que sejam os valores mobiliários mais utilizados na securitização, titularização, dispõem de limitações legais quanto aos efeitos que a operação pode pretender quanto à transferência integral dos ativos securitizados aos investidores, debenturistas.

Entretanto, existem manobras que podem permitir uma operação de securitização de créditos pela modalidade *pass-through*, ou ainda, *CMO*, no entanto, quanto às debêntures, não havendo legislação específica que disponha sobre o assunto, passando toda operação a ser estruturada através de instrumentos contratuais, onde o controle contábil, financeiro, e econômico da operação devem ser promovidos de acordo com as declarações de vontade instituídas documentalmente.

Diferentemente da necessidade de declarações de vontades livres relativas às debêntures, inclusive quanto à eventual formação de um regime fiduciário com a

²⁴ Prosseguindo: “A quase totalidade da doutrina identifica a operação de emissão de debêntures como uma modalidade diferenciada de mútuo, onde a quantia total mutuada é dividida em frações, que são distribuídas entre os credores, chamados de debenturistas”. Bertoldi (2003, p. 304).

²⁵ Art. 52 da Lei nº 6.404/1976.

constituição de um patrimônio separado, o Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI – instituído pelo artigo 6º, da Lei nº 9.514/1997, prevê, a partir do artigo 9º, a possibilidade de instituição do regime fiduciário, inclusive com normas específicas sobre o assunto.

Entretanto, ainda que a opção pela possibilidade de constituição do regime fiduciário, considerando tratar-se o CRI de “[...] título de crédito nominativo, de livre negociação, lastreado em créditos imobiliários e constitui promessa de pagamento em dinheiro”²⁶, a modalidade de estruturação da operação somente será definida completamente pela modalidade de remuneração dos investidores, pois pode a companhia securitizadora somente remunerar com base nos percentuais de renda fixa (*pass-through*) como pode repassar os resultados integrais da carteira de crédito performada (realizada) após os custos e despesas (*pay-through*).

Contemplando a forma das sociedades por ações, certamente é possível afirmar que é um dos instrumentos aptos à securitização de créditos, seja pela possibilidade, legalmente prevista, de emissão de diversos valores mobiliários, seja para liberdade conferida para a emissão dos mesmos, em virtude da modalidade de securitização pretendida, podendo cada operação ser moldada de acordo com os interesses da entidade emissora, investidores e outros participantes.

2.3.2.2 Outras formas de sociedades

Ainda que no Brasil não seja comum a utilização de outras formas jurídicas societárias para a exploração da securitização de créditos, no mundo há dados (IOSCO, 2010, p. 21) de que outra figura é utilizada, as *Limited Partnerships*, que adequadas à legislação pátria, se assemelham às sociedades em comandita, e, considerando a necessidade de emissão de títulos no mercado, no Brasil somente seriam possíveis as sociedades em comandita por ações, que apesar de não se confundir, são regidas pela Lei das Sociedades por Ações, Lei nº 6.404/1976.

Entretanto, considerando a evolução da legislação dos fundos bem como da adequabilidade das sociedades por ações para o exercício da securitização de créditos, certamente esses instrumentos serão por muito tempo os mais utilizados.

²⁶ Art. 6º da Lei nº 9.514/1997.

2.4 AGENTES ENVOLVIDOS NAS OPERAÇÕES DE SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS

A emissão de valores mobiliários merece atenção especial, pois trata-se do endividamento de uma sociedade e por esse motivo deve respeitar tanto as disposições legais vigentes quanto às demais normas expedidas por órgãos de controle e regulação, como a CVM e o BACEN.

Nos casos de emissão pública de valores mobiliários, com negociação no mercado secundário, a preocupação com o mercado, com a proteção dos investidores, a continuidade do exercício das atividades econômicas do emissor, se toma proporções de relevância superior às emissões privadas, onde não há esforços de colocação de valores mobiliários ao público.

Entretanto, ainda nas emissões privadas de valores mobiliários, há agentes que estão envolvidos, desde a estruturação do ente até a liquidação do veículo, sendo que as regras para a obrigatoriedade desses agentes estão discriminadas na legislação vigente e nas normas expedidas por cada entidade reguladora, havendo regras distintas para FIDC e para pessoas jurídicas, conforme passará a demonstrar.

2.4.1 Fundo de Investimento em Direito Creditório – FIDC

Conforme analisado anteriormente, as regras aplicáveis aos FIDC estão consolidadas na Instrução CVM nº 356/2001 e suas alterações e na Instrução CVM nº 444/2006 (FIDC NP), onde estão previstos todos os agentes obrigatórios ou facultativamente presentes na estrutura do veículo securitizador de créditos.

Entretanto, além dos agentes previstos na legislação, outros estão naturalmente envolvidos nesse negócio jurídico complexo, por exemplo, os cedentes (também chamados de originadores dos créditos), que vendem os créditos que dispõem contra terceiros, que são os sacados (clientes do cedente) que contraíram obrigações de pagar algo a curto ou longo prazo perante o cedente.

Os investidores são os cotistas que adquirem as cotas seniores ou subordinadas do fundo e que são proprietários, ainda que indiretamente, do patrimônio do fundo, devendo receber o retorno do capital investido na forma do regulamento de constituição do FIDC.

Agente envolvido importante que necessariamente deve atuar juntamente com o fundo desde a sua constituição até a sua liquidação e encerramento é o Administrador,²⁷ que dispõe de inúmeras obrigações previstas ao longo do referido ato normativo, podendo a administração 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.”²⁸

Conforme prevê o artigo 39 da Instrução CVM nº 356/2001, o administrador pode contratar serviços de consultoria especializada, quer fará a seleção dos direitos creditórios para integrar o fundo, profissional para a gestão da carteira do fundo com terceiros, atuando como *service* que cuida dos ativos, promove a conciliação bancária, emite, envia, baixa boletos de cobrança, etc., e custódia para os créditos e demais ativos integrantes da carteira que compõe o fundo.²⁹

Ainda que o regulamento seja aprovado pelo administrador para a constituição do fundo, é recomendável a presença de assessores jurídicos especializados no assunto para a elaboração dos instrumentos de cessão, pareceres, análise do regulamento, elaboração dos instrumentos societários, como atas das assembleias, registros e demais documentos perante os órgãos de controle, regulamentação e negociação, CVM, custódia, liquidação, etc.

A auditoria independente deve constar no regulamento, conforme determina o artigo 8º, inciso IV, da Instrução CVM nº 356/2001, desempenhando as funções estabelecidas na legislação, assim como a agência de classificação de risco, que pode ser dispensada nas hipóteses previstas no artigo 23-A da instrução mencionada.³⁰

²⁷ Art. 7º da Instrução CVM nº 356/2001: “Art. 7º A constituição do fundo deve ser deliberada por seu administrador, que, no mesmo ato, deve aprovar também o inteiro teor do seu regulamento”.

²⁸ Art. 32 da Instrução CVM nº 356/2001.

²⁹ Art. 40, § 4º, da Instrução CVM nº 356/2001: “Art. 40 [...] §4º Os direitos creditórios e os demais ativos integrantes da carteira do fundo devem ser custodiados, bem como registrados e/ou mantidos em conta de depósito diretamente em nome do fundo, em contas específicas abertas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia - Selic, em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou em instituições ou entidades autorizadas à prestação desses serviços pela referida Autarquia ou pela CVM”.

³⁰ Art. 23-A, incisos I, II e III, da Instrução CVM nº 356/2001: “Art. 23-A. Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que:

I – as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável;

Por mais que nem todos os agentes mencionados estejam obrigatoriamente envolvidos no fundo, quando da estruturação de um FIDC, é de extrema importância prever a presença de todos, e posteriormente, de acordo com a forma de estruturação e emissão dos valores mobiliários, conforme as características da operação, promover as exclusões dos *players* dispensáveis.

2.4.2 Pessoa Jurídica

Assim como no FIDC, o que vai indicar a necessidade da presença obrigatória dos agentes de uma operação de securitização de créditos é a forma da estruturação, bem como, da emissão dos valores mobiliários, se pública ou privada.

Também da mesma forma que o FIDC, a securitização de créditos através de pessoas jurídicas ainda conta com a presença dos cedentes (também chamados de originadores dos créditos), que vendem os créditos que dispõem contra terceiros, que são os sacados (clientes do cedente) que contraíram obrigações de pagar algo a curto ou longo prazo perante o cedente.

Considerando que a securitização de créditos estruturada na forma de pessoa jurídica utiliza preponderantemente a forma societária de sociedade por ações, a presença dos acionistas, donos do capital próprio da sociedade, e que assumem os riscos do negócio é essencial, pois a constituição da companhia somente ocorrerá se dois ou mais sócios assumirem as obrigações e os direitos de acionistas, conforme previsto na Lei nº 6.404/1976.

Diferentemente do FIDC, a companhia securitizadora de créditos não exige a presença de um administrador externo, instituição financeira e afins, pois a administração, gestão, serão exercidas pelos agentes eleitos pela sociedade, podendo ser acionistas ou não.

Conforme a necessidade da emissão de valores mobiliários para a completa estruturação das companhias securitizadoras, também será um dos agentes

II – o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e

III – seja estabelecido no regulamento do Fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, nos termos do art. 2º, §2º da Instrução CVM nº 400/03, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco ora dispensado”.

essenciais da securitização o investidor, seja ele debenturista, titular de certificados (CRI, CRA, etc.), titulares de *commercial papers*, etc.

Cumpra esclarecer que a atividade de securitização não exige necessariamente que existam investidores para que a securitização seja completa, sob pena de não se considerar uma companhia securitizadora, pois assegurar que um investimento seja promovido por terceiros é impossível, assim como é impossível controlar o mercado.

Os investidores estarão presentes à medida que a remuneração prevista nos valores mobiliários for atrativa comparada com os riscos envolvidos na operação, havendo, portanto, a necessidade de o agente encontrar investidores compatíveis com a atratividade e riscos dos valores mobiliários emitidos.

Nas emissões públicas de debêntures assim como nas hipóteses de instituição de regime fiduciário nos CRI, dentre outras possibilidades, haverá a exigência da presença de agente fiduciário, sendo facultativa, entretanto, recomendável, a presença desse nas emissões privadas de debêntures.

Os valores mobiliários emitidos no mercado público deverão ser inscritos em instituição para sua custódia assim como a liquidação, bem como, podendo ser negociadas em bolsas de valores específicas para títulos de renda fixa.

Diferentemente do FIDC, em que o regulamento é deliberado e registrado na CVM pelo administrador, os documentos de constituição de uma sociedade por ações deverá ser elaborado por advogado, que além de acompanhar as relações societárias da companhia, elaborar instrumentos como atas, escrituras de emissão, etc., elaborarão instrumentos de cessão, pareceres, promoverão os registros e demais documentos perante os órgãos de controle, regulamentação e negociação, CVM, custódia, liquidação, etc.

A obrigatoriedade de auditoria independente somente existe nos casos de emissão pública de debêntures, sendo dispensada a sua presença nos casos em que debêntures são emitidas e colocadas de forma privada, sem esforços de colocação ao público, da mesma forma que a agência de classificação de risco, *rating*, somente será exigível nos casos de emissão pública ou quando requerido pelo investidor, entretanto, ainda que não haja exigência legal, a conveniência e importância desses serviços devem ser ponderadas pela companhia emissora dos valores mobiliários.

Finalmente, o contador, profissional que promoverá além do auxílio nos registros da companhia perante os órgãos competentes (Junta Comercial, Receita Federal do Brasil, Previdência Social, Caixa Econômica Federal – FGTS -, etc.), promoverá a manutenção da contabilidade da sociedade e conforme a sua estruturação, do patrimônio separado (regime fiduciário) da companhia, assim como o controle desse patrimônio e dos valores a serem repassados aos investidores no caso de estruturação pela modalidade *pass-through*.

2.5 SECURITIZAÇÃO E ORIGEM OU NATUREZA DOS CRÉDITOS – NATUREZA DA RELAÇÃO ORIGINÁRIA

As operações de securitização de créditos podem ser classificadas pela natureza das relações jurídicas que originaram os créditos que servem de lastro, vínculo, referência, garantia, dos valores mobiliários emitidos.

Essa classificação ainda que pareça desnecessária para os FIDC, apresenta importância sob o aspecto estatístico, conceitual e contratual, principalmente quanto à política de investimentos do fundo.

Para as companhias securitizadoras essa classificação traz mais relevância, seja pelo tipo dos valores mobiliários que admitem o lastro ou a garantia em determinado crédito, seja pela especialidade empregada em determinado setor, ou, ainda, seja pelo regime jurídico tributário adotado, dentre outras ponderações.

Dentre os créditos que são definidos e denominados conforme a relação jurídica que lhe deu origem, é importante citar os seguintes: créditos imobiliários, financeiros, do agronegócio, industriais, comerciais, de prestação de serviços, de locação (nesses compreendidos os sem cessão de mão-de-obra e os com cessão de mão-de-obra incluídos nos serviços em regra), de cessão de direitos (autorais, *royalties*, imagem, etc.), de arrendamento (*Leasing*) mercantil e financeiro, decorrente de ordem judicial (sentença, acórdão, etc.), etc.

É importante mencionar que todos esses créditos para fins de transferência devem estar documentados, e preferencialmente corporificados, de acordo com a legislação vigente, para que a sua transferência ocorra perfeitamente e sem vícios, conforme item a seguir.

2.6 INSTRUMENTOS DE REPRESENTAÇÃO / CORPORIFICAÇÃO DO CRÉDITO – TÍTULOS DE CRÉDITO

Considerando a necessidade de corporificar os créditos para cobrança e transferência, oferecimento em garantia, etc., a legislação desde quando surgiram os primeiros indícios da atividade bancária, institucionalizou os títulos de créditos.

A utilização dos títulos de crédito, bem como a possibilidade de transmissão das obrigações através dos mesmos, fazendo circular o crédito, permite ao mercado um dinamismo, e também permite as operações de securitização de créditos.

Entretanto, a multiplicidade das formas que podem assumir os créditos para fins de corporificá-los torna complexa a atividade de enunciá-los, portanto, adotando a classificação dos créditos conforme acima, ou seja, conforme a relação jurídica que o originou, e vislumbrando uma forma de estabelecer um procedimento didático de apresentação, foram separados os títulos, ou instrumentos representativos de direitos, por ordem (Quadros 01 e 02).

Nem todos os instrumentos mencionados são considerados títulos de crédito, mas mesmo sem essa condição são considerados instrumentos adequados e capazes de representar o direito que uma parte possui contra a outra, e, portanto, passando a representar um crédito.

Quadro 01 - Instrumentos Representativos de Direitos e Créditos Financeiros

Instrumentos Representativos de Direitos e Créditos Financeiros
<u>Financeiros Gerais</u>
Cédula de Crédito Bancário – CCB;
Cédula de Crédito Industrial – CCI;
Cédula de Crédito Comercial
Contrato de Alienação Fiduciária;
Contrato Direto ao Consumidor (Abertura de Conta Corrente);
Contrato de Mútuo com Garantia Hipotecária;
Arrendamento (<i>Leasing</i>) Financeiro;
Serviços Bancários dos Cofres de Segurança
Operação de Custódia de Valores e Títulos
<u>Financeiros Imobiliários</u>
Contrato de Financiamento Imobiliário - SFH
Cédula de Crédito Imobiliário - CCI
<u>Financeiros do Agronegócio</u>
Warrant
Cédula de Crédito do Agronegócio – CCA

Fonte: Própria do Autor

Quadro 02 - Instrumentos Representativos de Direitos e Créditos Não Financeiros

Instrumentos Representativos de Direitos e Créditos NÃO Financeiros
<u>Imobiliários não Financeiros</u>
Escritura de Venda e Compra de Imóvel;
Instrumento de Compromisso de Venda e Compra de Imóveis
Contrato de Locação de Bens Imóveis
<u>Agronegócio Não Financeiro</u>
Instrumento de Fornecimento de Produtos Agrícolas;
<u>Gerais</u>
Cheque;
Duplicata Mercantil;
Letra de Câmbio;
Nota Promissória
Duplicata de Serviço;
Contrato de Venda e Compra (bens móveis);
Contrato de Fornecimento;
Contrato de Prestação de Serviços;
Contrato de Cessão (Precária ou Definitiva) de Direitos;
Contrato de Arrendamento Mercantil (<i>Leasing</i>);
Contrato de Locação de Bens Móveis e Espaços
Precatório;
Sentença/Acórdão;
Contratos Obrigacionais em Geral
Instrumentos Representativos de Direitos de Cartões de Crédito

Fonte: Própria do Autor

A importância de documentar, de acordo com a legislação vigente a relação jurídica é essencial para viabilizar a operação de securitização de créditos, visando a segurança jurídica de todos os envolvidos, principalmente dos investidores na modalidade *pass-through securites*.

É necessário consultar a legislação vigente para cada espécie de título ou contrato, pois eventuais vícios na elaboração do instrumento podem retirar-lhe a qualidade de título de crédito, ou documento hábil a representar o crédito, influenciando na qualificação do mesmo perante agências de classificação de risco, ou, ainda, implicando em dificuldade no recebimento do crédito.

Operações de securitização de fluxo de caixa futuro, onde não há um crédito devidamente estabelecido, mas sim a expectativa de recebimentos, pode ser estruturada com a formalização de contratos gerais, reforçados por pedidos, estatísticas, projeções, etc., a fim de demonstrar a existência de uma expectativa de crédito válida.

Todos os cuidados são necessários para assegurar que a perfeita transferência dos créditos ao veículo securitizador, através da cessão, se opere de forma válida e proporcionando sucesso à operação.

2.7 TRATAMENTO CONTÁBIL E FISCAL

As operações de securitização em que a emissão se dá sem a necessidade de transferência dos ativos para um terceiro veículo permitem que a contabilidade apresentada contemple os valores mobiliários como um mero endividamento da sociedade, com ou sem garantia dos ativos, sejam créditos, imóveis, móveis, etc.

Entretanto, nas operações onde a emissão dos valores mobiliários se dá por veículo securitizador (sociedade securitizadora ou FIDC), com a transferência dos créditos pela cedente/originadora à entidade securitizadora, a contabilidade trabalhará em todas as entidades, conforme verificado a seguir.

2.7.1 Tratamento Contábil no Cedente (Originador)

Considerando que o cedente dispõe de créditos no seu ativo e pretende cedê-los a um veículo securitizador, esse ativo sofrerá alteração da sua natureza, de créditos para dinheiro (caixa/bancos), conforme exercício proposto no *Manual de Contabilidade Societária* da FIECAFI, mencionado a seguir (Quadro 03):

Quadro 03 – Tratamento Contábil no Cedente (Originador)

[...] A SPE emite debêntures lastreadas nos recebíveis no valor de \$ 1.000.000 pagando juros de 5% a.a. A Empresa ABC, em 1º-2-10, transfere para a SPE parte de direitos creditórios no valor de \$ 1.050.000. Em 28-2-X0 a empresa recebe \$ 970.000 (deságio de \$ 80.000) da SPE.

[...]

Cia. ABC - Balanço Patrimonial em 31-1-X0 - Em \$

Ativo		Passivo + PL	
Disponibilidades	1.000	Passivo	
Contas a receber	1.150.000	Contas a Pagar	1.000.000
	1.151.000	PL	151.000
		Capital Social	1.151.000

SPE - Balanço Patrimonial em 31-1-X0 - Em \$

Ativo		Passivo + PL	
Disponibilidades	10	PL	10

i) Na empresa Originadora (ABC):

[...]

1. Na cessão dos direitos creditórios

D -	Direitos Creditórios Cedidos	\$ 970.000
C -	Venda de Recebíveis (conta de resultado)	\$ 970.000
D -	Custo dos recebíveis cedidos /vendidos (conta de resultado)	\$ 1.050.000
C -	Contas a receber	\$ 1.050.000

2. No recebimento dos recursos da

SPE:

D -	Disponibilidades	\$ 970.000
C -	Direitos Creditório Cedidos	\$ 970.000

Esses lançamentos resultam em um impacto negativo de \$ 80.000 (\$ 970.000 - \$ 1.050.000) no resultado do exercício da empresa. Isso é fruto da distorção de as Contas a Receber não terem sido reconhecidas a valor presente, com o efeito do ajuste reduzindo o valor efetivo das receitas das vendas. A legislação brasileira e as normas internacionais permitem isso, mas tecnicamente essa forma deixa muito a desejar.

Por outro lado, se a entidade produz receitas e costumeiramente cede esses direitos de crédito, isso significa que esses ativos financeiros não são corretamente classificados se considerados como recebíveis. Deveria, desde o início, ser considerados como ativos reconhecidos ao valor justo por meio do resultado, o que implicaria na imediata contabilização do ajuste a valor presente como redução do valor das receitas de vendas.

Voltando ao exemplo, após a contabilização teríamos:

Cia. ABC - Balanço Patrimonial em 31-1-X0 - Em \$

Ativo		Passivo + PL	
Disponibilidades	971.000	Passivo	
Contas a receber	100.000	Contas a Pagar	1.000.000
	1.071.000	PL	151.000
		L/P acumulado	(80.000)
		Capital Social	1.071.000

Fonte: Ludícubus (2010, p. 120)

Considerando a operação como venda de um ativo, das contas a receber, créditos de terceiros, certamente que a venda a valor presente a um determinado veículo gera uma perda no órgão emissor, desde que essa operação seja feita como no exemplo no mesmo período, mês.

Entretanto, são inúmeras as variáveis que podem ser aplicadas ao presente caso, como, por exemplo, o recebimento de créditos a longo prazo, realizáveis somente no exercício seguinte, e, que em virtude da sua venda, tornam-se realizados no presente exercício.

A contabilização da perda imediata nesse caso é o impacto que se vislumbraria no balanço patrimonial, entretanto, ainda há a questão do impacto na receita, pois considerando que todos os valores ingressarão como receita, estando a empresa no lucro real, considerando a apuração do lucro pelo regime de competência, todos os valores estariam contabilizados, bastando apurar as perdas, tanto para o regime de apuração por estimativa quanto pelo lucro real ajustado.

Para as sociedades cedentes/originadoras que apuram o lucro presumido, pelo regime de caixa, o impacto pode ser enorme, pois todos os valores pagos referentes a exercícios futuros podem ser apropriados naquele período de apuração (mês/trimestre) como receita, para fins de presunção do lucro, e, portanto, tornando ainda mais onerosa a operação.

Dessa forma, é necessário estudar muito bem todos os custos envolvidos na operação, sendo importante uma análise geral de todos os departamentos, pois o regime tributário do cedente pode ser significado de custos para a operação como um todo.

2.7.2 Tratamento Contábil no Veículo de Securitização

Considerando que o veículo securitizador pode ser uma pessoa jurídica, sociedade por ações predominantemente, ou um FIDC, cada estrutura terá seus impactos contábeis e tributário, sendo que a sociedade por ações sofrerá toda a carga tributária de uma pessoa jurídica bem como o FIDC, como entidade sem personalidade, não terá referidos tributos, mas somente seus cotistas.

Primeiramente, antes de analisar os elementos relacionados à tributação, cumpre estabelecer as premissas de contabilização das informações no veículo, utilizando-se para tanto do exemplo mencionado anteriormente, no impacto contábil da cedente/originadora, conforme poderá ser observado a seguir.

Quadro 03 – Tratamento Contábil no Veículo de Securitização

[...] A SPE emite debêntures lastreadas nos recebíveis no valor de \$ 1.000.000 pagando juros de 5% a.a. A Empresa ABC, em 1º-2-10, transfere para a SPE parte de direitos creditórios no valor de \$ 1.050.000. Em 28-2-X0 a empresa recebe \$ 970.000 (deságio de \$ 80.000) da SPE. A despesa para a emissão das debêntures é de \$ 30.000 e seu prazo é de um ano. Os recebíveis são liquidados conforme seu recebimento e as debêntures são resgatadas no vencimento (com pagamento de juros mais principal).

[...]

SPE - Balanço Patrimonial em 31-1-X0 - Em \$

Ativo		Passivo + PL	
Disponibilidades	10	PL	10
		Contas a Pagar	10

[...]

ii) Na SPE:

Os lançamentos contábeis, incluídas as provisões constantes do Pronunciamento Técnico CPC 08 – Custos de Transação e Prêmios na Emissão de Títulos e Valores Mobiliários, sob o ponto de vista da SPE, são:

1. A empresa ABC transfere os direitos creditórios para a SPE no valor nominal de \$ 1.050.000 por 970.000 (deságio de 80.000):

D - Contas a receber	\$ 1.050.000
C - Receitas a Apropriar (Redutora)	\$ 80.000
D - Direitos Creditórios a pagar	\$ 970000

2. A SPE emite debêntures no valor de \$ 1.000.000, com juros de 5% ($\$ 1.000.000 \times 5\% = \$ 50.000$) e \$ 30.000 de despesas com emissão:

D - Disponibilidades	\$ 970.000
Despesas Financeiras	
C - a apropriar	\$ 30.000
C - Debêntures	\$ 1.000.000

Os seguintes lançamentos seriam feitos até o término da operação:

3. Em 28-2-X0 a SPE paga pelos valores creditórios transferidos pela Cia. ABC o valor de \$ 970.000:

D - Direitos Creditórios a pagar	\$ 970.000
C - Disponibilidades apropriar	\$ 970.000

Os clientes pagam para a SPE os direitos creditórios, no valor de \$ 1.050.000:

D - Disponibilidades	\$ 1.050.000
C - Contas a Receber	\$ 1.050.000

De 28-2-X0 até a 1º-2-X1:

4. A SPE apropria as receitas de acordo com a liquidação dos recebíveis:

D - Receitas a Apropriar	\$ 80.000
C - Receitas Operacionais	\$ 80.000

5. A SPE apropria as despesas financeiras *pro rata temporis* até o vencimento das debêntures:

D - Despesas Financeiras	\$ 80.000
Despesas Financeiras	
C - a	
Aproprias	<u>\$ 30.000</u>
C - Juros a Pagar	\$ 50.000

6. Em 1º-2-X1 ocorre o pagamento dos juros e principal das debêntures:

D - Debêntures	\$ 1.000.000
D - Juros a Pagar	<u>\$ 50.000</u>
C - Disponibilidades	\$ 1.050.000

Fonte: Iudícibus (2010, p. 120/121)

A contabilidade do veículo utilizado para a securitização de créditos é organizada no exercício de forma que os valores da receita equivalem com os valores a receber, trazendo um resulta nulo do exercício da atividade, mas servindo para demonstrar os lançamentos que devem ser promovidos pelas companhias securitizadoras.

Esses registros são aplicados aos FIDC em harmonia às normas da Instrução CVM nº 489/2011, “[...] elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC [...]”³¹

Considerando ainda que como mencionado na obra transcrito às fls. 120 que foram desconsiderados os tributos no exercício, é importante verificar algumas repercussões sobre o assunto.

2.7.2.1 Identificação dos elementos vinculados à contabilidade

Primeiramente cumpre esclarecer que a receita de um veículo que desenvolve a atividade de securitização de créditos pode ser encontrada de acordo com as atividades desempenhadas.

³¹ Instrução CVM nº 489/2011 – “Art. 2º Os FIDC, FIC-FIDC, FIDC-PIPS e os FIDC-NP, ressalvadas as disposições contidas nesta Instrução, devem aplicar os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração dos ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, previstos nas normas contábeis emitidas por esta Comissão aplicáveis às companhias abertas, que tratam do reconhecimento e mensuração, da apresentação e da evidenciação de instrumentos financeiros.

Parágrafo único. O ganho ou a perda resultante de ativo ou de passivo do fundo deve ser reconhecido no resultado do período”.

Caso a companhia securitizadora esteja moldada sob o método *pay-through* a receita será somente o deságio entre o valor futuro do crédito (valor de face) e o valor pago pelos créditos (valor presente), representando essa diferença a receita bruta.

Na eventualidade de a entidade securitizadora atuar como prestadora de serviços, comum nas modalidades espelhadas no *trust*, a receita do *trustee* será a prestação dos serviços prestados aos investidores, verdadeiros proprietários dos créditos, não podendo deixar de ser considerado como um ganho, no caso receita bruta, o valor do deságio pago ao veículo securitizador pela cedente/originadora.

Por se tratar de entidade sem personalidade jurídica, os FIDC não sofrem tributação sobre a receita, ou seja, sobre o deságio, mas somente os investidores pelas remunerações recebidas e pela eventual valorização das cotas, sofrendo sim o *trustee* a tributação pelos serviços prestados ao *trust*.

As pessoas jurídicas que desempenham a atividade de securitização de créditos não podem ingressar no SIMPLES NACIONAL, instituído pela Lei Complementar nº 123/2006, considerando tratar-se de sociedade por ações, diante da vedação expressa dessa forma societária optar pelo regime favorecido.

Até a edição da Medida Provisória nº 472/2009, convertida no exercício subsequente na Lei Ordinária nº 12.249/2010, todas as companhias securitizadoras poderiam optar pela apuração do lucro presumido, sem obrigatoriedade de apuração do lucro real, mesmo em muitas oportunidades sendo vantajosa a apuração do lucro real.

Após referida medida provisória, no exercício de 2010, as companhias que exploravam a atividade de securitização de créditos financeiros, imobiliários e do agronegócio passaram e obrigatoriamente apurar o lucro real, deixando a opção pelo lucro presumido somente à companhias securitizadoras de outros créditos, como os industriais, comerciais, de prestação de serviços, de locação de bens móveis, etc.

Quanto aos percentuais de presunção, considerando que a securitização de créditos não implica em prestação de serviços, ou seja, a receita operacional da atividade decorre do deságio entre o valor pago ao cedente (valor presente) e o valor futuro (valor de face), e, ainda, na modalidade de securitização de créditos *pass-through* quem presta o serviço é o *trustee*, ou seja, o agente administrador, via de regra não há receita de prestação de serviços a ser apropriada pela companhia.

Nesse caso os percentuais de presunção para obtenção das bases de cálculo são de 8% (oito por cento) por cento para a base de cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica – IRPJ – e 12% (doze por cento) para a apuração da base de cálculo da Contribuição Social Sobre Lucro Líquido – CSLL

Entretanto, havendo serviço prestado pela companhia, e auferida receita pelo mesmo, considerar-se-á a presunção em percentual de 32% (trinta e dois por cento), tanto para fins de apuração da base de cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica – IRPJ – quando da Contribuição Social Sobre Lucro Líquido – CSLL.

Ainda, na ocorrência de prestação de serviços pela securitizadora, deverá verificar se a atividade está no rol de serviços onerados pelo Imposto Sobre Serviços – ISS – tributo municipal com normas gerais previstas na Lei Complementar nº 116/2001.

É essencial que todos os encargos sejam apurados quando da estruturação de um veículo, promovendo simulações e estressando os dados com base nos cenários possíveis, prováveis, para que a operação como um todo seja orçada evitando o descontrole de custos e redução dos rendimentos dos investidores, cedentes ou proprietários das companhias.

2.7.2.2 O problema do regime jurídico tributário na atividade de securitização de créditos através de pessoa jurídica

Conforme mencionado anteriormente, as disposições a respeito da atividade de securitização de créditos é pontual, específica para determinados créditos, como os imobiliários, financeiros e do agronegócio, o gerou insegurança nos contribuintes os levando a questionar o próprio fisco sobre o seu entendimento através de consultas.

Desde agosto de 2005, período em que foi publicada a solução de consulta nº 342 pela Divisão de Tributação da 7ª Região Fiscal, conforme ementa transcrita a seguir, mais de uma dezena de soluções de consultas foi apresentada pela Receita Federal, incluindo duas soluções de divergência pela COSIT (SOLUÇÃO DE DIVERGÊNCIA Nº 8 de 13 de Abril de 2011).

EMENTA: EMPRESAS SECURITIZADORAS DE CRÉDITOS, NÃO ESTÃO OBRIGADAS AO REGIME DE TRIBUTAÇÃO PELO LUCRO REAL. Empresa de securitização, pode optar na apuração do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ), pelo Lucro Presumido, desde que cumpra as condições impostas para este tipo de tributação.

Após a publicidade do entendimento da Receita Federal quanto à possibilidade de opção pela apuração do lucro através da presunção, restou a dúvida quanto ao percentual a ser aplicado, mesma dúvida existente quanto à natureza da atividade, se prestadora de serviços ou não.

Dessa forma, novamente os contribuintes solicitaram à Receita Federal resposta, conforme os questionamentos sobre o percentual a ser aplicado à receita bruta para obtenção do valor da base de cálculo para fins de incidência do IRPJ e CSLL, o que resultou na solução de consulta nº 33 de 2009, conforme ementa transcrita:

SOLUÇÃO DE CONSULTA Nº 33 de 06 de Fevereiro de 2009 – Disit 08

ASSUNTO: Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica - IRPJ

EMENTA: COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS. LUCRO PRESUMIDO. OPÇÃO. BASE DE CÁLCULO. Por não se enquadrar em qualquer das condições de obrigatoriedade de tributação do Imposto de Renda pelo Lucro Real, a companhia securitizadora pode optar pelo Lucro Presumido, desde que atendidas as demais condições estipuladas em lei. Para efeitos de apuração da base de cálculo presumida do IRPJ por empresa cuja atividade é a securitização de ativos empresariais, inexistente esteio legal para excluir da receita bruta auferida os custos referentes à aquisição de recebíveis. Sobre a receita bruta apurada incide o percentual de 8%.

A resposta da solução de consulta foi a de que os percentuais de presunção, a ser aplicados sobre a receita bruta seriam de 8% (oito por cento) para a apuração do IRPJ e 12% (doze por cento) para apuração da CSLL.

Com a publicação da Medida Provisória nº 472/2009, convertida na Lei nº 12.249 em 11 de junho de 2010, as pessoas jurídicas “que explorem as atividades de securitização de créditos imobiliários, financeiros e do agronegócio”, foram obrigadas à apuração do lucro real, sendo vedada a opção pela apuração pelo lucro presumido, restando duas dúvidas: i) a partir de quando estaria vigente a obrigação mencionada; e ii) se atingiria a todas as companhias securitizadoras, inclusive aqueles que “securitizam” créditos que não são imobiliários, financeiros ou do agronegócio.

A primeira questão pode ser respondida através da consulta e interpretação de texto de lei, especialmente pela norma do artigo 62, § 2º da Constituição da República de 1988, conforme texto transcrito a seguir:

Ar. 62. [...]

§ 2º Medida provisória que implique instituição ou majoração de impostos, exceto os previstos nos arts. 153, I, II, IV, V, e 154, II, só produzirá efeitos no exercício financeiro seguinte se houver sido convertida em lei até o último dia daquele em que foi editada.

Nesse caso, referente a data da vigência e eficácia da norma que alterou o regime de tributação da atividade pesquisada, mais duas situações têm que ser verificadas, sendo uma delas (i) o eventual aumento de tributos ao contribuinte, e a segunda, (ii) quando foi convertida em lei a medida provisória.

A primeira situação somente pode ser auferida mediante apreciação do caso concreto, mas pela experiência é possível que a alteração do regime tributário acarrete majoração da carga tributária, pois depende de levantamento técnico de todas as demonstrações financeiras da sociedade bem como a simulação dos tributos a pagar apurados tanto pela sistemática do lucro real quanto pela do lucro presumido.

Nesse caso, constatando que a apuração dos tributos a pagar conforme o regime tributário do lucro real repercute em tributos pagos em valor superior à apuração promovida conforme o lucro presumido, estar-se-á diante da constatação material de aumento da carga tributária, incidindo, portanto, a norma do artigo 62, § 2º, da Constituição da República Federativa do Brasil de 1988.

Quanto à conversão da Medida Provisória nº 472/2009 em lei, consta do Diário Oficial da União a publicação da Lei nº 12.249 em 11 de junho de 2010, logo, somente no exercício financeiro subsequente, sendo a Medida Provisória do ano de 2009 e a lei convertida de 2010, o que permite o entendimento de que a obrigatoriedade somente estaria vigente para o exercício financeiro de 2011, ou seja, o exercício seguinte à conversão da Medida Provisória em lei, que ocorreu em 2010.

No que diz respeito à amplitude dos contribuintes que poderiam ser atingidos com a norma prevista no artigo 22 da Medida Provisória nº 472/2009, novamente, contribuintes inseguros com o tema recorreram ao instrumento da Consulta à Receita Federal do Brasil, considerando que o que determina a espécie do veículo

de securitização é a natureza do crédito adquirido do originador, ou cessionário, conforme observado no item 2.5 deste trabalho.

Diante das perguntas formuladas por companhias securitizadoras de Créditos que adquirem outros créditos, que não correspondem a créditos imobiliários, financeiros e do agronegócio, a Solução de Consulta nº 02/2010 da Divisão de Tributação (DISIT) da 3ª Região Fiscal apresentou a seguinte manifestação:

SOLUÇÃO DE CONSULTA Nº 2 de 12 de Fevereiro de 2010 - Disit 03

ASSUNTO: Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica - IRPJ

EMENTA: IMPOSTO DE RENDA DA PESSOA JURÍDICA. ATIVIDADES DE SECURITIZAÇÃO. CRÉDITOS OUTROS. APURAÇÃO COM BASE NO LUCRO REAL. NÃO OBRIGAÇÃO. A pessoa jurídica que explora as atividades de securitização de outros créditos que não sejam os vinculados aos ramos imobiliário, financeiro e do agronegócio, e desde que não se enquadre ou desenvolva atividades que possam se subsumir nos demais incisos do artigo 14 da Lei n.º 9.718, de 1998, não é obrigada à apuração pelo lucro real.

As afirmações foram reiteradas em outras soluções de consulta pela mesma DISIT da 3ª Região Fiscal, consolidando o entendimento de que companhias securitizadoras que adquirem créditos cuja origem é de operações da indústria, comércio, locação de coisas, prestação de serviços, com entes públicos, etc., não estão obrigadas à apuração do lucro real.

Nesse meio tempo, algumas soluções de consultas foram publicadas, reiterando parte dos entendimentos, mas divergindo em parte quanto ao percentual de presunção a ser aplicado à receita para a obtenção da base de cálculo do IRPJ e CSLL, o que é o caso da Solução de Consulta nº 151 de 25 de Junho de 2010, proferida pela Disit da 9ª Região Fiscal.

SOLUÇÃO DE CONSULTA Nº 151 de 25 de Junho de 2010 – Disit 09

ASSUNTO: Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica - IRPJ

EMENTA: SECURITIZAÇÃO. LUCRO PRESUMIDO. RECEITA BRUTA. **Nas aquisições de direitos creditórios efetuadas por empresas de securitização, a receita bruta corresponde à diferença verificada entre o valor de aquisição e o valor de face do título ou direito creditório adquirido.** Nesse caso, o percentual de presunção a ser aplicado é o relativo à prestação de serviços em geral.

Ainda que o conceito de receita bruta corroborasse com a natureza da atividade, com a doutrina e com as demais soluções de consulta, ou seja, que “[...] a receita bruta corresponde à diferença verificada entre o valor de aquisição e o valor

de face do título ou direito creditório adquirido [...]”, divergiu quanto ao percentual a ser aplicado a essa receita bruta para a obtenção da base de cálculo do IRPJ e CSLL.

Nessa solução de consulta foi afirmando que os percentuais a serem aplicados seriam aqueles relativos à prestação de serviços, ou seja, 32% (trinta e dois por cento) tanto para a base de cálculo do IRPJ quanto da CSLL.

Essa divergência foi levada à Coordenação Geral de Tributação (COSIT) que proferiu a Solução de Divergência nº 08 de 13 de abril de 2011, corroborando os termos das soluções de consultas anteriores à Solução de Consulta nº 151/2010, conforme ementa transcrita:

SOLUÇÃO DE DIVERGÊNCIA Nº 8 de 13 de Abril de 2011 - COSIT
 ASSUNTO: Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica - IRPJ
 EMENTA: SECURITIZAÇÃO. LUCRO PRESUMIDO. BASE DE CÁLCULO. Para fins de apuração da base de cálculo do IRPJ das pessoas jurídicas, optantes pelo regime de lucro presumido, que exploram atividade de securitização de créditos, inexistente base legal para excluir da receita bruta auferida o custo de aquisição dos direitos creditórios. O percentual de presunção a ser aplicado sobre a receita bruta é de 8%. Excetuam-se do acima disposto as sociedades securitizadoras de créditos imobiliários, financeiros e do agronegócio, visto que encontram-se obrigadas à apuração do lucro real, de acordo com o inciso VII do art. 14 da Lei nº 9.718, de 1998.

Logo, ficou estabelecido que o percentual aplicável sobre a receita bruta para a obtenção da base de cálculo do IRPJ é de 8% (oito por cento) e da CSLL é de 12% (doze por cento), permanecendo o conceito de receita bruta inerente à atividade, que busca a diferença entre o valor de face do título representativo do crédito e o valor de aquisição, que corresponde ao valor líquido pago ao cedente.

Em 06/06/2011 foi publicada nova solução de consulta, praticamente encerrando a discussão sobre a obrigatoriedade de apuração do lucro real, somente vinculando as companhias securitizadoras de créditos financeiros, imobiliários e do agronegócio, conforme pode ser observado a seguir.

SOLUÇÃO DE CONSULTA Nº 39 de 06 de Junho de 2011 – Disit. 01
 ASSUNTO: Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica - IRPJ
 EMENTA: SECURITIZAÇÃO DE DIREITOS CREDITÓRIOS. CRÉDITOS OUTROS. APURAÇÃO COM BASE NO LUCRO REAL. NÃO OBRIGAÇÃO. A pessoa jurídica que explora as atividades de securitização de outros créditos que não sejam os vinculados aos ramos imobiliário, financeiro e do agronegócio, e desde que não se enquadre ou desenvolva atividades que possam se subsumir nos demais incisos do artigo 14 da Lei n.º 9.718, de 1998, não é obrigada à apuração pelo lucro real.

A novidade ficou por conta da Solução de Consulta nº 177/2011, cuja ementa segue transcrita, mencionando o entendimento da receita para o contribuinte consulente quanto às “tarifas” eventualmente cobradas pelas Companhias Securitizadoras.

SOLUÇÃO DE CONSULTA Nº 177 de 16 de Agosto de 2011 – Disit. 09

ASSUNTO: Contribuição Social sobre o Lucro Líquido - CSLL

EMENTA: SECURITIZAÇÃO. LUCRO PRESUMIDO. TARIFAS. PERCENTUAL DE PRESUNÇÃO. Na atividade de securitização de créditos, as receitas decorrentes de: tarifa para emissão e colocação de títulos de crédito e valores mobiliários; taxa de administração de carteira de direitos de crédito; tarifa de boleto de cobrança bancária, de instruções de prorrogação de prazos, baixas, protestos, sustação de protestos e outras ocorrências; todas cobradas do originador, estão sujeitas ao percentual de presunção 32% (trinta e dois por cento).

Considerando a inexistência de regulação específica da atividade econômica, as receitas de uma companhia securitizadora derivam de diversas fontes, podendo elas vir somente do deságio aplicado ao cedente, mas também, através da cobrança de tarifas, o que advém da criatividade dos empreendedores do ramo assim como demais receitas.

A Associação Nacional das Securitizadoras de Ativos Empresariais – ANSAE – tem o entendimento de que as companhias securitizadoras não devem promover a cobrança dessas tarifas dos originadores dos créditos, cedentes, devendo auferir suas receitas somente do deságio obtido com a aquisição do crédito, tendo esse diferencial o seu propósito específico.

Entretanto, como não há nenhuma legislação específica sobre o assunto, imperando, portanto, as normas que garantem constitucionalmente o livre exercício de profissão e atividade econômica, não há nada que impeça o empreendedor a obter a receita referente à riqueza que produziu, seja serviço, produto, ou qualquer outro benefício.

E nesse sentido, tratando-se as receitas decorrentes de remuneração por eventuais serviços prestados, correta a interpretação do fisco de que sobre essas receitas os percentuais de presunção de trinta e dois por cento (32%) tanto para a apuração da base de cálculo presumida do IRPJ e da CSLL a pagar, conforme previsto no artigo 15, inciso § 1º, inciso III, da Lei nº 9.249/1995.

As soluções de consultas e divergências proferidas pela Receita Federal do Brasil possuem eficácia entre a parte consulente e o órgão arrecadatório, podendo servir como uma exteriorização do entendimento possível da Fazenda Nacional, ou seja, tendo eficácia normativa conforme previsto pelo artigo 100, incisos II e III, do Código Tributário Nacional, conforme pode ser observado a seguir.

Art. 100. São normas complementares das leis, dos tratados e das convenções internacionais e dos decretos:

I - os atos normativos expedidos pelas autoridades administrativas;

II - as decisões dos órgãos singulares ou coletivos de jurisdição administrativa, a que a lei atribua eficácia normativa;

III - as práticas reiteradamente observadas pelas autoridades administrativas;

IV - os convênios que entre si celebrem a União, os Estados, o Distrito Federal e os Municípios.

Parágrafo único. A observância das normas referidas neste artigo exclui a imposição de penalidades, a cobrança de juros de mora e a atualização do valor monetário da base de cálculo do tributo.

Corroborando esse entendimento Melo (2001, p. 134) apresenta quais os termos em que as Soluções de Consulta podem ser consideradas normas complementares à legislação vigente, conforme pode ser observado a seguir.

As decisões dos órgãos singulares ou coletivos de jurisdição administrativa, a quem a lei atribua eficácia normativa (art. 100, II, CTN), também enquadram-se como complementares. Trata-se de normas previstas nos decretos e regimentos internos dos Conselhos de Contribuintes e Tribunais Administrativos, do Ministério da Fazenda, Secretarias de Estado, Distrito Federal, e Municípios, decorrentes de jurisprudência consolidada a respeito de determinadas matérias tributárias, desde que não contrariem a jurisprudência do Judiciário. Refletem o entendimento desses órgãos julgadores, podendo ser promovida a respectiva homologação por autoridade superior, a fim de ser obedecido pelos agentes fiscais, evitando procedimentos descoincidentes com a postura da cúpula fazendária.

As práticas reiteradamente observadas pelas autoridades administrativas (inciso III do art. 100 do CTN) representarão normas complementares, como ocorre nos pronunciamentos uniformes da Fazenda, em respostas às consultas formuladas pelos contribuintes ao procederem à interpretação da legislação tributária. Enquadra-se nesta situação as respostas exaradas por órgão consultivo da Fazenda sobre um determinado procedimento tributário, que podem ser aplicadas por quaisquer contribuintes, ainda que não tenham formulado consulta específica à Fazenda.

Entretanto, recentemente, em 26 de junho de 2012 a DISIT da 8ª Região Fiscal proferiu solução de consulta em sentido contrário às anteriores, conforme pode ser verificado da ementa transcrita a seguir:

SOLUÇÃO DE CONSULTA Nº 179 de 26 de Junho de 2012 – Disit 08

ASSUNTO: Imposto sobre a Renda de Pessoa Jurídica - IRPJ

EMENTA: OBRIGATORIEDADE DE APURAÇÃO PELO LUCRO REAL. As securitizadoras de recebíveis que explorem a compra ou outra modalidade de aquisição onerosa de direitos creditórios resultantes de vendas mercantis a prazo ou de prestação de serviços encontram-se obrigadas à apuração pelo Lucro Real.

Ainda não há notícias quanto ao pedido de unificação do entendimento recente com os anteriores, seja mediante solução de divergência provocada à Coordenação Geral de Tributação (COSIT), ou qualquer outro meio, sendo nesse sentido irrelevante o caráter normativo da decisão, uma vez que, observando os ensinamentos de Melo (2001, p. 134) atualmente não há “[...] pronunciamentos uniformes da Fazenda [...]”, mas sim divergência.

Dessa forma, as soluções de consultas servem muito mais como um conforto ao empreendedor que atua no exercício da atividade de securitização de créditos de natureza diversa, que não trabalham com créditos financeiros, imobiliários ou do agronegócio, do que como uma fonte de segurança jurídica, pois nada impede que haja uma atuação em sentido distinto do previsto nas soluções de consultas prévias, ou pronunciamentos distintos dos já existentes, como aconteceu com a Solução de Consulta nº 179 de 26 de Junho de 2012 – Disit 08, e desde que obviamente tais atuações estejam fundamentadas nas normas inseridas no ordenamento jurídico pátrio.

Ainda, quanto à diversificação das receitas auferidas pelas companhias securitizadoras, duas situações importantes devem ser observadas: (i) A primeira delas é a de adequar seu plano de contas às receitas auferidas, segregando cada receita dentro de uma conta específica, havendo uma conta de deságio e outra conta de tarifas (que por natureza decorre de um serviço prestado) e outras receitas, tomando o cuidado para não confundir sua atividade com a atividade de fomento mercantil (*factoring*); (ii) segundo, recomenda-se que cuidados sejam tomados para que a companhia securitizadora não exerça atividades estranhas as do seu segmento, como por exemplo, realizando mútuos financeiros, ou serviços exclusivos praticados por outras entidades, com objetivos distintos, quais sejam, as instituições financeiras, as quais como vimos acima, estão obrigadas a apuração pelo lucro real para fins de base de cálculo para IRPJ e CSLL.

Desta forma, as atividades exercidas pelas companhias securitizadoras estão devidamente amparadas pela legislação, sendo desnecessárias, outras

regulamentações, devendo, no entanto, o empresário estar ciente do âmbito das atividades que possa explorar, e a forma de contabilização e tributação das mesmas.

Havendo o real interesse em obter segurança jurídica firme, previamente a um eventual procedimento administrativo, pode a sociedade provocar a autoridade administrativa para responder seu questionamento quanto as suas dúvidas, e não satisfeito, ajuizar medida perante o órgão judicial competente (p.ex: impetrar mandado de segurança), provocando a manifestação sobre o tema, no caso concreto, pela Função Judiciária do Poder.

3 CONCLUSÃO

Considerando os fundamentos apresentados torna-se viável a formação de uma idéia concreta do instituto da securitização de créditos, bem como dos elementos que estão envolvidos nessa idéias sob o aspecto legal e contratual.

Para fins de conceituação, definição, do termo, securitização de créditos é a atividade de emissão de valores mobiliários no mercado público ou privado vinculado, referenciado, lastreado, ou garantido, por créditos com vencimentos de curto ou longo prazo.

Concebida como uma idéia do que a maioria da doutrina chama de “desintermediação” financeira, evoluiu a “securitização” tradicional, ou em sentido amplo, para a securitização de créditos, onde os valores mobiliários passam a ter uma relação com bens do ativo da entidade emissora, no caso créditos de terceiros, constantes do contas a receber.

Diante da evolução constante dos institutos relacionados, a operação ganhou *status* de *Project Finance*, em que um veículo (pessoa jurídica ou FIDC) é estruturado para receber a operação, emitindo valores mobiliários no mercado para adquirir créditos dos cedentes/originadores.

Essa estrutura pode ser estruturada sob diversas modalidades, dentre elas o *pass-through*, em que os frutos dos créditos, deduzidos os custos, são passados diretamente aos investidores, ou o *pay-through*, em que os títulos emitidos são como uma renda fixa, com fluxo de pagamento e valores fixos (pré ou pós-fixados), e são pagos com os valores dos créditos liquidados na estrutura de securitização, ficando o remanescente, excedente, na estrutura.

No Brasil a securitização de créditos ganhou mercado principalmente quanto aos créditos financeiros, imobiliários e do agronegócio, provavelmente por serem áreas que mais tiveram o interesse do legislador, e por isso vêm se desenvolvendo continuamente.

A securitização de créditos é uma importante forma de obtenção de capital, tanto que tanto a CVM quanto às demais entidades vinculadas ao mercado público vêm se debruçando sobre o instituto, regulando o mesmo, permitindo a captação pública, bem como atribuindo segurança ao passo de entidades públicas como BNDES e CCFGTS estabelecerem incentivos a determinadas áreas sob as vestes das operações de securitização de créditos.

Preponderantemente uma atividade em que se resume na aquisição de créditos com vencimentos futuros, tem como receita o deságio das operações, sendo esse a diferença entre o valor futuro (valor de face ou de vencimento do crédito) e o valor presente (valor pago ao cedente), podendo em algumas hipóteses prestar serviços relacionados ao assunto, como a gestão dos créditos para o investidor, não havendo prestação de serviços ao cedente.

Dispõe a securitização de créditos de diversos agentes envolvidos, principalmente sob a forma de FIDC em que as cotas são destinadas à captação pública, tendo como entidades obrigatórias o administrador, gestor e custodiante, assim como a emissão pública de debêntures na sociedade securitizadora por ações exige a presença de um agente fiduciário.

Na contabilidade das operações, o cedente/originador deve estar atento para a estruturação da operação, pois a venda de recebíveis de longo prazo pode gerar um impacto grande na receita quando o regime de tributação permitir a apuração pelo regime de caixa, onerando a operação no aspecto tributário.

Dentre os argumentos apresentados, dados estudados, a securitização de crédito se apresenta como um instituto presente com evolução para o futuro no mercado nacional, em que a supressão das instituições financeiras intermediadoras dos créditos aproximam os agentes superavitários (investidores) dos deficitários (emissor de valores mobiliários), permitindo a captação direta de dinheiro para investimentos, seja para estimular uma atividade ou para manter a própria atividade de securitização com a aquisição de mais créditos.

REFERÊNCIAS

- ABRÃO, Nelson. **Direito Bancário**. 4ª Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1998.
- BERTOLDI, Marcelo. **Curso avançado de direito comercial**. Volume 1. 2ª Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2003.
- CAMINHA, Uinie. **Securitização**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CANÇADO, Thais Romano. GARCIA, Fabio Gallo. **Securitização no Brasil**. São Paulo: Atlas, 2007.
- COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Comercial**. Vol. 02. 5ª ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- DAVIDSON, Andrew. SANDERS, Anthony. WOLFF, Lan-Ling. CHING, Anne. **Securitization: structuring and investment analysis**. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003.
- FERGUSON, Niall. *A lógica do dinheiro*. São Paulo: Record, 2007.
- GOUVEIA, Nelson. **Contabilidade Básica**. 2 ed. São Paulo: Harba, 2001.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de ... [et. al.]. **Manual de contabilidade societária**. São Paulo: Atlas, 2010
- KÊNIA, Mirian. Do “contas a receber” para o caixa. **Revista Capital Aberto Especial**. São Paulo, Especial, p. 23/18, 04/2008.
- KÊNIA, Mirian. Menos imobilizado, mais caixa. **Revista Capital Aberto Especial**. São Paulo, Especial, p. 31/34, 04/2008.

- KETKAR, Suhas. RATHA, Dilip. Recent Advances in Future-Flow Securitization. In **The Financier**. Volume 11/12, 2004-2005. Disponível na internet: <http://www.dilipratha.com/ffsecuritization.htm> . Acesso em 20/03/2011.
- MELO, José Eduardo Soares de, **Curso de direito tributário**. 2. Ed. São Paulo: Dialética, 2001.
- MENDONÇA, J. X. Carvalho de. Tratado de Direito Comercial Brasileiro. Rio de Janeiro: Editora Russell, 1997, volume VII, 3ª parte, p. 119, in ABRÃO, Nelson. Direito Bancário. 4ª Ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1998, p. 115
- MOSQUEIRA, Roberto Quiroga. *Tributação no mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 20 e s. in CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª Ed. São Paulo: Saraiva, 2007
- NERY JUNIOR, Nelson. NERY, Rosa Maria de Andrade. **Código Civil Comentado**. 4 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2006.
- OLIVEIRA, José Lamartine Correia de. **A dupla crise da pessoa jurídica**. São Paulo: Saraiva, 1979
- PORTO, Adriane Cabral da Silva... et al. **Manual Uqbar de Securitização: um glossário de termos**. Rio de Janeiro: Uqbar Educação, 2006.
- RANIERI, Lewis. The origins of securitization, source of its growth, and its future potential. In KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michal J. (Coords.). **A primer on Securitization**. Cambridge: MIT Press, 1996.
- REQUIÃO, Rubens. **Curso de direito comercial**. 2 vol. 21 ed. São Paulo: Saraiva, 1998.
- SCHWARCZ, Steven L. *The Future of Securitization*. Disponível na internet: <http://www.law.ox.ac.uk/published/lectures/LeverhulmeLectureFutureOfSecuritization.pdf>. Acesso em: 15/03/2011.

SILVA, João Calvão da. **Titularização de Créditos Securitization**. 2 ed. Coimbra: Livraria Almedina, 2005.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil: teoria geral das obrigações e teoria geral dos contratos**. 3 ed. São Paulo: Atlas. 2003.

BRASIL. Constituição (1988). Constituição [da] Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF: Senado Federal.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF, 01 jan., 1965. – disponível na internet: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L4595.htm

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF, 17 dez., 1976. Suplemento. – disponível na internet: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L6404consol.htm

BRASIL. Lei nº 8.668, de 25 de junho de 1993. Dispõe sobre a constituição e o regime tributário dos Fundos de Investimento Imobiliário e dá outras providências. Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF, 28 jun., 1993. Suplemento. – disponível na internet: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L8668.htm

BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Dispõe sobre Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências. Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF, 21 nov., 1997. Retificado em 24 nov. 1997. – disponível na internet: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9514.htm

BRASIL. Lei nº 10.931, de 02 de agosto de 2004. Dispõe sobre o patrimônio de afetação de incorporações imobiliárias, Letra de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Imobiliário, Cédula de Crédito Bancário, altera o Decreto-Lei nº 911, de 1º de outubro de 1969, as Leis nº 4.591, de 16 de dezembro de 1964, nº 4.728, de 14 de julho de 1965, e nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, e dá outras providências. Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF, 03 agos., 2004. – disponível na internet: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L10.931.htm

BRASIL. Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004. Dispõe obre 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. Diário Oficial [da] Republica Federativa do Brasil. Brasília, DF, 31 dez., 2004. – disponível na internet: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2004/Lei/L11076.htm

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 1.762, de 31 de outubro de 1990 Programa federal de desregulamentação Decreto no. 99.179, de 15.03.90 - estabelece e consolida normas sobre cessões de crédito entre instituições financeiras e sociedades de arrendamento mercantil. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 31 out., 1990. – disponível na internet: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1990&numero=1762>

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 1.834, de 26 de junho de 1991. Faculta a captação de recursos no exterior, com estabelecimento de vínculo a

exportações. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 26 jun., 1991. – disponível na internet:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1991&numero=1834>

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 1.962, de 27 de agosto de 1992. Altera e consolida normas sobre cessões de crédito. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 27 ago., 1992. – disponível na internet:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1992&numero=1962>

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 2.026, de 24 de novembro de 1993. Faculta a aquisição e a retrocessão de direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços pelas instituições que especifica. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 24 nov., 1993. – disponível na internet:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1993&numero=2026>

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 2.493, de 07 de maio de 1998. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 07 mai., 1998. – disponível na internet:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1998&numero=2493>

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 26 jan., 2000. – disponível na internet:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2000&numero=2686>

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 2.907, de 29 de novembro de 2001. Autoriza a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em

direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 29 nov., 2001. – disponível na internet: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2001&numero=2907>

BRASIL. Resolução BACEN/CMN nº 2.686, de 26 de janeiro de 2000. Estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 26 jan., 2000. – disponível na internet: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=2000&numero=2686>

BRASIL. Circular BACEN nº 1.979, de 27 de junho de 1991. Dispõe sobre a captação de recursos externos, com estabelecimento de vínculo a exportações - Res. no 1.834, de 26.06.91. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 27 jun., 1991. – disponível na internet: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=circ&ano=1991&numero=1979>

BRASIL. Circular BACEN nº 3.027, de 22 de fevereiro de 2001. PROGRAMA NACIONAL DE DESBUROCRATIZAÇÃO - Institui e regulamenta o Registro Declaratório Eletrônico (RDE) de empréstimos entre residentes ou domiciliados no País e residentes ou domiciliados no exterior e de captação de recursos no exterior com vínculo a exportações. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 22 fev., 2001. – disponível na internet: <http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=circ&ano=2001&numero=3027>

BRASIL. Circular BACEN nº 3.491, de 24 de março de 2010. PROGRAMA NACIONAL DE DESBUROCRATIZAÇÃO - Altera o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (RMCCI). Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 24 mar., 2010. – disponível na internet:

<http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=circ&ano=2010&numero=3491>

BRASIL. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 17 dez., 2001. – disponível na internet: <http://www.cvm.gov.br/asp/cvmwww/atos/exiatio.asp?file=inst\inst356consolid.htm>

BRASIL. Instrução CVM nº 444 de 08 de dezembro de 2006. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 08 dez., 2006. – disponível na internet:

<http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CB0QFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cvm.gov.br%2Fasp%2Fcvmmwww%2Fatos%2Fatos%2Finst%2Finst444.doc&ei=3wJiUJOB5Sk8gT9xYGwDg&usg=AFQjCNFcFB0U4kAFw-Sf6jcaT8ewJW1Rfg>

BRASIL. Instrução CVM nº 489 de 14 de janeiro de 2011. Dispõe sobre a elaboração e divulgação das Demonstrações Financeiras dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e dos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC, regidos pela Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS, regidos pela Instrução CVM nº 399, de 21 de novembro de 2003 e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados – FIDC-NP, regidos pela Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 14 jan., 2011. – disponível na internet: <http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cvm.gov.br%2Fasp%2Fcvmmwww%2Fatos%2Fatos%2Finst%2Finst489.doc&ei=agNiUK6wB4qk9ASWjYCACA&usg=AFQjCNEshfexb1bm3mPvFtZ3xTUwWPjzKw>

BRASIL. Instrução CVM nº 414 de 30 de dezembro de 2004. 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. Diário Oficial [da] União. Brasília, DF, 30 dez., 2004. – disponível na internet:

http://www.google.com.br/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0CCAQFjAA&url=http%3A%2F%2Fwww.cvm.gov.br%2Fasp%2Fcvmmwww%2Fatos%2Fexi%2Fato.asp%3Ffile%3D%255Cinst%255Cinst414.htm&ei=-wNiUK_1E4Ls8wSCy4G4Dg&usg=AFQjCNGA1sMx2kCvEdW4FbBzREVMeykd9A