

---

**FACULDADES INTEGRADAS  
“ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO”**

FACULDADE DE DIREITO DE PRESIDENTE PRUDENTE

**COMPANHIAS SECURITIZADORAS COM RECEBÍVEIS  
IMOBILIÁRIOS EM REGIME DE ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA**

Ricardo Lacerda Zaccharias

**FACULDADES INTEGRADAS  
“ANTÔNIO EUFRÁSIO DE TOLEDO”**

FACULDADE DE DIREITO DE PRESIDENTE PRUDENTE

**COMPANHIAS SECURITIZADORAS COM RECEBÍVEIS  
IMOBILIÁRIOS EM REGIME DE ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA**

Ricardo Lacerda Zaccharias

Monografia apresentada como requisito parcial de Conclusão de Curso para obtenção do Grau de Bacharel em Direito, sob a orientação do professor Edson Freitas de Oliveira.

Presidente Prudente/SP  
2011

## **COMPANHIAS SECURITIZADORAS COM RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS EM REGIME DE ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA**

Trabalho de Conclusão de Curso  
aprovado como requisito parcial para  
obtenção do Grau de Bacharel em Direito

---

Professor Edson Freitas de Oliveira  
Orientador

---

Professor Guilherme Prado Bohac de Haro  
Examinador

---

Professor Gilberto Notário Ligeiro  
Examinadora

Presidente Prudente/SP, 31 de outubro de 2011

Não deixe o barulho da opinião dos outros abafar sua voz interior. É mais importante, tenha coragem de seguir seu coração e sua intuição. Eles de alguma forma já sabem o que você realmente quer se tornar. Tudo o mais é secundário.

**Steve Jobs**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, por ter enviado seu filho Jesus Cristo, e permitir que chegasse até aqui com vida e saúde.

A Instituição Toledo de Ensino pela grande capacidade de ensino, representada por excelentes profissionais, na qual tive o privilégio de poder cursar Direito.

Aos meus pais, irmãos e familiares, dentre os quais cito minhas tias Áurea Medeiros Lacerda e Lúcia Helena Martins, meu tio Samoel Coutinho Lacerda e minha prima Jane Medeiros Visentini.

A minha esposa Déborah pelo carinho, incentivo e apoio, estando sempre ao meu lado em qualquer situação.

Por fim ao meu Orientador Edson Freitas de Oliveira, por sua instrução, compreensão e paciência.

## RESUMO

Trata o presente trabalho de uma modalidade específica de securitização de créditos desenvolvida pela Lei nº 9.514, em 20 de novembro de 1997, que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), a qual, ao promover o incentivo ao financiamento imobiliário, cria a possibilidade da securitização de créditos financeiros pelas Entidades de Propósito Específico, particularmente exploradas no presente trabalho como as Companhias Securitizadoras. Embora permeado por aspectos econômicos e, por isso, dando margem a discussões das mais variadas, objetivamos aqui focar os aspectos jurídicos peculiares deste negócio jurídico complexo que é a securitização de recebíveis imobiliários. Ao longo desta monografia procuramos apresentar todos os sujeitos envolvidos na securitização de créditos imobiliários, tais como a Entidade de Propósito Específico, a Originadora dos créditos e os Investidores, assim como as garantias oferecidas a estes buscando a dispersão dos riscos e diminuição do inadimplemento, além dos mecanismos jurídicos que envolvem a securitização, tais como a cessão de direitos referentes ao recebimento dos créditos e a alienação fiduciária. Ademais, enfatizamos a função social e o interesse público da securitização de ativos imobiliários no que tange ao desenvolvimento macroeconômico da sociedade, ao possibilitar um grande fluxo de capital e a antecipação destes junto ao mercado secundário, acabando por viabilizar a expansão imobiliária, propiciando melhores condições de financiamento e aquisição de casa própria, além da construção de escolas, hospitais e outros centros de interesse social. A securitização de recebíveis imobiliários se mostra apta para servir também como uma opção ao empresário na medida em que se adéqua perfeitamente a servir como uma das hipóteses de recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos da Lei 11.101/2005. Este, portanto, é mais um dos temas explorados neste trabalho.

**Palavras-chave** Securitização. Certificado de Recebíveis Imobiliários. Alienação Fiduciária. Interesse Público. Função Social. Companhias Securitizadoras. Recuperação Judicial. Recuperação Extrajudicial.

## ABSTRACT

This piece of work is about a specific credit securization modality developed over the law # 9.514, of 20<sup>th</sup> of November, 1997, which instituted the Real estate Financial System (Sistema Financeiro imobiliário – SFI) which promoting the real estate financing, creates the possibility of financial credit securization by Specific Purposes Entities, specially exploited in this piece of work as the Securitization Companies. Although involved by economical aspects, then creating a great variety of discussion, we focused the peculiar juridical aspects of this complex juridical business that the real estate securitization receivables are. In this monograph we presented all the subjects involved in the real estate credit securization, such as the Specific Purpose Entity, the credit Generator and the investors, as the guarantee offered to them, trying to reduce the risks and the nonpayment, besides the juridical mechanisms that involves the securization, such as the cession of rights referred to the credit receipts and the chattel mortgage (fiduciary alienation). Moreover, we emphasized the social contribution and the public interest of real estate actives related to the society macro economical development, when it may make possible a large capital flows and its anticipation to the real estate market, enabling the real estate expansion, providing better financial conditions and the home ownership acquisition, in addition to the building of schools, hospitals and other centers of social interest. The securization of real estate receivables can be also useful as an option to the business men, as it becomes perfectly adequate to serve as one of the hypothesis of judicial or extra judicial recuperation, in the terms of the Law 11.101/2005. Between this and that, this is one more theme exploited in this piece of work.

**Key-words:** securization, real estate receivables certification, chattel mortgage, public interest, social function, securization companies, judicial recuperation, extra judicial recuperation

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
<b>2</b>	<b>SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS FINANCEIROS .....</b>	<b>13</b>
2.1	Conceito.....	133
2.2	Evolução Histórica nos Estados Unidos .....	14
2.3	Evolução Histórica no Brasil .....	16
<b>3</b>	<b>PRINCIPAIS SUJEITOS PARTICIPANTES.....</b>	<b>20</b>
3.1	Originadoras .....	20
3.2	Entidade de Propósito Específico .....	21
3.3	Investidores.....	23
<b>4</b>	<b>MECANISMOS DE DIMINUIÇÃO DE RISCO .....</b>	<b>24</b>
4.1	Segregação de Ativos.....	25
4.2	Cessão de Créditos .....	26
4.3	Agências de Classificação de Risco .....	27
4.4	Agente Fiduciário.....	28
4.5	Auditor Independente.....	28
4.6	Companhia Seguradora.....	29
<b>5</b>	<b>ATIVOS SECURITIZÁVEIS.....</b>	<b>30</b>
5.1	Títulos de Crédito e Valores Mobiliários .....	30
5.2	Emissão Pública e Privada .....	34
5.3	Debêntures .....	37
5.4	Notas Promissórias Comerciais ou “ <i>Commercial Papers</i> ” .....	320
5.5	Das Cotas em Fundo de Investimento Creditórios.....	39
5.6	Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs).....	40



<b>6</b>	<b>COMPANHIAS SECURITIZADORAS .....</b>	<b>424</b>
6.1	Sisitema Financeiro Imobiliário .....	44
6.2	Alienação Fiduciária.....	46
<b>7</b>	<b>DA FUNÇÃO SOCIAL E INTERESSE PÚBLICO .....</b>	<b>49</b>
7.1	Estabilidade Macroeconômica .....	51
7.2	Da Recuperação Judicial (Lei 11.101/2005) .....	52
7.3	Da Securitização de Recebíveis Imobiliários .....	54
<b>8</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>56</b>
	<b>BIBLIOGRAFIA .....</b>	<b>60</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Antes de tudo, devemos esclarecer que o tema escolhido para esta monografia não pode ser corretamente explicado sem que se desenvolva, em etapas, os caminhos que conduzam até ele.

O envolvimento com a securitização de créditos, apesar de relativamente novo, é mais conhecido no Brasil quando diz respeito à securitização dos financiamentos agrícolas, com o objetivo de recuperar o crédito dos produtores, e onde ocorre a compra da dívida que produtores tinham com bancos, pela União, passando esta a ser responsável pela cobrança.

Portanto, para que se conheça o tema tratado aqui especificamente sobre as Companhias Securitizadoras de créditos financeiros com recebíveis imobiliários em regime de alienação fiduciária, necessário se apresentar o mecanismo que movimenta a securitização de créditos como um todo.

Tratamos de assuntos não exclusivamente jurídicos, muito embora o escopo deste trabalho esteja voltado para o negócio jurídico complexo que é a securitização, principalmente quando envolve garantias, como a alienação fiduciária, impelindo seus efeitos nos casos de falência, além de ser uma clara hipótese de recuperação judicial ou extrajudicial de empresas.

Além de tudo, expomos aqui a relevante importância da securitização de créditos imobiliários para o desenvolvimento econômico da sociedade brasileira, haja vista a pouca exploração que vem tendo este mecanismo de antecipação de créditos em nosso país, usando os exemplos de sucesso principalmente de seu país de origem, os Estados Unidos.

Independentemente das espécies do gênero, a securitização que foi tratada aqui, é um negócio jurídico complexo que visa a antecipação do recebimento de créditos financeiros presentes ou futuros mediante o instituto da cessão de direitos relativo ao recebimento destes a uma entidade adquirente, que os emitirá como títulos ou valores mobiliários, amortizando-os e/ou resgatando-os quando do efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos

Portanto, o desenvolvimento da securitização passa por várias etapas e que unem sujeitos que objetivam a captação e antecipação de recursos junto ao mercado secundário e a dispersão de riscos de inadimplência, passando resumidamente, desde a sua fonte, ou seja, aqueles que originam o crédito, como por exemplo, imobiliárias.

Seguindo, após dar origem aos créditos que serão recebidos, os chamados recebíveis imobiliários, que podem ser, por exemplo, aluguéis, surge a possibilidade de se receber todo o valor correspondente à soma dos aluguéis durante toda a vigência do contrato de forma antecipada. Aqui reside o cerne da securitização de créditos.

Esta antecipação financeira se dá perante o oferecimento dos recebíveis à investidores diversos no mercado de ações. Porém, para que tal oferta seja aceita de modo a cingir-se de segurança entra em cena a figura da Entidade de Propósito Específico, criada justamente para captar estes recebíveis e colocá-los a disposição de investidores.

A Entidade de Propósito Específico, que é justamente a Companhia Securitizadora, é cercada de garantias que visam dispersar os riscos de inadimplemento oferecem ao investidor uma oportunidade de adquirir tais recebíveis, como forma de investimento.

Conforme foi demonstrado, várias são as vantagens de uma securitização de créditos, pois, desde sua captação até o efetivo antecipamento dos recursos perante os investidores, há garantias que, variam de Companhias para Companhias, e visam garantir, como já dito, o adimplemento.

Uma destas garantias exploradas no presente trabalho se trata do instituto jurídico da chamada Cessão de Créditos. Tal cessão de créditos ocorre com a captação do direito à receber os valores que eram da Originadora, tornando a Entidade de Propósito Específico legítima titular dos créditos recebidos, em definitivo, o que aumenta seu respaldo patrimonial.

Por outro lado, particularmente à securitização de recebíveis imobiliários temos a garantia da alienação fiduciária que tem o principal objetivo de formar um patrimônio apartado. Esse patrimônio apartado, no caso os recebíveis imobiliários, estão

imunes em caso de problemas financeiros como uma possível falência da Companhia Securitizadora, tornando-se mais uma garantia de segurança para os investidores.

Assim, o presente trabalho não teve o objetivo de esgotar este tema, que está apenas no início de sua história em nosso país. Aqui relatamos as vantagens de se desenvolver cada vez mais o instituto da securitização de créditos, em especial os créditos recebíveis de operações financeiras imobiliárias, tendo em vista principalmente sua função social e interesse público.

Como foi explicado, há grandes vantagens para o empresário que, ao se valer da securitização de créditos poderá ter um melhor desempenho de seu estabelecimento, haja vista a chance de antecipação de créditos poder lhe proporcionar novos investimentos, impedir crises financeiras e, em caso de ter de enfrentar tais crises conseguir superá-las já que a securitização serve como uma ótima hipótese de recuperação extrajudicial ou extrajudicial.

Ademais, é claro a falta de investimento em construções de cunho social no Brasil, como escolas e hospitais, por exemplo. Fato este que poderá ser superado com a securitização de créditos imobiliários, conforme se foi observado neste trabalho.

Para a elaboração desta monografia foram utilizadas obras literárias de diversos autores, embora se trate de um tema relativamente novo para o nosso país, sendo que muitas das explicações aqui relatadas têm como base o estudo de artigos científicos.

## 2 SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS FINANCEIROS

A securitização de créditos, um instrumento jurídico que não é muito utilizado no Brasil, e, portanto, deve ser mais explorado, pois é, conforme será demonstrado em seguida, capaz de alavancar a economia de nosso país e contribuir decisivamente com o interesse público, com mecanismos peculiares como as Companhias Securitizadoras de créditos financeiros com recebíveis imobiliários em regime de alienação fiduciária.

### 2.1 Conceito

Inicialmente se faz necessário definir o verdadeiro sentido do termo securitização, que num primeiro momento dá a impressão errônea de se tratar do negócio jurídico originado através do contrato de seguro, disciplinado pelo Código Civil nos seguintes dizeres:

“art. 757. O segurador se obriga, mediante o pagamento do prêmio, a garantir interesse legítimo do segurado, relativo à pessoa ou a coisa, contra riscos predeterminados”.

Tal definição, como dito, foge claramente do real conceito. Por outro lado, o dicionário Houaiss conceitua securitização como sendo:

“1. ato de tornar uma dívida qualquer com determinado credor em dívida com compradores de títulos no mesmo valor (a exemplo da dívida externa brasileira)  
1.1 conversão de empréstimo (bancário por exemplo) e outros ativos em *securities*, a serem vendidas à investidores”.

Já, de acordo com a conceituação do dicionário Aurélio, securitização é:

“operação de crédito caracterizada pelo lançamento de títulos com determinada garantia de pagamento”

De acordo com a Lei 9.514/1997, a definição legal expressa é:

“Art. 8º. Securitização é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrados por uma companhia securitizadora”.

Portanto, podemos perceber que o termo securitização dá margem à abrangência de outros negócios jurídicos de transformação de dívidas ou créditos em valores mobiliários, no entanto, este último sempre será o ponto em comum, qual seja a conversão de dívidas ou créditos em valores mobiliários.

Independentemente das espécies do gênero, a securitização que será tratada aqui não é uma “novação de dívidas”, mas, conforme a Natália Cristina Chaves (2006, p.48):

um negócio jurídico coligado que viabiliza a antecipação do recebimento de créditos presentes e/ou futuros por quem necessite mediante a cessão destes a uma entidade adquirente, que emitirá, pública ou privadamente, títulos ou valores mobiliários, amortizando-os e/ou resgatando-os após efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos.

## **2.2 Evolução Histórica nos Estados Unidos**

A securitização de créditos financeiros teve seu surgimento e desenvolvimento iniciado nos Estados Unidos à partir de 24 de outubro de 1929 com a depressão econômica em decorrência da grande quebra na bolsa de valores de Nova Iorque.

À partir deste acontecimento o governo norte americano, através do presidente Franklin Delano Roosevelt, passou a adotar medidas visando a reestruturação da economia em virtude do impacto causado pela quebra da bolsa de valores como a falência de bancos, desativação de indústrias e, obviamente, o desemprego. Tal medida ficou mundialmente conhecida como “New Deal”.

Dentre as medidas adotadas havia a que visava o financiamento imobiliário através de empréstimos em dinheiro com garantia hipotecária para a aquisição de casa própria, instituindo-se, à partir desta ideia, associações voltadas para implementar tal mercado e assegurar maior garantia.

Dentre estas destacamos a “Federal Housing Administration” (FHA) que prestava seguro contra a inadimplência, quitando o empréstimo para a aquisição da casa própria caso o devedor não pagasse, arrematando o imóvel dado em garantia e promovendo sua venda.

Depois a “Federal National Mortgage Association” (FNMA) que adquiria os créditos hipotecários concedidos pelos mutuantes, já garantidos pela FHA, tornando-se a nova credora e proporcionando maior liquidez para novos empréstimos habitacionais..

Em seguida houve o surgimento da “Government National Mortgage Association” (GNMA) que tinha a função de assegurar o pagamento do principal e dos juros de determinados valores imobiliários vinculados a tais empréstimos já garantidos pelos outros órgãos governamentais, como a FHA.

Durante o governo de Richard Nixon, foi criada a “Federal Home Loan Mortgage Corporation” (FHLMC) que, em virtude do aumento das exigências para a concessão dos empréstimos habitacionais às classes sociais economicamente menos favorecidas, visou dar maiores condições com a redução de custos e prazos, além da emissão de valores mobiliários vinculados aos créditos hipotecários e a criação de fundos compostos por tais créditos, emitindo cotas dos mesmos aos investidores interessados.

Desta forma, segundo diz Natália Cristina Chaves (2006, p.28):

descreve-se a securitização de créditos nos seguintes termos: a) alguém (originadora), desejando recursos, cede, geralmente com deságio, créditos de sua titularidade à entidade de propósito específico; b) a entidade de propósito específico que, nos Estados Unidos, pode ser um *trust* ou uma sociedade, emite valores mobiliários com pagamento vinculado aos créditos adquiridos, captando recursos no mercado; c) com a quantia obtida dos investidores, a entidade de propósito específico efetua o pagamento dos créditos cedidos à originadora e d) havendo o adimplemento dos créditos cedidos, a entidade de propósito específico efetua o pagamento dos valores mobiliários aos investidores.

Portanto, estas foram as bases fixadas pelos Estados Unidos e que hoje se desenvolvem no Brasil, cuja trajetória não seguiu o mesmo padrão, como se verá descrito logo em seguida.

### **2.3 Evolução Histórica no Brasil**

Ao contrário do ocorrido nos estados unidos, em nosso país a securitização de créditos não teve inicialmente a participação efetiva de entidades governamentais, mas partiu do setor privado diretamente.

Conforme relata José Carlos Augusto Luxo (2007, p. 24):

No Brasil, as primeiras operações de securitização realizadas ocorreram na década de 1970, ou seja, o conceito de *enhancement* (fortalecimento ou reforço) de crédito começava a se propagar de forma limitada. Esse *enhancement* era realizado por meio de lançamento de títulos, ou seja, o princípio básico envolvia a emissão de título e valor mobiliário pela própria sociedade comercial originadora de créditos (recebíveis). Nessa modalidade, conhecida como securitização parcial, a sociedade comercial emitia no mercado de capitais títulos e valores mobiliários. Em princípio, eram de bônus com garantia real, por meio do penhor de direitos creditórios. Para a garantia do pagamento das debêntures, eram dadas essas garantias do instrumento de penhor. São exemplos dessa operação a emissão de títulos que as empresas administradoras de cartão de crédito faziam, com a garantia dos recebíveis dos titulares de cartão de crédito.

A primeira securitização ocorrida no Brasil foi realizada pelo Grupo Mesbla, em razão das dificuldades financeiras que atravessava sua principal sociedade, a Mesbla Lojas de Departamentos S/A (Mesbla), decorrente de erros em relação ao excesso de estoque de mercadorias, agravado por dívidas com bancos e o cenário caótico ao longo do governo de Presidente da República Fernando Collor de Melo em meados do ano de 1990.



Esta pioneira securitização teve início em 01/10/1992 com a constituição da sociedade Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S/A (Mesbla Trust) com o objetivo de adquirir direitos creditórios provenientes de faturamento de bens vendidos ou de serviços prestados pela Mesbla, emitindo debêntures com garantia real correspondente ao penhor dos direitos creditórios em questão.

Nos dizeres de Maria Christina Carvalho (1995, p. c-2):

“A Mesbla Trust foi criada para levantar recursos com a securitização de recebíveis do cartão de crédito da loja de departamentos, um recurso da chamada engenharia financeira que procurava preservar a operação do alto risco de crédito que a Mesbla já representava para o sistema financeiro”.

No entanto a originado dos créditos, Mesbla, poucos dias antes da liquidação das debêntures, requereu sua concordata preventiva, suscitando dúvidas acerca do pagamento das debêntures securitizadas, o que de fato não ocorreu pois os debenturistas foram pagos.

Porém, como disse Natália Cristina Chaves (2006, p.35):

“De qualquer modo, a associação da primeira securitização de crédito no Brasil a sociedades que entraram em concordata e que posteriormente vieram a falir abalou a credibilidade na utilização desse mecanismo de antecipação de recursos”.

Mesmo assim, muitas outras securitizações ocorreram no Brasil após o caso da Mesbla, mas não pretendemos neste trabalho enumerar todas, apenas fazer menção àquelas que foram mais significativas com o intuito de enfatizar a evolução deste instrumento jurídico.

Uma bastante peculiar foi a securitização de créditos realizada em 1996 pela Dominion Par S/A, sociedade constituída para adquirir, perante a Construtora Andrade Gutierrez S/A os direitos creditórios de notas promissórias emitidas pelas Centrais Elétricas do Norte do Brasil (Eletronorte).

Neste caso acima descrito não houve garantia através de penhor dos direitos creditórios mas a prestação de fiança pela própria Originadora, Andrade Gutierrez, obrigando-se solidariamente com a Dominion Par pelo pagamento das debêntures emitidas.

Além disso havia nesta securitização a previsão da chamada retrocessão, ou seja, na hipótese de inadimplência quanto ao pagamento de alguma das notas promissórias pela Eletronorte, a Enditade de Propósito Específico, no caso a Dominion Par, poderia retroceder tais títulos à Originadora Andrade Gutierrez.

No entanto, o grande marco da securitização de créditos no Brasil está relacionado com a criação da Companhia Brasileira de Securitização (CIBRASEC), em 31/07/1997 que, como no caso norte-americano, originou-se com o objetivo de promover a securitização de créditos imobiliários em geral, tendo em vista a facilitação do acesso ao financiamento da casa própria.

Com a criação da CIBRASEC, veio a promulgação da Lei n. 9.514/1997 que, conforme diz Natália Cristina Chaves (2006, p.38):

“fixou as diretrizes básicas para a securitização de créditos imobiliários; institui o regime fiduciário para os créditos imobiliários, mantendo-os apartados do patrimônio da companhia securitizadora e criou os certificados de recebíveis imobiliários, títulos de crédito de emissão exclusiva das companhias securitizadoras.”

Outro marco do desenvolvimento da securitização de créditos no Brasil se deu com a publicação da Resolução n 2.493 do CMN que, no caput de seu art. 1º assim estabelece:

“art. 1º Autorizar a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias a sociedades que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos.”

Portanto, a partir de então as instituições financeiras poderiam ceder os seus créditos a pessoas não integrantes do sistema financeiro nacional, o que contribuiu em muito para a ampliação da utilização da securitização de créditos com o objetivo de facilitar o procedimento de liquidação extrajudicial de instituições financeiras, ajudando-as a se livrarem de ativos problemáticos, transferindo-os para

as companhias securitizadoras, que, assim, assumiriam todos os ônus da cobrança dos créditos e, principalmente, os riscos de inadimplência.

Natália Cristina Chaves (2006, p.41) continua dizendo que:

“Antecipado o recebimento de valores decorrentes da cessão, instituições financeiras cuja liquidação extrajudicial demoraria anos, puderam acelerar o pagamento de seu passivo, pondo fim ao procedimento liquidatário.

Mas a resolução em comento não contribuiu apenas para a aceleração das liquidações extrajudiciais, propiciando também reestruturações societárias de instituições financeiras (fusão, incorporação, cisão), mediante o isolamento de ativos indesejáveis nas companhias securitizadoras de créditos financeiros.”

Em 29/11/2001, com a promulgação da Resolução n. 2.907 do CMN, foi autorizado a criação dos chamados fundos de investimento em direitos creditórios, que conforme o seu inciso I do artigo 1º preceitua:

“Art. 1º Autorizar a constituição e o funcionamento, nos termos da regulamentação a ser baixada pela Comissão de Valores Mobiliários no prazo máximo de quinze dias contados da data de entrada em vigor desta resolução: I – de fundos de investimentos em direitos creditórios, destinados preponderantemente as aplicação em direitos creditórios, e em títulos representativos desses direitos, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como nas demais modalidades de investimentos admitidas na referida regulamentação; [...]”

Em seguida, por ser de regulamentação da CVM, esta baixou a IN n. 356, de 17/12/2001 que, posteriormente foi alterada pela IN n. 393, de 22/07/2003, estabelecendo as normas básicas de funcionamento dos fundos que, em termos gerais, passaram a desempenhar o mesmo papel da sociedade de propósito específico, como cessionários dos créditos a serem securitizados e emissores dos títulos lastreados nos referidos créditos.

### 3 PRINCIPAIS SUJEITOS PARTICIPANTES

Para se explicar o que é a securitização precisamos, obrigatoriamente explicar o sentido e a função de seus agentes participantes que se complementam para a realização da securitização, como as Entidades de Propósito Específico, os Originadores e os Investidores

#### 3.1 Originadoras

Originadoras, como seu próprio nome diz, originam os créditos. São pessoas jurídicas ou até mesmo físicas que originalmente possuem os créditos e os cedem à uma Entidade de Propósito Específico, de forma onerosa.

Como dito acima, não há óbice ou exigência legal quanto à legitimidade destas Originadoras para realização deste negócio jurídico, podendo ser qualquer pessoa física ou jurídica. Por exemplo, conforme artigo publicado, Thomas S. Kiriakis, Joan L. Long e J. Thomas Mullen (1997, p. 12) disseram que:

David Bowie, famoso músico norte americano, em 1997 realizou a securitização de royalties decorrentes da venda de trezentas canções de sua autoria, mediante emissão de títulos no mercado de capitais.

Embora o exemplo citado tenha ocorrido nos Estados Unidos, no Brasil também não há motivos que impeçam esta mesma prática.

Ademais, o interesse em ceder os créditos para uma Entidade de Propósito Específico é variado, podendo ser, por exemplo, em relação a uma empresa, uma política de reestruturação de passivo, a realização de grandes empreendimentos, uma tentativa de recuperação extrajudicial para evitar a falência, entre outras inúmeras razões.

A maior segurança, como frisado anteriormente, no que tange a emissão destes títulos é o fato de vinculá-los à Entidade de Propósito Específico, minimizando os

riscos e gerando maior credibilidade, incentivando os Investidores a aquisição destes recebíveis.

### **3.2 A Entidade de Propósito Específico**

Entidade de Propósito Específico, como o próprio nome diz, são veículos peculiares a serem utilizados com um único desígnio, realizar a operação de securitização, tendo como única finalidade adquirir os ativos a serem securitizados e emitir títulos lastreados nestes ativos.

As Entidades de Propósito Específico, responsáveis pela emissão de títulos ou valores mobiliários no mercado de capitais realizarão uma operação de conhecida como desintermediação financeira que se subsume em proporcionar a precocidade do recebimento de recursos a quem desejar.

Tal antecipação de recebimento irá ocorrer se utilizando como ponto de partida a cessão de créditos e, em seguida, a emissão destes títulos no mercado de capitais. Tais títulos estarão com o seu pagamento vinculado ao recebimento dos créditos cedidos.

A securitização de ativos financeiros inovou no sentido de introduzir um outro conceito de circulação do crédito, aliando cessão e emissão de valores mobiliários, fazendo que, em contrapartida, se elimine ou ao menos seja reduzido drasticamente os riscos e obstáculos referentes a ambos os negócios, criando uma eficiente estrutura de disseminação de capitais.

Desta forma tem-se que, uma determinada empresa, cujo termo adequado é Originadora, com recebíveis financeiros como, por exemplo, aluguéis, pode através da cessão de créditos transferir estes para uma Entidade de Propósito Específico que, por sua vez, antecipará o recebimento destes valores à Originadora.

A Entidade de Propósito Específico tem um papel de grande importância já que emite estes títulos de crédito no mercado de capitais vinculados a força de seu nome, de forma a transmitir maior confiança aos investidores quanto a credibilidade e a possibilidade de adimplemento destes créditos.

Ora, uma pessoa pode se quiser emitir seus próprios títulos de recebíveis, mas por óbvio que não transmitirá a mesma segurança em relação a seu integral adimplemento de forma a convencer um determinado investidor a adquiri-los.

Nos dizeres de Natália Cristina Chaves (2006, p.02), securitização é:

*operação de desintermediação financeira que proporciona a antecipação do recebimento de recursos a quem desejar, mediante a cessão de créditos a uma entidade adquirente, que emitirá títulos ou valores mobiliários, vinculando o pagamento destes ao recebimento dos créditos cedidos*

Destarte, podemos perceber que a securitização de créditos financeiros, apesar de ser um negócio jurídico com uma estrutura flexível, é, por outro lado, uma operação intrincada que sempre visa a desintermediação financeira e a diminuição ou quase eliminação do risco.

De forma simplificada podemos dizer que algumas das entidades de Propósito Específico mais utilizadas no Brasil para a operação de securitização de ativos financeiros são os Fundos de Investimentos e as Companhias Securitizadoras. Estas últimas foram instituídas pela Lei nº 9.514/97, que determinou seu objeto como sendo a aquisição, securitização e emissão no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários.

### 3.3 Investidores

Nos dizeres de Natália Cristina Chaves (2006, p.134):

os investidores são os adquirentes dos títulos ou valores mobiliários emitidos pela entidade de propósito específico e que, indiretamente, viabilizam a antecipação do recebimento de créditos pela originadora, pois é com a captação de seus recursos que a entidade aqui tratada efetuará o pagamento dos créditos adquiridos à originadora.

Destarte, os Investidores são pessoas com interesses diversos, podendo ser, como no caso das Originadoras, pessoas físicas ou jurídicas. São eles que, ao investirem, propiciarão o recebimento antecipado pelos valores emitidos no mercado de capitais.

Existem fatores que, combinados com a securitização de créditos pelas Entidades de Propósito Específico, proporcionam maior garantia aos Investidores. Um destes fatores é risco inerente a todo negócio jurídico, pois, os Investidores neste caso, têm os riscos limitados ao investimento que realizaram, envolvendo apenas aquilo que depositaram na aquisição dos títulos.

Portanto se faz necessário elencar os mecanismo de proteção e diminuição do risco colados a disposição dos Investidores e Originadoras de forma a proporcionar maior segurança, ou seja, menor inadimplemento.

## 4 MECANISMOS DE DIMINUIÇÃO DE RISCO

É claro que, em se tratando de investimento em qualquer que seja o negócio deve haver interesse/necessidade. A necessidade está atrelada aos objetivos da Originadora em ter seu recebimento antecipado, já o interesse deve atingir os Investidores sob pena de ser frustrado o financiamento que se pretendia.

A securitização procura abrandar os riscos inerentes a qualquer negócio, como o risco de crédito, de liquidez, de taxas de juros, de mercado, cambial ou de insolvência, simplesmente dividindo e dispersando, fracionando e diluindo este risco, de forma a se tornar aceitável ou até irrelevante.

Segundo Fernando Noronha (1998, p. 95):

*in casu*, a securitização para ocorrer no universo fenomênico necessita de uma pluralidade de serviços, sendo que cada um desses serviços já está tipificado nos respectivos contratos nominados, porém, na visão pragmática, acabam tais serviços por fundir-se em um só contrato, sob o influxo de uma só causa, de uma única função econômica.

Este grande número de serviços é que proporciona a redução de risco, fazendo da securitização de créditos uma fonte segura de estruturação financeira para empresas auxiliando, igualmente, a desenvolver a economia do Brasil, vindo a se tornar uma alternativa ao financiamento por meio da intermediação bancária.



## 4.1 Segregação de Ativos

Um fator de suma importância que colabora com a mitigação dos riscos é a separação do lastro dos títulos emitidos pela Originadora num veículo distinto desta. Esta é uma vantagem que atinge tanto as Originadoras quanto os Investidores.

Segundo Unie Caminha (2005, p.108/109):

essa característica apresenta-se como vantagem tanto para os originadores quanto para os investidores. Para os primeiros, por permitir-lhes uma operação que, em princípio não será registrada em suas demonstrações financeiras e que, por não incorporar os riscos de uma empresa operacional, poderá ter melhor classificação de risco, em comparação com o próprio originador, e, por conseguinte, menor exigência de taxas por parte dos investidores e prazo mais longo para financiamento da dívida. Para os investidores, o menor risco significa maior segurança em investimentos, que, em tese, serão mais rentáveis que aqueles tradicionalmente apresentados no mercado.

A segregação, portanto, é feita inicialmente quando da cessão dos créditos, fazendo com que seja separado de fato o lastro dos títulos de crédito, objetos da securitização, do patrimônio da Originadora, sendo tal operação, como já explicado, realizada pela Entidade de Propósito Específico.

Por outro lado, podemos ter outro tipo de segregação de créditos, que se dá através da emissão, pelo próprio Originador, vinculando os créditos emitidos à garantias constituídas mediante instrumentos contratuais, sem ter, portanto, a intermediação da Entidade de Propósito Específico.

Este é a essência da securitização, pois, por intermédio de uma Entidade de Propósito Específico, a securitização aparta Originador e Investidor. Através da securitização o Originador constrói um patrimônio segregado que garantirá a liquidação dos títulos emitidos, limitando o risco.

Como explicado, a segregação pode ocorrer de duas formas, através da cessão de créditos e através da constituição de garantias mediante contrato. É a cessão de créditos, portanto, mais um instrumento de diminuição de risco a qual passamos a comentar.

## 4.2 Cessão de Créditos

José Roberto Securato (2002, p. 328) diz que “[...] a cessão de crédito é um instrumento contratual bancário criado pela Lei 3.071 de 1916, tendo sido muito utilizado entre as décadas de 1960 e 1990, cujo objetivo principal é dar liquidez (gerar *funding*) às instituições de pequeno porte”.

Walter Douglas Stuber, Enrico Juca Bentivegna e Henrique Bonjardim Fizzola (1999, p.26) nos ensinam que:

a securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão, por parte de uma instituição financeira cedente, de determinados créditos (recebíveis) que aquela detém para com terceiros (devedores), oriundas de empréstimos, financiamentos e arrendamento mercantil.

Conforme disciplina o artigo 286, primeira parte do Código Civil Brasileiro, “o credor pode ceder seus créditos, se isto não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor”. Já o artigo 290 relata que “a cessão de crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita”.

Conforme Ilene Patrícia de Noronha (2004, p.98) explica:

diante de tal dispositivo legal, as indústrias e o comércio que objetivam realizar um contrato de securitização (cessão de lastro), já no ato da entrega da mercadoria, ou na compra da mercadoria, fazem com que o devedor aceite a cessão a qual vem declinada no boleto ou no carnê ou até em documento anexo ao recibo de entrega da mercadoria pela expressão inserida: ‘Este crédito será cedido para (designação do veículo securitizador)’ ou, se ainda não houver sido constituído o veículo, a expressão será a seguinte: ‘Declaro estar ciente e em concordância de que o presente crédito é passível de cessão’.

Enfim, a cessão de créditos torna a Entidade de Propósito Específico legítima titular dos créditos recebidos, em definitivo, o que aumenta seu respaldo patrimonial.

No Brasil o principal título emitido em operações de securitização é a debênture, reguladas na Lei 6.404/76 e que, conforme Uinie Caminha (2005, p.113) explica, comportam três tipos, no que se refere às garantias oferecidas aos Investidores: debênture com garantia flutuante; debênture com garantia real e debênture subordinada ou simples.

Ainda sobre este assunto, podemos afirmar que apenas as securitizações de crédito imobiliários possuem títulos de crédito próprio, criados por legislação especial. São eles: CRI (Certificado de Recebíveis Imobiliários) e LCI (Letra de crédito Imobiliário), que também são mecanismos de diminuição de risco. Mas mesmo neste tipo de securitização ainda se usa debêntures também, agregando-se a esta uma garantia real.

#### **4.3 Agências de Classificação de Risco (*rating*)**

Mais um dos mecanismos de diminuição de risco, utilizado de forma obrigatória em outros países, mas não no Brasil, são as Agências de Classificação de Risco, conhecidas internacionalmente como "*Rating Agencies*".

Estas Agências desenvolvem funções de ponderação do risco de crédito, ou seja, verificam a possibilidade de pagamento de juros e principal investidos, de acordo com os termos pactuados, não opinando sobre outras questões.

#### **4.4 Agente Fiduciário**

A figura do Agente fiduciário encontra fulcro legal na Lei nº 6.40/76 (Lei das S/A), artigo 66 e seguintes, assim como pelas Instruções Normativas nº 28/1983 e 123/1990 da Comissão de Valores Mobiliários.

A presença do Agente Fiduciário é obrigatória nas securitizações que envolvam emissão pública de debêntures e de Certificado de Recebíveis Imobiliários em regime de alienação fiduciária, atuando de forma a exercer fiscalização e a defesa dos direitos e interesses dos Investidores, aferindo maior segurança jurídica à operação.

Este talvez seja o mecanismo mais importante de redução de riscos, pois exerce quase que um poder de polícia já que tem autoridade de usar toda e qualquer ação para proteger os investidores como, conforme dispõe o rol do artigo 68 da Lei das S/A.

#### **4.5 Auditor Independente**

A figura do Auditor também é obrigatória nas securitizações que abarquem emissão de títulos por companhias abertas e participação de fundos de investimento em direitos creditórios, sendo regulado por normas da CVM, do CMN, do Conselho Federal de Contabilidade, do Instituto dos Auditores Independentes e do Instituto dos Auditores Internos do Brasil.

O Auditor colabora com o Agente Fiduciário na verificação da veracidade das informações prestadas pelas Entidades de Propósito Específico e todos os seus procedimentos contábeis, para, se caso for necessário, tomar medidas visando a proteção dos Investidores.

#### **4.6 Companhia Seguradora**

Este é mais um mecanismo de redução de riscos de inadimplência em face dos Investidores, pois, em virtude de sua contratação, esta Companhia Seguradora assumiria, perante a Entidade de Propósito Específico e os Investidores, o pagamento dos créditos em caso de inadimplência dos devedores.

O contrato de seguro tem previsão legal em nosso Código Civil, nos artigos 757 e seguintes, assim como por diversas leis esparsas, decretos e regulamentos, como o Decreto-Lei nº 73/1966.

Assim, dependendo dos riscos envolvidos, talvez seja necessário a contratação de um seguro. Porém, nas securitizações de crédito, esta contratação não é obrigatória já que, dependendo do caso, a contratação de uma seguradora sugeriria maiores gastos podendo até tornar irrealizável ou inviável o negócio. Portanto, tudo deve ser medido casuisticamente.

## 5 ATIVOS SECURITIZÁVEIS

Além de toda a estrutura que visa a proteção ao credor, vinculando as emissões dos créditos à garantias já mencionadas, também é necessário que tais créditos estejam aptos à circular em meio ao mercado de ações, devendo para tanto serem dotados dos aspectos inerentes aos Títulos de Créditos, já que tais trazem em si características essenciais ao mercado de capitais, especialmente por serem um meio de circulação dotado de segurança jurídica.

É comumente difundida no mercado de ações, para a realização da securitização de créditos, a emissão de debêntures, certificados de recebíveis imobiliários, cotas em fundos de investimento em direitos creditórios e notas comerciais (*commercial papers*). No entanto, por se tratar de um negócio jurídico relativamente novo e em constante evolução, podemos dizer que provavelmente, daqui a algum tempo, surjam novos títulos que viabilizem a securitização.

### 5.1 Títulos de crédito e valores mobiliários

Por todo o exposto, percebemos que uma determinada cessão de créditos deve obedecer à lei para que possa emanar seus efeitos normalmente, que, conforme Orlando Gomes (1988, p.82) relata ocorre da seguinte forma:

“o credor originário sai da relação obrigacional, por isso que, celebrado o contrato, ocorre a substituição na titularidade do crédito. O novo credor adquire o crédito a título derivado, exercendo o respectivo direito como se fosse o credor originário, nos seus limites”.

Neste sentido, uma vez realizada a cessão, o cessionário adquire, além do poder formal de exigir o cumprimento da obrigação por parte do devedor cedido, o direito à prestação em si, no qual se inclui o direito a danos moratórios e por inadimplemento.

Por esta razão que Uinie Caminha (2005, p.79) diz:

“A transferência dos ativos é o cerne da securitização, sendo ela o seu diferencial em relação a emissões simples de valores mobiliários. A segregação é o elemento delimitador do patrimônio que garante o crédito dos adquirentes dos títulos emitidos na securitização”.

Portanto, além de se revestir de todas as formalidades necessárias relacionadas no artigo 104 do Código Civil, quais sejam, agente capaz, objeto lícito, possível, determinado ou determinável e forma prescrita ou não defesa em lei, deve-se também notificar o devedor, obedecer ao preceituado pelo artigo 288 ou § 1º do artigo 654 do Código Civil para celebrar adequadamente a transmissão deste crédito.

Já no que tange às garantias vislumbramos o que diz o artigo 208 do Código Civil: “salvo disposição em contrário, na cessão de um crédito, abrangem-se todos os seus acessórios.” Tal norma faz com que os créditos cedidos sejam acompanhados pelas garantias que porventura a ele tenham sido vinculadas.

Além de todo o regulamentado pelo Código Civil, deve-se atentar para a Resolução CMN n. 2.686/2000, que dispõe que a cessão de créditos, para fins de securitização implica a transferência dos contratos, títulos, instrumentos, e garantias necessários à sua execução.

Desta forma, segundo Uinie Caminha (2005, p.83):

“o Conselho Monetário Nacional permitiu a utilização de mecanismos de execução próprios de instituições financeiras por sociedades securitizadoras, que não são instituições financeiras. Ademais, a legislação sobre alienação fiduciária exige apenas que a garantia seja constituída em favor da instituição financeira, e nada dispõe a respeito de transferência. Assim, tendo sido a garantia devidamente constituída, não há que falar em restrições a sua transferência em negócio de cessão de crédito”.

Entretanto, apesar toda a proteção que a cessão de créditos fornece ao segregar o patrimônio da originadora e o da Entidade de Propósito Específico, securitizadora de tais créditos, necessário agora é suprir a necessidade econômica de segurança e rapidez na transmissão de créditos, com sua objetivação,

delimitação e incorporação em um instrumento que possa circular, submetido às regras relativas à circulação das coisas móveis, e que carregue consigo o conteúdo perfeitamente especificado no direito nele incorporado.

E esta é a função de um título de crédito pois traz em si escrito todos os direitos oriundos do negócio jurídico que o originou sendo seu porte, e a obediência aos requisitos prescritos no artigo 887 do Código Civil, necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido.

Portanto, são de suma importância, dando maior segurança jurídica aos seus possuidores, sendo instrumentos hábeis a promover a circulação de riquezas de forma rápida e eficaz.

Por outro lado existe a figura jurídica denominada de “valores mobiliários”, que parte da doutrina diz ser espécie do gênero “títulos de crédito”, pois estes, como dito, trazem em si características essenciais ao mercado de capitais, especialmente por serem meio de circulação dotado de segurança jurídica.

No entanto, os valores mobiliários, especificamente, têm vocação para distribuição em massa, e mesmo sendo impregnados de vários requisitos característicos dos títulos de créditos, apresentam-se de forma diversa deste, justamente pelo fato, de terem ligada a seu conceito a idéia de emissão em massa, fazendo com que sua distribuição siga normas estritas, determinadas por lei.

Além de delimitar a competência da Comissão de Valores Mobiliários, o conceito de valor mobiliário também interessa ao Banco Central do Brasil, uma vez que cabe a esta entidade a normatização de outra parcela de valores mobiliários não emitidos por sociedade anônimas, como quotas de fundos de investimento.

Tal conceito, após um longo período, foi definitivamente incorporado ao nosso ordenamento jurídico com o advento da Medida Provisória n. 1.987, convertida na Lei n. 10.198, em 16 de fevereiro de 2001, que em seu artigo 1º descreve:

“Constituem valores mobiliários, sujeitos ao regime da Lei n.6.385, de 7 de dezembro de 1976, quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm de esforço do empreendedor ou de terceiros”.



Assim, este conceito foi posteriormente inserido na Lei n.6.385/76, no inciso IX do art. 2º, pela Lei n. 10.303, de 31 de outubro de 2001, no qual são listados os valores mobiliários, segundo a legislação brasileira.

Conforme ensina Uinie Caminha (2005, p.99):

“É por intermédio da distribuição de títulos ou valores mobiliários que ela se torna perfeita e acabada. Os mecanismos de circulação e mobilização de riquezas são, assim, um pressuposto da existência e da viabilidade das operações de securitização, que visa, exatamente, promover essa circulação”.

Segundo Natália Cristina Chaves (2006, p.99), os valores mobiliários podem consistir:

“ em qualquer título ou contrato de investimento coletivo que gere direito de participação, de parceria ou de remuneração, cujos rendimentos não advenham dos esforços do investidor, mas, sim, do empreendedor ou de terceiros”.

Ademais, conforme Rachel Stajn (2002, p.9), os valores mobiliários podem ser negociados até mesmo fora da Bolsa de Valores:

“pode-se negociar valores mobiliários nos mercados apropriados ou fora deles. Porém, fazê-lo nos mercados é mais eficiente, rápido e menos oneroso do que ter que encontrar interessados fora do mercado, porque nestes é mais fácil a descoberta do preço do bem e, dessa forma, a avaliação da conveniência da reorganização de carteiras de investimentos”.

Por fim, damos destaque ao que diz Natália Cristina Chaves (2006, p.100) sobre a verificação de certos requisitos identificadores do valor mobiliário:

“Ao contrário, os requisitos necessários à consideração de um título ou contrato de investimento como valor mobiliário, de acordo com o ordenamento jurídico brasileiro, são: a) emissão em massa (tendo em vista a coletividade de investidores); b) fungibilidade (possibilidade de substituição por outros títulos de mesma espécie, quantidade e qualidade); c) negociabilidade (seja no mercado de valores mobiliários ou fora deles); d) caráter de investimento que gere direito de participação, parceria ou

remuneração; e) intuito lucrativo; f) existência de interesse comum por parte dos investidores no sucesso do investimento; e g) presença da figura do risco; h) direitos e deveres oriundos da relação jurídica não se materializando necessariamente mediante a emissão de título, podendo os valores mobiliários serem incorpóreos”.

Assim, como explicado, os valores mobiliários, embora existam autores que defendam ser estes espécies de títulos de crédito e outros que entendem ser estes dois institutos distintos por apresentarem características diferentes, sabemos que, quanto aos valores mobiliários, estes foram feitos para terem sua emissão pública, portanto, resta diferenciar a emissão pública e emissão privada de títulos e valores mobiliários, como se verá em seguida.

## 5.2 Emissão pública e privada

Em razão do enfoque principal deste trabalho girar em torno da emissão pública de valores, devemos explicar mais detalhadamente o que caracteriza esta distribuição ou lançamento perante os subscritores, investidores, interessados em tais créditos.

Neste sentido observa Nelson Eizirik (1991, p.56):

“Inicialmente, críticas tem sido feitas doutrinariamente ao emprego da expressão ‘emissão pública’, uma vez que a emissão designaria apenas o ato de criação de valores mobiliários. Assim, não existiria a ‘emissão pública’, mas sim a *oferta pública*. Há, porém, autores que aceitam o uso da expressão no sentido técnico-legal, por significar a emissão pública a *distribuição* dos títulos aos subscritores. Nessa linha, entende-se que a palavra ‘emissão (do latim *emissione*, ato de produzir e mandar para fora, lançar, expelir) designa o lançamento dos títulos e a sua introdução no mercado”.

Também colacionamos aqui os dizeres de José Xavier de Carvalho Mendonça (1963, p.113) no que tange ao sentido técnico-jurídico da palavra ‘emissão’:

“O significado técnico-jurídico da palavra emissão é a distribuição dos títulos representativos das ações ou obrigações ao portador (documentos) por aqueles que a subscreveram”.

Assim também, conforme João Manuel de Carvalho Santos (1947, p.73-74):

“em linguagem bolsista, emissão é lançar à subscrição títulos de renda, ações ou obrigações não ainda em circulação e oferecidos ao público mediante prospectos que fazem conhecer todas as condições da emissão”.

Sedimentado o conceito de emissão, analisemos agora, segundo os parâmetros legais, como se caracteriza uma emissão pública, conforme os termos do artigo 3º da IN n. 400 da CVM que, complementando e repetindo parte da Lei n. 6.385/1976, fixou as seguintes diretrizes:

“Art. 3º - São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

- I. a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;
- II. a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;
- III. a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou
- IV. a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos

(páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

§ 1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

§ 2º A distribuição pública de valores mobiliários só poderá ser efetuada com intermediação das instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários ("Instituições Intermediárias"), ressalvada a hipótese de dispensa específica deste requisito, concedida nos termos do art. 4º.

Tais critérios fixados pela referida IN são objetivos, referindo-se aos meios utilizados pela emissora para a distribuição dos títulos ou valores mobiliários.

No entanto existem elementos subjetivos a serem observados tais como o "ofertante" e os "destinatários da oferta". Assim, o ofertante, segundo o que se infere do artigo 2º, § 3º, inciso I, da Lei n. 6.385/1976 será, geralmente, uma sociedade anônima aberta, podendo consistir em outras entidades autorizadas pela CVM, como os fundos de investimento em direitos creditórios, senão vejamos:

"§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo

I - exigir que os emissores se constituam sob a forma de sociedade anônima".

Assim também são considerados emissores os bancos de investimento e as sociedades corretoras ou distribuidoras, bem como administradores, controladores da companhia ou qualquer outra pessoa que tenha subscrito ou adquirido os títulos ou valores mobiliários com o intuito de colocá-los no mercado, como preceitua o § 2º do artigo 19 da Lei n. 6.385/1976:

"§ 2º - Equiparam-se à companhia emissora para os fins deste artigo:

I - o seu acionista controlador e as pessoas por ela controladas;

- II - o coobrigado nos títulos;
- III - as instituições financeiras e demais sociedades a que se refere o Art. 15, inciso I;
- IV - quem quer que tenha subscrito valores da emissão, ou os tenha adquirido à companhia emissora, com o fim de os colocar no mercado”.

Sobre este parágrafo comenta Nelson Eizirik (1991, p.58):

“as pessoas acima são equiparadas à companhia emissora, de tal sorte que, presentes os demais elementos caracterizadores da emissão pública, cabe o seu registro na CVM”.

Portanto, podemos concluir que, uma vez presente os elementos subjetivos e objetivos mencionados acima, a emissão será pública. Ante a ausência de alguns deles, a emissão será privada ou particular.

### 5.3 Debêntures

Conforme dispõe o artigo 59 da Lei das S/A, Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, debêntures tem a seguinte característica:

“**Art. 52.** A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”.

Podemos concluir então que estas são títulos típicos das sociedades anônimas que conferem direito de crédito aos seus titulares em face da emissora, de acordo com os termos constantes da escritura de emissão.

Nos dizeres do ilustre doutrinador Fabio Ulhoa Coelho (2011, p.164):

“Cada investidor, ao subscrever este valor mobiliário e pagar à sociedade emissora o preço correspondente, está como que emprestando dinheiro à ela. No vencimento das debêntures, a companhia pagará o devido ao debenturista, como que devolvendo o dinheiro emprestado. Isto é, os

titulares das debêntures postam-se perante a companhia emissora, do mesmo modo que o mutuante diante do mutuário, e vice-versa. Os valores, as garantias, os prazos e as obrigações das partes são estabelecidos no certificado, quando houver, e na escritura da emissão”.

A doutrina de um modo geral compara a emissão de debêntures ao contrato de mútuo, em que a sociedade anônima é a mutuaria e os debenturistas os mutuantes, já que no contrato de mútuo, de forma semelhante, se especificam valores, garantias, prazos e obrigações das partes, em geral. No caso das debêntures, quem precisa de dinheiro emprestado é uma sociedade anônima.

O fato é que, dentre os valores mobiliários empregados na estruturação da securitização de créditos, as debêntures estão entre os mais utilizados.

Mesmo sem ter, o presente trabalho, o escopo de tratar especificamente de valores mobiliários, é necessário informar, ainda sobre as debêntures, que estas podem ser de quatro espécies: com garantia real, com garantia flutuante, quirografárias ou subordinadas. Esta classificação tem importância, principalmente, na hipótese de falência da sociedade anônima emissora.

#### **5.4 Notas Promissórias Comerciais ou “*Commercial Papers*”.**

Regulamentada pela Resolução n. 1.723/1990 do CMN e pelas Instruções Normativas n.134/1990 e n. 292/1998 da CVM, sendo citadas como uma espécie de valor mobiliário no inciso VI do artigo 2º da Lei n. 6.385/1976, a nota comercial é uma nota promissória com regras próprias a serem aplicadas quando emitidas por sociedades anônimas e destinadas à distribuição no mercado de valores mobiliários.

Tem prazo curto para vencimento, sendo de no mínimo trinta dias e de no máximo trezentos e sessenta dias para as companhias abertas. Para as companhias fechadas o prazo máximo é de cento e oitenta dias, conforme estipula o artigo 7º, incisos I e II da IN n. 134 da CVM, alterada pela IN n. 292/1998.

Destarte, o papel comercial é ideal para problemas de liquidez momentâneos, já que tem o prazo de vencimento curto, embora não freqüentemente utilizada, já que as outras formas de ativos securitizáveis atendem melhor aos objetivos desse negócio jurídico.

### **5.5 Das cotas em fundo de investimento em direitos creditórios:**

Como já anteriormente informado, no Brasil as securitizações tem sido implementadas por meio de duas entidades de propósito específico, quais sejam, as sociedades e fundos de investimento em direitos creditórios, sendo estes, um dos títulos mais utilizados em securitização.

Os FIDC utilizam suas cotas como títulos empregados na captação de recursos, classificando estas em duas classes distintas: Cotas Sênior e cotas subordinadas. Estas últimas só poderão ser resgatadas e amortizadas após as cotas de classe sênior.

Independente de qualquer coisa, e ao contrário das debêntures e dos Certificados de Recebíveis Imobiliários, às cotas de fundos de investimento em direitos creditórios é vedada a afetação ou vinculação de parcela do patrimônio do fundo a qualquer uma de suas classes.

Ademais, conforme ensina Natália Cristina Chaves (2006, p.120):

“De fato, as cotas de fundos de investimento em direitos creditórios são títulos fungíveis, incorpóreos, representativos de investimento de risco, de caráter coletivo, visto que ofertados a uma coletividade de investidores qualificados cujos recursos serão destinados, preponderantemente, à aplicação em direitos creditórios. Além disso, as cotas geram aos seus investidores direito de participação no fundo, bem como direito a uma eventual remuneração decorrente da aplicação da comunhão dos recursos, se esta não gerar prejuízos”.

Apesar de serem ofertadas a investidores qualificados, ainda sim tal emissão é considerada como pública visto que estes investidores são o principal alvo da emissão e as cotas são revestidas das principais características dos valores mobiliários. Portanto, a restrição da CVM no sentido de que as cotas dos fundos sejam emitidas tão somente a investidores qualificados não constitui óbice ao enquadramento da emissão como pública.

## **5.6 Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs)**

Como já mencionado anteriormente, através da cessão de créditos a originadora destes os transfere, segregando-os de seu patrimônio, sendo que, após adquiridos pelas Sociedades de Propósito Específico, comumente as Companhias Securitizadoras, serão emitidos no mercado secundário para a busca de recursos através de investidores.

Este originador, credor imobiliário pode fazer com que tais créditos sejam representados, integral ou parcialmente, por Cédulas de Crédito Imobiliário (CCI). Nos dizeres de Uinie Caminha (2005, p.148):

“A vantagem desse instrumento é que ele delimita e padroniza os créditos imobiliários, facilitando sua transferência ao VPE e a securitização como um todo. A cessão das CCI pode ser feita por endosso, caso sejam documentos cartulares, ou por meio de central de liquidação e custódia de títulos, no caso de emissão escritural. A legislação prevê espressamente que a cessão da CCI implica automática transmissão das respectivas garantias ao cessionário, sub-rogando-se em todos os direitos representados pela cédula, e , especificamente no caso de alienação fiduciária, o cessionário se investirá na propriedade fiduciária que cabia ao cedente”.

Assim, as Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários, ao adquirirem os créditos, representados pelas CCI, os emitirão, colocando-os no mercado secundário através dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs).



Podem no entanto emitir tais títulos sobre outras forma de valores mobiliários diferentes como Debêntures.

Por sua vez, conforme estipula o artigo 6º da Lei n. 9.514/97, os CRIs são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, que constituem promessas de pagamento em dinheiro, e somente podem ser emitidos pelas Companhias Securitizadoras de créditos imobiliários. Portanto, os CRIs são os títulos que, especificamente, representam os créditos imobiliários que os lastreiam.

Os CRIs vem de encontro ao principal escopo do Sistema Financeiro Imobiliário, tendo o objetivo de criar um mercado secundário para os créditos imobiliários mediante a securitização, captando recursos privados para esse segmento da economia de forma alternativa a tradicionalmente utilizada, que consistia basicamente nos recursos do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço, caderneta de poupança ou dos próprios cofres públicos.

No entanto, sabemos que o estímulo a este mercado ainda não foi bem sucedido, pois a securitização de base imobiliária no Brasil é responsável por parcela insignificante dos recursos necessários ao financiamento habitacional.

Assim como os papéis comerciais, a legislação acabou conceituando os certificados de recebíveis imobiliários como sendo títulos de crédito, e não como valores mobiliários. Assim, muito embora existam doutrinadores que classificam estes institutos como iguais, defendemos a idéia de que são distintos em razão do que já foi anteriormente explicado.

Os CRIs, no entanto, se enquadram tanto na categoria de título de crédito como de valor mobiliário, pois são emitidos publicamente como os valores mobiliários, mas sendo infungíveis, como são os títulos de crédito.

Possui os atributos e características atinentes aos títulos de créditos, e, após a concessão de registro para a distribuição pela CVM, a qual analisará as o atendimento as exigências legais, haverá a possibilidade de emissão pública, sendo estes destinados à uma pluralidade de possíveis adquirentes, como são os valores mobiliários.

Os CRIs são criados a partir de um termo de securitização do qual constarão as seguintes informações:

- 1- identificação do devedor e o valor nominal de cada crédito que lastreie a emissão, com a individualização do imóvel a que esteja vinculado

e a indicação do Cartório de Registro de Imóveis em que esteja registrado e a respectiva matrícula, bem como a indicação do ato pelo qual o crédito foi cedido;

2- eventual constituição de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida.

## 6. COMPANHIAS SECURITIZADORAS

A securitização de recebíveis ocorre mediante a cessão, como aqui explicitado, por parte de uma instituição financeira cedente, originadora de determinados créditos ou recebíveis imobiliários que aquela detém para com terceiros (devedores), convertendo os recebíveis em lastro para a emissão posterior de valores mobiliários, os CRI's, a serem ofertados, aos investidores.

De acordo com o que diz Natália Cristina Chaves (2006, p.145):

Nesse contexto, tratando-se de securitização de créditos imobiliários ou financeiros, a companhia securitizadora deverá ser constituída sob a forma de sociedade por ações

E continua ainda Chaves dizendo (2006, p.146):

Por fim, não se deve olvidar que, havendo emissão pública de títulos ou valores mobiliários por uma sociedade anônima, esta deverá ser aberta. Nesse caso, a securitização revestir-se-á de maior segurança jurídica, posto que ressalvadas as hipóteses de dispensa, a emissão dos títulos ou valores mobiliários está sujeita ao registro e à fiscalização por parte da CVM. Lado outro, os custos decorrentes do procedimento de emissão pública podem onerar o negócio jurídico, tornando-o desinteressante para a originadora.

Portanto, como bem explicado, devem estas Sociedades de propósito Específico, as Companhias Securitizadoras, especialmete as tratadas neste trabalho, serem Sociedades Anônimas de capital aberto já que tem o objetivo de emitir os títulos de crédito, na forma de Certificados de Recebíveis Imobiliários, no mercado secundário.

Uma vez adquiridos os CRI's, pelos investidores, seus recursos serão disponibilizados à companhia securitizadora, recursos estes que serão repassados à instituição financeira cedente, com o intuito de liquidar a operação de cessão ocorrida anteriormente, e, assim, a companhia securitizadora (cessionária) passa a ser a legítima credora dos valores devidos pelos devedores ou mutuários, que

pagarão, diretamente a securitizadora, os valores das prestações relativas aos contratos que antes se deram com a originadora.

Os montantes recebidos pela companhia securitizadora serão transferidos aos investidores, e é através do ganho oriundo do deságio obtido na operação de cessão dos recebíveis pela originadora e de uma taxa de administração das operações que as companhias securitizadoras geram seus resultados.

Assim, apostando no poder da securitização de criar liquidez para a indústria de hipotecas e crédito imobiliário, a promulgação da Lei nº 9.514/97 foi um marco institucional, a principal medida preparatória para um desenvolvimento de um mercado habitacional viável no Brasil, como veremos à seguir.

## **6.1 Sistema Financeiro Imobiliário**

O Sistema Financeiro da Habitação (SFH) foi criado em 1964 e a partir de meados da década de 1980 ficaram claras as dificuldades daquele sistema, nos moldes em que estava desenhado. O número de unidades habitacionais financiadas nos anos anteriores não foi tão grande, enquanto que a demanda por novas moradias aumentava cada vez mais.

Os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's) foram criados, no Brasil, através da Lei nº 9.514, em 20 de novembro de 1997, que instituiu o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI)., porém, hoje se pode perceber que o objetivo social mais nobre e constitucional da criação do SFI, o compromisso governamental com o atendimento da demanda por moradias, não vem sendo alcançado, uma vez que a maior parte dos CRI's emitidos pelas companhias securitizadoras de créditos imobiliários destinam-se à outras coisas como a construção de galpões industriais, terminais logísticos e outros empreendimentos de interesse industrial e comercial.

Com a sanção da Lei do SFI, algumas condições básicas necessárias para que se iniciasse no Brasil uma nova e importante fase do financiamento imobiliário foram cridas, tendo em vista a experiência de países com sistemas habitacionais

desenvolvidos à base de garantias efetivas de retorno dos recursos aplicados, liberdade na contratação das operações e um mercado de crédito imobiliário capaz de captar recursos de longo prazo, principalmente junto a grandes investidores.

Assim, os principais conceitos novos instituídos pela Lei do SFI são a securitização de créditos imobiliários, a criação dos próprios Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI's) e das companhias securitizadoras de créditos imobiliários (CSCI's), a instituição do regime fiduciário sobre tais créditos imobiliários, da alienação fiduciária de bens imóveis e de garantias para as operações de financiamento imobiliário.

Segundo esclarece Ana Carla A. Costa (2004, p.9):

Além de eliminar as diversas restrições quanto a prazos, taxas de juros e limites de financiamento, o SFI incorpora uma inovação no que se refere aos contratos primários de crédito imobiliário que é a ampliação das alternativas de garantia. Enquanto nos contratos antigos a hipoteca do imóvel era o colateral exigido, com o SFI surge a alternativa de alienação fiduciária de coisa imóvel além do estabelecimento da cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis e da caução de direitos creditórios ou aquisitivos decorrentes de contratos de venda ou promessa de venda de imóveis.

A criação do SFI foi um passo importante, para permitir o acesso ao mercado de capitais pelas construtoras, incorporadoras e instituições financeiras originadoras de financiamentos imobiliários.

## 6.2 Alienação fiduciária

Considerada um contrato de direito real em coisa própria, conforme disciplina o artigo 66 da Lei 4.728, que ocorre sempre que um comprador adquire um bem à crédito e o credor toma o próprio bem em garantia, de forma que o comprador fica impedido de negociar este bem com terceiros, pois o direito de propriedade é transferido temporariamente do devedor ao credor, como garantia da existência da dívida.

Segundo Vedrossi (2002, p. 88):

A inclusão da alienação fiduciária criou efetivamente um sistema de garantias transparente, necessário ao ambiente da securitização. Na prática, porém, esse tipo de garantia ainda não possui histórico suficiente para provar sua eficiência, não existindo, dessa forma, jurisprudência que verse sobre o assunto.

O regime fiduciário sobre os créditos imobiliários está presente no artigo 9º, na Seção VI da Lei do SFI, com o objetivo de conferir maior segurança aos investidores em CRI's. Ao emitir uma série de CRI's, a companhia securitizadora poderá atribuir caráter fiduciário à propriedade dos créditos imobiliários que lhe servirem de lastro.

Dessa forma tais créditos serão excluídos do patrimônio da securitizadora, criando-se assim sociedades ou empreendimentos de propósito específico com o objetivo exclusivo de garantir os direitos dos investidores, como já informado neste trabalho, o que tem como efeito o fato de que nem mesmo a própria securitizadora poderá fazer uso deles, pois, uma vez segregados do patrimônio comum da securitizadora e integrados aos patrimônios separados, estes créditos não estarão ao alcance de qualquer ação judicial por credores da companhia securitizadora, ou seja, ficam os direitos dos investidores, titulares dos CRI's, imunes aos efeitos de uma eventual insolvência da securitizadora.

Pelo que é conhecido, através do contrato de alienação fiduciária, o proprietário efetuará, em garantia do respectivo financiamento, a alienação fiduciária do imóvel à entidade financiadora, transferindo a esta a propriedade fiduciária e a posse indireta. Até o final da liquidação do financiamento, o devedor será possuidor direto do imóvel, à semelhança do que ocorre na aquisição de um automóvel com alienação fiduciária em favor da financeira.

O chamado regime fiduciário constitui numa nova forma de garantia, exclusiva das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários consistente na afetação dos créditos imobiliários que lastreiam determinada emissão ou série de CRI's, mediante declaração unilateral da emissora, a CSCI, no Termo de Securitização lavrado e averbado em Cartório de Registro de Imóveis.

Decorre de tal instituição de regime fiduciário como dito, a formação de um patrimônio separado, composto exclusivamente por tais créditos, constituindo patrimônio que não se confunde com o da própria Companhia Securitizadora, e que se mantém apartado até que se complete o resgate total dos títulos a ele vinculados. Os beneficiários deste patrimônio segregado são os titulares dos CRI's lastreados nos créditos em questão, ou seja, os investidores. Os créditos objeto de regime fiduciário destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados e ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais.

Ainda, tais créditos estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da Companhia Securitizadora e não são passíveis de constituição de garantias ou de execução por quaisquer deles.

Destarte, a instituição do regime fiduciário para recebíveis imobiliários, vinculados aos CRI's, permite uma proteção adicional para o direito dos investidores, especialmente em relação às debêntures, pois, embora não seja obrigatória, todas as séries de emissões de CRI's distribuídas até a presente data, no Brasil, utilizaram-se dessa faculdade.

Importante observar que nessa modalidade operação, atua sempre um agente fiduciário, com função de proteger os direitos dos investidores, legitimado a

praticar todos os atos para esse fim, inclusive assumindo a gestão do patrimônio separado e dos respectivos créditos em caso de insolvência da Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários.



## 7. DA FUNÇÃO SOCIAL E INTERESSE PÚBLICO

Indispensável a todo instituto legal é a sua função social. Pois, por óbvio, vivemos em sociedade e, portanto tudo o que é criado pelo intelecto humano deve ter uma função social a cumprir, deve servir à sociedade de alguma forma, por mais “egoísta” que a princípio possa parecer sob pena de não frutificar e não subsistir.

Não é diferente com a securitização de créditos. Por mais que envolva interesses econômicos de investidores que, no mais das vezes tem por único objetivo o lucro e tão somente isso. A função social da securitização de créditos está fortemente ligada com a própria função social da empresa.

Não é difícil de se observar este propósito já que a iniciativa de uma Originadora, ao ceder seus créditos para uma Entidade de Propósito Específico é, como já explicado, obter a antecipação de seus recebíveis. Este fato pode contribuir grandemente para a manutenção desta Originadora.

A securitização é mais um meio que possibilita a dinâmica dos mercados, uma nova operação derivada de negócios jurídicos já consolidados para ampliar o mercado e auxiliar na função social do direito.

Como dito, a securitização possibilita o adiantamento de recursos que poderão ser utilizados pela Originadora para sua modernização, construção de edifícios, hospitais, escolas, além de solucionar problemas financeiros.

Portanto, a maior contribuição social da securitização de créditos é que se torna um meio alternativo para a recuperação do empresário, em face da nova Lei de Falências e Recuperação Judicial.

Nossa Constituição Federal, em seu art. 3º, nos exorta a buscar a preservação da sociedade, pois os objetivos fundamentais da República Federativa do Brasil se resumem no Princípio da Supremacia do Interesse público.

Visando estes mesmos objetivos e a concretização do mencionado princípio, a securitização de créditos pode ser um instrumento extremamente útil como alternativa para o crescimento econômico do Brasil, principalmente no que tange ao desenvolvimento do sistema habitacional, de saúde (com a construção de hospitais), educacional

(construção de escolas) e outros, através da própria Administração Pública ou da iniciativa particular.

Conforme D. D. Carneiro e I. Goldfajn (2000, p.19) afirmam:

não há sistema de financiamento de longo prazo que possa funcionar de forma satisfatória sem a consolidação da estabilidade macroeconômica. Com os níveis de volatilidade das taxas de juros ainda praticados no Brasil, não existe política capaz de estimular o financiamento imobiliário.

O apoio financeiro do governo faz com que, em decorrência da facilidade de financiamento, os preços subam, gerando a ilusão de que os problemas imobiliários estejam resolvidos. O que na verdade acontece é o aumento dos preços em razão do número elevado de inadimplentes, já que o mercado se tornou super aquecido.

A securitização pode colaborar com o crescimento imobiliário contribuindo para a diminuição da taxa de inadimplentes, pois, como demonstrado, pode ocorrer, por exemplo, de uma determinada construtora, com suas casas ou apartamentos, construídos ou ainda na planta, serem vendidos pelo sistema de financiamento, o que gera recebíveis imobiliários que, por sua vez são cedidos à Entidade de Propósito Específico, adiantando esta o pagamento integral destes créditos à construtora.

Desta forma, tal construtora, Originadora dos créditos, tem dinheiro em caixa antecipadamente, podendo investir em mais construções, gerando mais moradia, mais hospitais, escolas e outros benefícios sociais. Pois o financiamento imobiliário requer garantias efetivas de retorno dos recursos aplicados e um mercado de crédito imobiliário capaz de captar recursos de longo prazo, principalmente junto a grandes investidores.

## 7.1 Estabilidade Macroeconômica

Quando se pensa em macroeconomia se pensa em sistema econômico, ou seja, uma organização que envolva recursos produtivos capazes de proporcionar principalmente o crescimento da economia, o pleno emprego, a estabilidade de preços e o controle inflacionário.

Conforme ensina Carneiro e Goldfajn(2000, p.23):

Com a consolidação da estabilidade macroeconômica no país, os recursos destinados a investir em lets hipotecárias virão de diversos setores da economia. Tanto por apresentar-se como uma alternativa mais rentável do capital quando se compara aos títulos públicos, quanto por caracterizar-se por um perfil de dívida de mais longo prazo, as apólices resultantes do processo de securitização de hipotecas certamente terão papel relevante na carteira de instituições financeiras e investidores institucionais.

Portanto, pelo que já foi explicado acerca da securitização de recebíveis, especialmente no que tange a securitização de âmbito imobiliário, podemos vislumbrar claramente o efeito impactante que este instrumento de captação de recursos pode provocar no aspecto macroeconômico brasileiro.

Não apenas pela possibilidade de fomento ao sistema de financiamento imobiliário, mas também fica evidente os aspectos concernentes a movimentação de riquezas que, por sua vez, é capaz de gerar grande fluxo financeiro, criando empregos, mantendo empregos, aumentando a força econômica de empresas nacionais, e até mesmo contribuindo como uma hipótese de recuperação judicial ou extrajudicial.

## 7.2 Da recuperação judicial (Lei 11.101/2005)

Como o próprio nome sugere, tal instrumento criado pela Lei 11.101/2005 tem o objetivo de auxiliar o empresário para que este supere a crise econômica, mantenha sua fonte de renda, o emprego aos trabalhadores e ainda consiga realizar o pagamento de seus credores.

Um dos requisitos da mencionada Lei é que a empresa apresente propostas de pagamento de suas obrigações e que estas propostas sejam aprovadas pelos credores.

Alguns meios de recuperação judicial, de acordo com o artigo 50 da referida Lei, e resumidamente apresentados por Elisabete Teixeira Vido dos Santos (2009, p.135) podem ser:

Concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações; Cisão, fusão, incorporação, transformação, cessão de cotas ou ações; Alteração do controle societário; Substituição total ou parcial dos administradores ou modificação dos seus órgãos administrativos; Aumento de capital social; Trespasse ou arrendamento do estabelecimento; Redução salarial, compensação de horários e redução de jornada, mediante acordo ou convenção coletiva; Dação em pagamento ou novação das dívidas; Venda parcial de bens; Emissão de valores mobiliários; Usufruto.

Estas são algumas das propostas da Lei, e, por ser este um rol exemplificativo, podemos acrescentar a estas a securitização de créditos, pois como explicado, a antecipação de créditos proporcionaria o pagamento aos credores de forma mais rápida, promovendo, assim, a salvaguarda da empresa.

Ademais, preenchendo os mesmo requisitos para a recuperação judicial, o devedor poderá propor a recuperação extrajudicial, conforme dispõe os artigos 48 e 161 da Lei 11.101/2005, e desta forma, pode se valer da securitização da mesma forma para pagar seus credores e manter seu estabelecimento empresarial.

No entanto estamos falando de um mecanismo de recuperação que opera em meio ao mercado de capitais, e como é sabido, este se desenvolve movido por especulações. Tal afirmação pode, à primeira vista, levar a crer que uma empresa em

recuperação judicial tenha sua situação piorada se aderir a securitização já que, em virtude de estar desacreditada no mercado, talvez não consiga os investidores necessários para angariar recursos capazes de satisfazer suas obrigações financeiras com os credores.

No entanto, nesta esteira de idéias é que surge a Entidade de Propósito Específico, pois esta viabilizará a securitização de créditos através da cessão de créditos, reduzindo os riscos, já que, como explicado, tais créditos pertencerão agora exclusivamente à ela, como seu patrimônio próprio.

No entanto, o Brasil tradicionalmente ainda não tem na securitização uma das principais fontes de obtenção de recursos. A imagem positiva da securitização de créditos ainda está a se formar em nosso país e talvez por isso a maior dificuldade da ampliação da securitização esteja no fato de convencer os empresários de que esta inovação possa trazer os benefícios aqui mencionados.

Conforme diz Natália Cristina Chaves (2006, p.10):

não obstante todas essas vantagens, no Brasil, esse negócio ainda não cativou o seu público. O espetáculo está só no início. E são várias as razões que o impedem de conquistar os aplausos da platéia. A começar pela forma como foi introduzida no Brasil. Ao contrário do ocorrido nos Estados Unidos, onde as primeiras securitizações foram patrocinadas pelo governo, no cenário nacional sua atuação foi fruto de uma tentativa fracassada de salvar uma sociedade do Grupo Mesbla da falência. A atmosfera de ceticismo em torno da securitização estava criada e tornou-se ainda mais nebulosa com o tratamento que lhe foi dado pela mídia.

Portanto, é preciso confiar no potencial da securitização de créditos como manancial de recursos para torná-la, em nosso país, mais democrática e acessível a todos.

### 7.3 Da Securitização de Recebíveis Imobiliários

O Sistema Financeiro Imobiliário, normatizado no Brasil pela Lei nº 9.514/1997, criou as Entidades de Propósito Específicos denominadas Companhias Securitizadoras, que adquirem os créditos imobiliários junto às Originadoras, seguindo todo o ritual já explicado anteriormente, com a particularidade de transformar tais créditos em valores mobiliários, denominados de Certificado de Recebíveis Imobiliários (CRIs), que estão estabelecidos obrigatoriamente sob o regime de alienação fiduciária.

A instituição do regime fiduciário confere o caráter fiduciário à propriedade dos créditos imobiliários que lhe servirem de lastro conferindo maior segurança aos Investidores.

Pode-se perceber que o objetivo social mais nobre do SFI é o compromisso com o atendimento da demanda por moradias, além dos explicitados na Exposição de Motivos da Lei 9.514/97 (Lei do SFI), como a geração de empregos e o crescimento econômico em bases auto-sustentáveis.

Assim, conforme diz Paulo Roberto Rodrigues Alves (2005, p.19):

dessa forma tais créditos serão excluídos do patrimônio da securitizadora, criando-se assim sociedades ou empreendimentos de propósito específico com o objetivo exclusivo de garantir os direitos dos investidores. Nem mesmo a própria securitizadora poderá fazer uso deles. Uma vez segregados do patrimônio comum da securitizadora e integrados aos patrimônios separados, o que é realizado através do Termo de Securitização, os créditos imobiliários submetidos a tal regime fiduciário não estarão ao alcance de qualquer ação judicial por credores da companhia securitizadora. Ficam, dessa forma, os direitos dos investidores, titulares dos CRI's, imunes aos efeitos de uma eventual insolvência da securitizadora.

Desta forma, a alienação fiduciária passou a abranger também os bens imóveis facilitando a resolução dos problemas gerados pelos intermináveis processos judiciais necessários para a retomada de imóveis em caso de inadimplência.

Como se vê, a securitização de recebíveis imobiliários, sob o regime de alienação fiduciária é uma alternativa apta a proporcionar maior investimento no

financiamento imobiliário e conseqüente redução do déficit no setor de moradias, além de contribuir para a melhoria geral da sociedade com a construção de hospitais, escolas e outros, atendendo diretamente ao disposto no artigo 3º de nossa Carta Magna.

## 8 CONCLUSÃO

A securitização de créditos está em fase de desenvolvimento no Brasil, porém demonstra grande capacidade de impulsionar a economia nacional e promover a integral satisfação do interesse público além de cumprir sua função social visando preservar e criar mais empregos com o conseqüente estímulo ao setor de financiamento imobiliário.

A mobilização de riquezas, dispersão de riscos e desintermediação financeira são fatores marcantes da securitização de créditos ligados intimamente à sua estrutura operacional e os elementos jurídicos que a compõe.

A partir do desenvolvimento do mercado de capitais como um todo, partindo também da vontade política em promover mudanças institucionais, aliados à aplicação dos instrumentos jurídicos para proteção dos investidores, poderá se fomentar a cultura do mercado de capitais, trazendo mais confiança, credibilidade e eficiência aos institutos já existentes, aumentando o uso da securitização de créditos no Brasil.

Resumidamente explicamos a definição de securitização como sendo um negócio jurídico complexo que visa a antecipação do recebimento de créditos financeiros presentes ou futuros mediante o instituto da cessão de direitos relativo ao recebimento destes a uma entidade adquirente, que os emitirá como títulos ou valores mobiliários, amortizando-os e/ou resgatando-os quando do efetivo pagamento dos créditos que lhe foram cedidos

Assim, podemos dizer que a securitização de créditos explicada acontece da seguinte forma: a) alguém (originadora), desejando recursos, cede, créditos de sua titularidade à Companhia Securitizadora; b) Esta última emite valores mobiliários com pagamento vinculado aos créditos adquiridos, captando recursos no mercado; c) com a quantia obtida dos investidores, a Companhia Securitizadora paga os créditos cedidos à originadora e d) havendo o adimplemento dos créditos cedidos, a companhia Securitizadora paga os valores mobiliários aos investidores.

Não podemos abrir mão dos inúmeros benefícios proporcionados pela securitização de créditos financeiros que, como demonstrado cumpre sua função social podendo solucionar a crise econômico/financeira de uma empresa, promover sua



recuperação, captar de recursos para sua modernização, conservação dos empregos e pagamentos aos credores.

Ademais, para os investidores também é atrativa a securitização de créditos, tendo em vista que esta oferece oportunidades de ganhos atrativos, com baixo risco, além de facultar aos investidores a diversificação de suas aplicações, valendo-se das chamadas agências de *rating* para informá-los a respeito do grau de risco para o investimento a ser realizado.

Por outro lado, analisamos o interessante aspecto puramente jurídico que envolve a securitização de créditos imobiliários abordado neste presente trabalho. Toda a segurança proporcionada pela alienação fiduciária e a cessão de direitos relativo ao recebimento dos créditos.

Segurança aos investidores é o ponto forte deste instituto jurídico, que, desde seu nascedouro está cercado por garantias. Com explicado no presente trabalho, a cessão de créditos desvincula o domínio dos que o originam e os transferem às Entidades de Propósito Específico, as conhecidas Companhias Securitizadoras.

Assim, os que objetivam realizar um contrato de securitização, devem fazer com que o devedor aceite a cessão que pode vir declinada no boleto ou carnê, ou até outro documento como por exemplo o recibo de entrega da mercadoria, fazendo conter a expressão: “Este crédito será cedido para (designação do veículo securitizador) ou, se se ainda não houver sido constituído o veículo, a expressão poderá ser: “Declaro estar ciente e em concordância de que o presente crédito é passível de cessão”.

Enfim, a cessão de créditos torna a Entidade de Propósito Específico legítima titular dos créditos recebidos, em definitivo, o que aumenta seu respaldo patrimonial.

Como explicado, devem estas Sociedades de Propósito Específico, as Companhias Securitizadoras, especialmete as tratadas neste trabalho, serem Sociedades Anônimas de capital aberto já que tem o objetivo de emitir os títulos de crédito, na forma de Certificados de Recebíveis Imobiliários, no mercado secundário.

Estas, em razão de sua força financeira terão mais credibilidade ao disponibilizar tais créditos, pois, aliado a muitos agentes que avaliam as possibilidades e vantagens da aquisição de tais créditos, característica até certo ponto inerente ao mercado de ações, ainda temos o instituto jurídico denominado de alienação fiduciária como forma de selar a garantia de recebimento de tais créditos.

As Companhias Securitizadoras irão formar um patrimônio segregado oriundo dos créditos vinculados aqueles descritos nos CRIs (Certificado de Recebíveis Imobiliários), que, conforme estipula o artigo 6º da Lei n. 9.514/97, são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, que constituem promessas de pagamento em dinheiro, e somente podem ser emitidos pelas Companhias Securitizadoras de créditos imobiliários. Portanto, os CRIs são os títulos que, especificamente, representam os créditos imobiliários que os lastreiam.

A segregação ocorre inicialmente quando da cessão dos créditos, fazendo com que seja separado de fato o lastro dos títulos de crédito, objetos da securitização, do patrimônio da Originadora, sendo tal operação, como já explicado, realizada pela Entidade de Propósito Específico.

O chamado regime fiduciário constitui numa nova forma de garantia, exclusiva das Companhias Securitizadoras de Créditos Imobiliários consistente na afetação dos créditos imobiliários que lastreiam determinada emissão ou série de CRI's, mediante declaração unilateral da emissora, no Termo de Securitização lavrado e averbado em Cartório de Registro de Imóveis.

Clara é a vantagem, portanto, pois a segregação proporciona aos investidores a possibilidade de terem assegurado seus direitos mesmo com uma eventual falência da Companhia Securitizadora, já que este patrimônio separado, formado pelo conjunto dos créditos imobiliários que lastreiam os CRI's ficam inatingíveis.

Vantagem, por exemplo, até mesmo para aquele que, em razão de um contrato de financiamento imobiliário, vem pagando suas parcelas com a expectativa de um dia ter sua casa própria. Pois uma eventual falência da empresa que recebe estes valores teria, em tese, sua massa falida formada por aquelas construções inacabadas.

Este patrimônio serviria para pagar os credores da empresa falida e poderiam deixar aqueles que haviam contratado o financiamento à literalmente "ver navios". Porém, isto não ocorre quando utiliza-se a securitização de créditos imobiliários, já que, como explicado, através da cessão de créditos, o direito à

receber passa, como no caso descrito, da construtora para a Companhia Securitizadora.

Assim, mesmo que venha a falir, o financiamento continua e a construção das casas também. Por outro lado, na hipótese de falência da Companhia Securitizadora, tal patrimônio também não estará entre aqueles que formam sua massa falida em razão da alienação fiduciária.

Aliás, dificilmente há de se falar em falência da originadora com a securitização, haja vista o recebimento antecipado dos valores que, a princípio, por vinculação contratual, seriam graduais. Poderá como explicado nesta monografia, a originadora concluir seu empreendimento mais rapidamente, de forma menos dispendiosa e dar início a novos projetos conseqüentemente.

Podemos encontrar erros e acertos neste mecanismo que faz a securitização de créditos imobiliários acontecer, mas o fato é que foi feita para dar certo, pensada em mínimos detalhes e obviamente, tende a ser cada vez melhor com os avanços jurídicos e políticos que, quiçá, nosso país alcançará.

## BIBLIOGRAFIA

ALVES, Paulo Roberto Rodrigues. **O Desenvolvimento do Sistema Financeiro Imobiliário e da securitização de Recebíveis Imobiliários na redução do Déficit Habitacional Brasileiro**. 2005. 75f. Monografia (Graduação em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro – UFRJ, Rio de Janeiro, 2005.

BRASIL. Constituição (1988). **Constituição da República Federativa do Brasil**. Brasília: Senado, 1988.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976. **Dispõe sobre as sociedades por ações**. Brasília, Diário Oficial da União, 17 dez. 1976.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997. **Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências**. Brasília, Diário Oficial da União, 21 nov. 1997, ret. 24. nov. 1997.

BRASIL. Congresso. Senado. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. **Institui o Código Civil**. Brasília, Diário Oficial da União, 11 jan. 2002.

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

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

CARNEIRO, D. D.; GOLDFAJN, I. **A Securitização de Hipotecas no Brasil**. Texto para discussão 426: Departamento de Economia da Pontifícia Universidade Católica – PUC, Rio de Janeiro, 2000.

EIZIRIK, Nelson. **Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 83, jul/set. 1991.

FERREIRA, Aurélio Buarque de Holanda. **Novo Aurélio século XXI: o dicionário da língua portuguesa**. 3. ed. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1999.

GOMES, Orlando. **Novíssimas questões de direito civil**. 2.ed. São Paulo: Saraiva, 1988.

HOUAISS, Antônio; SALLES, Villar mauro de. **Dicionário Houaiss da língua portuguesa**. Rio de Janeiro: Objetiva, 2001.

KIRIAKOS, Thomas S., Long, Joan L., MULLEN, J. Thomas. **Has David Bowie started a new era of celebrity securitizations? The Financier**. Mayer, Brown & Platt, v.4, nº 5, p.12, dezembro. 1997

LUXO, José Carlos Augusto. **O Impacto da Securitização de Ativos nos Indicadores Financeiros e no Beta das Empresas**. 2007. Tese (Doutorado em Administração de Empresas) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo.

NORONHA, Fernando. **Patrimônios especiais: sem titular, autônomos e coletivos** in Revista dos Tribunais, v. 87, nº 747, pp. 11/34, janeiro de 1998.

NORONHA, Ilene Patrícia de – **Securitização de Recebíveis Comerciais e Industriais**: Tese de Doutorado – FEA – Universidade de São Paulo, 2004.

SANTOS, Elisabeth Teixeira Vido dos. **Elementos do Direito – Direito Empresarial**. 8 ed. São Paulo, Ed. Premier Máxima, 2009.

SECURATO, José Roberto. **Crédito, Análise e Avaliação do Risco**. São Paulo: Editora Saint Paul Institute of Finance, 2002.

SFI – **Sistema de Financiamento Imobiliário, Abecip** – Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança, a. 9, n. 20, 2005.

STAJN, Rachel. **Conceito de liquidez na disciplina do mercado de valores mobiliários**. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, n. 126, abr./jun. 2002.

STUBER, Walter Douglas; BENTIVEGNA, Enrico Jucá e FIZZOLA, Henrique Bonjardim – **O instituto da Securitização de Créditos no Brasil, Notas Técnicas – Securitização de Créditos Financeiros**, 05 de Abril, Amaro, Stuber & Advogados Associados, 1999.

VEDROSSI, Alessandro Olzon. **A Securitização de Recebíveis Imobiliários:** Uma alternativa de aporte de capitais para empreendimentos residenciais no Brasil. São Paulo, 2002. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). Escola Politécnica da Universidade de São Paulo, São Paulo.