

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO
PUC-SP**

Marcelo Franchi Winter

CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

MESTRADO EM DIREITO

**SÃO PAULO
2014**

Marcelo Franchi Winter

CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

MESTRADO EM DIREITO

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do grau de Mestre em Direito Comercial, sob a orientação do Prof. Dr. Marcus Elidius Michelli de Almeida.

SÃO PAULO

2014

FICHA CATALOGRÁFICA

Winter, Marcelo Franchi

Certificado de Recebíveis do Agronegócio. Marcelo Franchi Winter, São Paulo, 2014. 168 p.

Orientador: Prof. Dr. Marcus Elidius Michelli de Almeida

Dissertação (Mestrado) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

1. Agronegócio;
2. Securitização;
3. Certificado de Recebíveis do Agronegócio;
4. Companhia Securitizadora do Agronegócio;
5. Estudo de Caso: Contrato de Certificado de Recebíveis do Agronegócio

FOLHA DE APROVAÇÃO

Banca Examinadora:

DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus filhos Marcelo e Frederico, minhas motivações diárias, e também a minha esposa Camila por todo amor, carinho e compreensão.

RESUMO:

O Certificado de Recebíveis do Agronegócio, criado em 2004 pela Lei 11.076, de 30 de dezembro, com a finalidade de fomentar a participação privada no financiamento do agronegócio nacional, é um título de crédito representativo da promessa de pagamento em dinheiro vinculado a direitos creditórios do agronegócio de emissão exclusiva de companhia securitizadora do agronegócio. Na prática, trata-se de um instrumento de securitização específico para o setor do agronegócio que confere ao investidor segurança, benefícios fiscais, alto retorno do capital investido e redução de riscos, e ao tomador liquidez, melhores taxas de captação e novas fontes de financiamento.

O presente trabalho, portanto, tem como objetivo fazer uma análise detalhada do Certificado de Recebíveis do Agronegócio no Brasil, de forma a demonstrar que esse tipo de operação de securitização pode ser um catalizador para o desenvolvimento do setor do agronegócio, assim como já ocorreu com outros setores da economia, como foi o caso do setor imobiliário com o Certificado de Recebíveis Imobiliário.

PALAVRAS-CHAVES: Certificado de Recebíveis do Agronegócio – Agronegócio – Securitização – Securitizadora – Direitos Creditórios – Títulos de Crédito – Valores Mobiliários.

ABSTRACT:

The Agribusiness Receivables Certificate, created by the Law n. 11.076 of December, 30, 2004, in order to increase the share of the private capital in the financing of national agribusiness, is a title of credit that represents the promise to pay in cash, linked to credit rights originated in the agribusiness, issued exclusively by of an agribusiness securitization company. In practical terms, it is a specific securitization instrument applied to the agribusiness sector that grants to the investor safety, liquidity, tax benefits, high capital return and low risks, and to the borrower liquidity, better funding costs and new funding resources.

This work, therefore, has the purpose to provide an detailed analysis of the agribusiness receivables certificate in Brazil in order to demonstrate that this kind of transaction can be utilized as an accelerator to the development of the agribusiness sector, as well as happened in others sectors of the economy as the case of the real state with the real state receivables certificate.

KEYWORDS: Agribusiness Receivables Certificate – Agribusiness – Securitization – Securitization Company – Credit Rights – Title of Credit – Securities.

AGRADECIMENTOS

Inicialmente agradeço ao Professor Doutor Marcus Elidius Michelli de Almeida, meu orientador, pela confiança, paciência e contribuições. Agradeço também a todos os professores da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo pela atenção e conhecimento transmitidos ao longo da Graduação e Pós-graduação.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CDA	–	Certificado de Depósito Agropecuário
CDCA	–	Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio
CFC	–	Conselho Federal de Contabilidade
CMN	–	Conselho Monetário Nacional
CPR	–	Cédula de Produto Rural
CRA	–	Certificado de Recebíveis do Agronegócio
CRI	–	Certificado de Recebíveis Imobiliário
CVM	–	Comissão de Valores Mobiliários
FIDC	–	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
FII	–	Fundo de Investimento Imobiliário
FIP	–	Fundo de Investimento em Participações
GNMA	–	Government National Mortgage Association (ou Ginnie Mae)
IOF	–	Imposto sobre Operações Financeiras
IOSCO	–	International Organization of Securities Commissions
LCA	–	Letra de Crédito do Agronegócio
MAPA	–	Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento
NCA	–	Nota Comercial do Agronegócio
OCDE	–	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
PIB	–	Produto Interno Bruto
SNCR	–	Sistema Nacional de Crédito Rural
SPE	–	Sociedade de Propósito Específico
WA	–	Warrant Agropecuário

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	12
1. AGRONEGÓCIO.....	14
1.1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO AGRONEGÓCIO.....	14
1.2. CONCEITUAÇÃO DE AGRONEGÓCIO.....	15
1.3. CARACTERÍSTICAS DO AGRONEGÓCIO.....	18
1.4. AGRONEGÓCIO E DIREITO.....	22
1.5. O AGRONEGÓCIO NO BRASIL E SUAS NECESSIDADES.....	24
2. SECURITIZAÇÃO.....	29
2.1. ORIGEM HISTÓRICA.....	29
2.2. TERMINOLOGIA E CONCEITO.....	30
2.3. SECURITIZAÇÃO NO MUNDO.....	34
2.4. SECURITIZAÇÃO NO BRASIL.....	38
2.5. ATRATIVOS DA SECURITIZAÇÃO.....	41
2.5.1. PARA O ORIGINADOR DOS CRÉDITOS.....	41
2.5.2. PARA O INVESTIDOR.....	45
2.6. AMEAÇAS À SECURITIZAÇÃO.....	46
2.7. ESTRUTURA DA SECURITIZAÇÃO.....	47
2.7.1. CONSTITUIÇÃO DO VEÍCULO DE PROPÓSITO ESPECÍFICO.....	49
2.7.2. CESSÃO DE CRÉDITO.....	56
2.7.3. EMISSÃO DE TÍTULOS OU VALORES MOBILIÁRIOS.....	60
2.8. OUTROS AGENTES ENVOLVIDOS NA SECURITIZAÇÃO.....	61
2.9. MODALIDADES DE SECURITIZAÇÃO.....	66
2.9.1. SECURITIZAÇÃO DE EXPORTAÇÕES.....	66
2.9.2. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS DO MERCADO FINANCEIRO.....	67
2.9.3. SECURITIZAÇÃO DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS.....	68
2.9.4. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS EM GERAL.....	70
3. CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO.....	74
3.1. SURGIMENTO E LEGISLAÇÃO APLICÁVEL.....	74
3.2. TÍTULOS PARA FINANCIAMENTO PRIVADO DO AGRONEGÓCIO.....	78
3.2.1. CÉDULA DE PRODUTO RURAL.....	78
3.2.2. CERTIFICADO DE DEPÓSITO DO AGRONEGÓCIO E WARRANT AGROPECUÁRIO... 80	
3.2.3. CERTIFICADO DE DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO, LETRA DE CRÉDITO DO AGRONEGÓCIO E CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO.....	83
3.3. NATUREZA JURÍDICA.....	84
3.3.1. TÍTULO DE CRÉDITO.....	85
3.3.2. VALOR MOBILIÁRIO.....	89
3.4. EMISSÃO E REQUISITOS LEGAIS.....	94
3.5. DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO ELEGÍVEIS COMO LASTRO.....	98
3.6. FORMAS DE COLOCAÇÃO NO MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS.....	101
3.6.1. OFERTA PÚBLICA.....	102

3.7. ATRATIVOS TRIBUTÁRIOS.....	106
3.8. COMPARATIVO COM CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS.....	111
3.9. COMPARATIVO COM FUNDO DE INVESTIMENTOS EM DIREITOS CREDITÓRIOS	114
3.10. FATORES DE RISCO ENVOLVIDOS	116
4. SECURITIZADORA DO AGRONEGÓCIO	121
4.1. NATUREZA JURÍDICA	121
4.2. ESTRUTURA SOCIETÁRIA	125
4.3. PATRIMÔNIO SEGREGADO E REGIME FIDUCIÁRIO.....	131
4.4. FALÊNCIA DA COMPANHIA SECURITIZADORA.....	136
5. ESTUDO DE CASO CONCRETO - OPERAÇÃO DE EMISSÃO DE CRA	142
5.1. CARACTERÍSTICAS GERAIS DA OPERAÇÃO	142
5.2. FLUXO DA OPERAÇÃO DE EMISSÃO DE CRA	143
5.3. LASTROS APLICÁVEIS	145
5.4. GARANTIAS APLICÁVEIS.....	146
5.5. REGIME DE COLOCAÇÃO.....	147
5.6. DESTINAÇÃO DOS RECURSOS.....	147
5.7. REGIME FIDUCIÁRIO E PATRIMÔNIO SEPARADO	147
5.8. DEMAIS PARTICIPANTES ENVOLVIDOS NA OPERAÇÃO.....	148
5.9. CUSTOS DA OPERAÇÃO	150
5.10. RENTABILIDADE DOS CRAS	151
CONCLUSÃO.....	153
BIBLIOGRAFIA	159

INTRODUÇÃO

Nos últimos anos, a participação do agronegócio brasileiro na economia nacional tem crescido de forma acentuada. Esse crescimento está diretamente associado à vocação natural do Brasil para o agronegócio, dadas as suas características e diversidade, bem como o aumento da população mundial e a conseqüente maior demanda por alimentos.

Não há como negar que o Brasil é o país mais bem colocado para atender a crescente demanda por alimentos no mundo, sobretudo em virtude da enorme disponibilidade de terras agricultáveis, abundância de água, boa luminosidade, clima favorável e solos adequados.

O crescimento do setor traz a reboque o aumento da necessidade de recursos para expansão das atividades produtivas, comerciais e industriais relacionadas ao agronegócio. Nesse contexto, tem-se notado uma evolução nas formas de captação de recursos pelos participantes do agronegócio, em contraposição às formas tradicionais de captação de recursos no mercado bancário.

Os empréstimos e financiamentos tradicionais realizados pelas instituições financeiras para os participantes do agronegócio têm cedido lugar às captações diretas junto aos investidores finais, via mercado de capitais. Esse processo, conhecido como desintermediação bancária, tende a diminuir o custo de captação e aumentar as fontes de recursos para o setor.

Esse cenário fez surgir novas formas de acesso ao mercado de capitais, como é o caso da securitização no agronegócio, instituída em 2004 por meio da Lei 11.076, de 30 de dezembro. O diploma legal mencionado fez reduzir a distância entre os centros urbanos e as áreas rurais.

Esse fenômeno de desintermediação bancária já havia sido verificado em outros setores, como o imobiliário, cuja securitização já havia sido criada na década de 1990 para financiar o mercado imobiliário e evitar o déficit habitacional então existente.

A securitização, conforme se demonstrará no decorrer do presente trabalho, pode ser compreendida, de forma ampla, como um mecanismo de acesso ao mercado financeiro e de capitais e, de forma estrita, como um fenômeno de segregação de ativos em um determinado veículo de propósito específico com a finalidade de emissão de valores mobiliários, lastreados nos ativos securitizados, junto ao público investidor em geral.

O presente trabalho tem por objetivo demonstrar que a operação de securitização pode ser um instrumento de extrema valia para o crescimento organizado e sustentável do setor. Para tanto, imprescindível se faz compreender o conceito e alguns aspectos do agronegócio nacional, bem como da securitização. Na sequência, passaremos a discorrer sobre a aplicação da securitização no agronegócio propriamente dito e, por fim, faremos algumas considerações sobre o veículo apropriado para a securitização de direitos creditórios do agronegócio. Também será apresentado, ao final, um caso concreto de securitização no agronegócio.

1. AGRONEGÓCIO

1.1. Evolução Histórica do Agronegócio

As primeiras noções de agricultura surgiram na Grécia Antiga com as civilizações da região dos rios Nilo, Tigre e Eufrates. Posteriormente, em decorrência da necessidade de mais alimentos e melhor utilização do solo, a produção agrícola se espalhou pela China e pelo Oriente Médio. Ainda antes de Cristo, já era possível identificar nas Américas a criação de animais e o cultivo de milho.

Mas é na Idade Média, no período de feudalismo, que surge uma atividade mais organizada, com a utilização de moedas, operações de troca de alimentos por especiarias ou outras mercadorias e a realização de feiras.

Nesse período a necessidade por novos produtos, cultivados em outras regiões, fora do ambiente europeu, fez que os europeus passassem a desbravar novas regiões. Os portugueses, especificamente, chegaram ao Brasil e passaram a explorar o pau-brasil e, logo depois, a cana-de-açúcar.

Já no período colonial, época em que a agricultura se pautava pelo monopólio da metrópole perante a colônia, todos os produtos produzidos na colônia eram comercializados pela metrópole. A concentração de riqueza na metrópole associada ao emprego de técnicas rudimentares de produção e ao uso extensivo da terra geravam enormes prejuízos às colônias.

No contexto mundial, posteriormente, com a Revolução Industrial e o consequente desenvolvimento de técnicas mais evoluídas, incluindo o advento da mecanização, a agricultura passa para uma época de modernização. É bem verdade que essa mecanização também causou um declínio acentuado da população rural, que migrou para as cidades.

No período da Primeira Guerra Mundial, estima-se que a população rural de um país industrial padrão representava um terço da população total. No fim da Segunda

Guerra Mundial essa proporção caiu para um sexto¹. Essa migração de trabalhadores das áreas rurais para as cidades causou, de certa forma, uma redução na qualidade de vida das sociedades rurais.

Voltando ao Brasil, com o fim do sistema colonial, o País passou a construir um Estado moderno, com organização própria e autônoma. Contudo, no decorrer do século XIX, grande parte das exportações ainda era de produtos agrícolas primários, tais como café, cana-de-açúcar, borracha e algodão.

A modernização da agricultura brasileira só ocorreu de forma substancial durante o período militar, momento no qual foram criadas políticas públicas que beneficiavam a produção agrícola por meio da concessão de créditos e subsídios, da aplicação de modernas tecnologias na produção e da invenção e disseminação de novas sementes e práticas agrícolas. Essa época, durante as décadas de 1960 e 1970, foi chamada de “revolução verde” e proporcionou um aumento considerável na produção de alimentos.

1.2. Conceituação de Agronegócio

A evolução dos métodos de produção gerou uma expansão acentuada do trabalho assalariado e o aumento da utilização de máquinas e insumos agrícolas no campo. Essa modernização permitiu que o setor produtivo se integrasse com o setor industrial, o que redundou na criação da ideia do complexo agroindustrial, que, por sua vez, pode ser representado pela fusão da cadeia agropecuária com outras cadeias, como por exemplo a industrial.

Em outras palavras, pode-se entender que o complexo agroindustrial compreende um conjunto de atividades que se inter-relacionam, representado pela produção agropecuária com a agroindústria, logística, fabricação de insumos, distribuição de alimentos e comercialização interna e externa. Alguns autores, como

¹ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*. São Paulo: Quartier Latin, 2009. p. 35.

Renato Buranello², vão mais longe e incluem nesse rol de atividades as políticas públicas e o financiamento privado.

Essa ideia de complexo agroindustrial foi identificada, primeiramente, pelos autores norte-americanos John H. Davis e Ray A. Goldberg³, que criaram o termo *agribusiness*. Segundo os autores, o agronegócio deve ser entendido como “a soma das operações de produção e distribuição de suprimentos agrícolas, das operações de produção nas unidades agrícolas, do armazenamento, processamento e distribuição dos produtos agrícolas e itens produzidos a partir deles”.

Por meio deste conceito percebe-se que cai por terra a antiga visão da sociedade de que a atividade agropecuária restringia-se apenas às atividades diretamente relacionadas à produção. O conceito de agronegócio passa a englobar não somente as atividades diretamente relacionadas à produção, como também as atividades indiretamente relacionadas a ela.

Nessa mesma linha de entendimento, Fábio Ulhoa Coelho⁴ ensinou:

“O agronegócio não se limita, assim, especificamente à plantação e cultivo das *commodities* agrícolas (cana, soja, milho, trigo, café, etc.), embora esta atividade esteja no centro da rede agronegocial. Também a integram a produção e comercialização de sementes, adubos e demais insumos, distribuição, armazenamento, logística, transporte, financiamento, conferência de qualidade e outros serviços, bem como o aproveitamento de resíduos de valor econômico”.

Ney Bittencourt de Araujo, Ivan Wedekin e Luiz Antônio Pinazza⁵, comentando o conceito de agronegócio, concluíram que o termo tem uma acepção *lato sensu*, de forma que o agronegócio, segundo os autores:

“engloba os fornecedores de bens e serviços à agricultura, os produtores agrícolas, os processadores, transformadores e distribuidores envolvidos na geração e no fluxo dos produtos agrícolas até o consumidor final. Participam também nesse complexo os agentes que afetam e coordenam o fluxo dos

² BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*, cit., p. 40.

³ DAVIS, John H.; GOLDBERG, Ray A. *A concept of agribusiness*. New York: Alpine, 1957. p. 136.

⁴ O agronegócio e o interesse social. *O Estado de S. Paulo*, de 5 set. de 2012, p. A-2.

⁵ ARAUJO, Ney Bittencourt de; WEDEKIN, Ivan; PINAZZA, Luiz Antônio. *Complexo agroindustrial: o agribusiness brasileiro*. São Paulo: Agroceres, 1990. p. 3.

produtos, tais como o governo, os mercados, as entidades comerciais, financeiras e de serviços”.

Para Renato Buranello⁶, o agronegócio pode ser definido como o conjunto organizado de atividades econômicas que envolve a fabricação e fornecimento de insumos, a produção, o processamento e armazenamento até a distribuição para consumo interno e externo de produtos de origem agrícola e pecuária, ainda compreendidas as bolsas de mercadorias e futuros e as formas próprias de financiamento, sistematizadas por meio de políticas públicas específicas.

Na mesma linha leciona Carlos José Caetano Bacha⁷:

“Denomina-se de agribusiness ou complexo agroindustrial ou sistema agroindustrial (termos normalmente usados como sinônimos) o conjunto de atividades realizadas pela agropecuária e pelos setores a ela vinculados. Portanto, o complexo agroindustrial é o conjunto formado pela sucessão de atividades vinculadas à produção e à transformação de produtos agropecuários. O complexo agroindustrial apresenta uma visão sistemática da economia, evidenciando como certos segmentos fornecem insumos à agropecuária e outros segmentos procedem à transformação industrial e à distribuição dos produtos in natura ou transformados”.

Importante destacar que o conceito de agronegócio, também entendido, na visão moderna, como complexo agroindustrial, não deve ser confundido com o de cadeia agroindustrial. Em síntese, agronegócio ou complexo agroindustrial é gênero do qual é espécie a cadeia agroindustrial. A cadeia agroindustrial forma-se a partir de um tipo específico de produto, como, por exemplo, a soja. Nesse caso específico da soja, há de se falar em cadeia agroindustrial da soja. Portanto, o complexo agroindustrial ou agronegócio é composto por inúmeras cadeias agroindustriais dos mais diversos tipos de produtos de origem vegetal ou animal.

Destarte, o conceito de agronegócio que deve ser adotado, até para hipóteses de incidência jurídica, é o que considera o agronegócio como o conjunto de todas as atividades econômicas relacionadas, direta ou indiretamente, com a atividade agropecuária, incluindo mas não se limitando às pessoas físicas e jurídicas que produzem, processam e distribuem produtos agropecuários, produzem e fornecem

⁶ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*, cit., p. 40.

⁷ BACHA, Carlos José Caetano. *Economia e política no Brasil*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2004. p. 22.

insumos de natureza agropecuária, participam da logística, distribuição e comercialização dos produtos agropecuários *in natura*, processados e beneficiados.

1.3. Características do Agronegócio

Dentre as principais características inerentes ao complexo setor do agronegócio, vale ressaltar algumas que se aplicam a todas as cadeias agroindustriais, quais sejam sazonalidade, perecibilidade, fatores biológicos e variação de preço.

(i) Sazonalidade

A produção agrícola é, notoriamente, dependente das condições climáticas de cada região, apresentando períodos de safra e entressafra, ou seja, períodos de abundância de produtos, alternados com períodos de falta de produção, salvo raras exceções. Já do lado do consumo, grosso modo, não há grande variação ao longo do ano nas quantidades procuradas, que permanecem mais ou menos constantes⁸.

Essa característica introduz grandes dificuldades para os investidores apurarem o retorno do capital investido e para o planejamento e controle da produção agroindustrial. Dessa forma, a indústria e os consumidores finais tendem a atribuir maior valor aos produtos vendidos em períodos de entressafra. Além disso, pode-se pensar também em aproveitar o período de entressafra em outros mercados para melhor colocar os nossos produtos e a um preço mais atraente, o que já acontece, com sucesso, com diversos produtos de origem agropecuária.

(ii) Fatores Biológicos

Outra importante característica do setor está na influência dos fatores biológicos, ou seja, na sujeição das lavouras e das *commodities* agrícolas aos ataques de pragas e doenças que diminuem o potencial e capacidade de produção, a qualidade da produção e/ou comprometem integralmente a produção.

⁸ ARAÚJO, Massilon J. *Fundamentos de agronegócios*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005. p. 18.

A ocorrência desses fatores biológicos é muito importante se levarmos em consideração que as pragas e doenças podem se alastrar e contaminar inclusive seres humanos. Daí a importância de controlar e combater esses fatores biológicos de forma a não só evitar o comprometimento da produção, como também a evitar riscos de contaminação de outras lavouras, bem como de pessoas.

(iii) Perecibilidade

Quanto à perecibilidade da produção, podemos observar que a maior parte dos produtos, processados ou não, apresenta um alto grau de perecibilidade. Na maioria desses casos, a qualidade do produto final está diretamente ligada à velocidade com que o produto é disponibilizado ao consumidor final. Nesse caso, questões relacionadas à logística de distribuição também assumem uma importância vital. O baixo valor agregado dos produtos agropecuários também acentua a importância de uma logística eficiente e eficaz.

Esse aspecto coloca duas questões importantes, sendo a primeira delas relacionada à logística de distribuição e a segunda relacionada à armazenagem.

Em decorrência dessa perecibilidade, sem cuidados específicos, os produtos decorrentes da atividade agrícola podem durar horas, dias ou poucas semanas⁹, motivo pelo qual se torna necessário o acondicionamento adequado, com logística e armazenamento apropriados aos produtos.

(iv) Variação de Preço

Por fim, uma das características mais marcantes da atividade, ao lado da sazonalidade da produção, é a variação de preço. A volatilidade nos preços dos produtos agrícolas bem como dos principais insumos consumidos pelo setor é uma realidade inerente ao agronegócio.

⁹ ARAÚJO, Massilon J. *Fundamentos de agronegócios*, cit., p. 19.

A variação de preço dos produtos agropecuários pode gerar um impacto substancial sobre o agente do agronegócio que decide produzir, comprar e/ou vender determinado produto em um momento diferente da realização financeira da respectiva operação, ou seja, o agente do agronegócio que compra determinado produto agropecuário para recebê-lo em um momento futuro estará sujeito ao risco de, no momento da entrega física, o produto estar valendo metade do preço, causando-lhe assim um prejuízo de 50% do valor do produto e comprometendo a rentabilidade de sua atividade.

Em resumo, o preço de venda do produto no momento de sua respectiva comercialização é uma incógnita que depende de fatores que muitas vezes fogem do controle do agente do agronegócio, tais como o momento econômico do país, a taxa de juros, o câmbio etc. Em geral, o comportamento dos preços dos produtos agrícolas apresenta algumas características marcantes, como tendência, ciclo e sazonalidade.¹⁰

A tendência pode ser observada por meio do histórico de preço do produto, permitindo ao interlocutor analisar os períodos de alta e baixa do preço. Não havendo grandes mudanças nos fatores que agem sobre determinado mercado, seria de se esperar que o preço mantivesse a tendência da série histórica. Basicamente, as alterações na tendência estão ligadas à evolução tecnológica e a mudanças de hábito.

Quanto aos ciclos, referem-se a flutuações que ocorrem em períodos maiores de um ano, quase sempre associados ao comportamento do produtor diante do mercado e às variações de oferta de seu produto.

Já a sazonalidade, como comentado, é caracterizada por um movimento de preços ao longo do ano devido a safra e entressafra, estações do ano, hábitos do consumidor e outros fatores. Como consequência da sazonalidade, em regra o produtor receberá preços menores durante a safra e mais atraentes ao longo da entressafra, motivo pelo qual, muitas vezes, o produtor prefere comercializar seus produtos na entressafra. A sazonalidade e a volatilidade a ela associada fazem o preço variar ao longo do ano.

¹⁰ MARQUES, Pedro V.; MELLO, Pedro C. de. *Mercado de futuros de commodities agropecuárias*. São Paulo: BM&F, 1999. p. 34-35.

Diante desse cenário de alta volatilidade de preços, podemos inferir que o mercado agropecuário, em certos momentos, é um verdadeiro jogo de incertezas de elevado risco. Como mecanismo de mitigar os riscos de mercado que envolvem o agronegócio, apontamos dois instrumentos, quais sejam: (i) contrato a termo; e (ii) mercado de futuros.

O contrato a termo, instrumento utilizado desde os primórdios da atividade agropecuária, é um instrumento particular de compra e venda, por meio do qual o comprador e o vendedor firmam um acordo para entrega do produto em uma data futura, determinando o preço e podendo o pagamento ser realizado no início ou no vencimento do contrato. Assim, independentemente do valor do produto no momento da entrega física, as partes não suportarão os efeitos do mercado, visto que o preço foi determinado inicialmente no contrato.

Importante observar que o contrato a termo difere da opção, pois uma vez fechado, o comprador é obrigado a pagar o preço previamente combinado e receber o produto objeto do contrato, e o vendedor é obrigado a receber esse preço previamente combinado e a entregar o produto.

O mercado de futuros, também conhecido como *hedge*, negociado em Bolsa de Valores, é o instrumento que foi criado para proteger a sociedade contra os riscos de mercado gerados pela variação de preço de determinados produtos de origem agropecuária e certos ativos financeiros. O mercado de futuros nada mais é do que o elo entre a oferta e a procura, por meio do qual as pessoas podem fixar o preço de compra e de venda de produtos agropecuários antes da realização física do negócio, a fim de não correrem os riscos de mercado.

Para Arnaldo Luiz Corrêa¹¹, o conceito de *hedge* está intimamente ligado ao mercado futuro, que visa propiciar meios que permitam às partes proteção adequada contra o risco de flutuação de preço. O *hedge* serve basicamente para “travar” o preço do produto, a fim de se proteger as partes contra variações futuras.

¹¹ CORRÊA, Arnaldo Luiz. *Derivativos agrícolas*. São Paulo: Globo, 2005. p. 63.

Note-se que existe uma grande similaridade entre o *hedge* e o contrato a termo; contudo, nas palavras de Antonio Zoratto Sanvicente¹², o contrato a termo tem prazo de vencimento constante, enquanto o *hedge* tem data de vencimento constante. Ademais, o contrato de *hedge* costuma ser negociado em bolsa e está sujeito ao mecanismo de ajustes diários, ou seja, aos pagamentos e recebimentos diários de prejuízos e ganhos.

John C. Hull¹³ reforça a similaridade entre o *hedge* e o contrato a termo: “O contrato a termo é similar ao futuro no que diz respeito à existência de compromisso para comprar e vender um ativo por determinado preço e em certa data futura. Entretanto, enquanto este primeiro contrato é negociado no mercado de balcão, o segundo é transacionado em bolsa”.

Apesar de ser um instrumento específico, o *hedge* não se encontra disciplinado expressamente na lei civil e comercial¹⁴. Na prática, é representado por um contrato de adesão, em que os termos e condições são sempre os mesmos, de modo a caracterizar o contrato de *hedge*, que é o instrumento de maior efetividade em face do risco de mercado decorrente da volatilidade do preço dos produtos agropecuários.

Não obstante os benefícios do instrumento de hedge, não se pode perder de vista que o *hedge* pode gerar outros riscos financeiros, como a necessidade de coberturas de margens e ajustes diários junto à Bolsa de Valores.

1.4. Agronegócio e Direito

A importância do agronegócio para a economia global e, em especial, a brasileira, por si só já justifica a simbiose entre as duas matérias, direito e agronegócio. Isso porque dentro do complexo setor agroindustrial criam-se diversas redes de relações jurídicas que demandam a observância e aplicação de uma série de normas jurídicas que funcionam como limites e ordenação ao agronegócio.

¹² SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Derivativos*. São Paulo: Publifolha, 2003. p. 20-21.

¹³ HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&F, 2005. p. 4-5.

¹⁴ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*, cit., p. 107.

A produção, o processamento, a industrialização, a distribuição e o armazenamento de produtos de natureza agropecuária demandam a aplicação do direito, de forma a conferir regras claras e segurança ao setor. Sem o direito é forçoso reconhecer que o desenvolvimento dessas atividades ficaria prejudicado.

O direito, mais especificamente o Direito Comercial, ramo jurídico que tem por objeto os meios socialmente estruturados de superação dos conflitos de interesse entre os exercentes de atividades econômicas de produção ou circulação de bens ou serviços de que todos necessitamos para viver¹⁵ funciona como uma tecnologia ao agronegócio, pois dispõe de elementos que asseguram segurança, eficácia e conforto às relações jurídicas do agronegócio. Portanto, o direito passa a ser uma ferramenta para o real desenvolvimento do agronegócio.

Para facilitar a visualização de onde o direito tem uma incidência determinante no agronegócio, propomos dividir o setor em três grandes segmentos, quais sejam: (i) segmento antes da porteira; (ii) segmento dentro da porteira; e (iii) segmento depois da porteira.

O segmento antes da porteira engloba a produção e a comercialização dos insumos para o agronegócio e os serviços agropecuários, tais como pesquisas agropecuárias, estudos de solo, planejamento ambiental, treinamento de mão de obra etc. O segmento dentro da porteira compreende a produção agropecuária propriamente dita, que pode ser dividida em agricultura e pecuária. Já o segmento depois da porteira é constituído basicamente pelas etapas de processamento e distribuição de produtos agropecuários até atingir os consumidores.

Analisando o primeiro segmento, pode-se vislumbrar a aplicação de regras tributárias e empresariais na compra e venda de insumos e na constituição das empresas do agronegócio. Além disso, chama a atenção a incidência de regras ambientais necessárias para a obtenção de licenças fitossanitárias, gestão de recursos hídricos e eventual utilização de insumos transgênicos. Nesse sentido, está presente nessa etapa o direito tributário, comercial, administrativo e ambiental.

¹⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1, p. 27.

No segundo segmento, o que mais preocupa, sem dúvida, é a aplicação de regras ambientais, em especial no que diz respeito aos agrotóxicos e à utilização adequada da terra, e de regras trabalhistas no que tange à proteção e segurança ao trabalhador rural.

Por fim, quanto ao terceiro segmento, onde se processa e distribuem os produtos, a incidência do direito compreende o comércio e a carga tributária aplicável na comercialização dos produtos. Muitas vezes se aplicam regras nacionais e internacionais à comercialização.

Convém ressaltar que, a princípio, não nos parece necessário falar em um novo ramo do direito, com a denominação Direito do Agronegócio, como já proposto por João Eduardo Lopes Queiroz¹⁶, que definiu o Direito do Agronegócio como o conjunto de normas jurídicas incidentes sobre a produção, processamento e distribuição dos produtos agropecuários.

Isso porque os ramos do direito privado já existentes, em especial o Direito Comercial, podem atender suficientemente bem às necessidades e à ordenação do agronegócio. O setor carece, no entanto, de implementação, observação e aplicabilidade das normas jurídicas existentes, de forma a viabilizar o desenvolvimento consistente do setor.

1.5. O Agronegócio no Brasil e suas Necessidades

Os números relacionados ao agronegócio brasileiro impressionam, e a tendência é impressionarem cada vez mais ao compararmos o Brasil com os demais países. O Brasil, comparativamente a outros países, leva enorme vantagem em uma série de fatores, entre eles: (i) áreas disponíveis ainda não cultivadas; (ii) fatores ambientais favoráveis à produção; (iii) possibilidade de plantio com duas safras de grãos por ano; (iv) tecnologia desenvolvida pelos centros de pesquisas adaptada à diversidade climática existente no País; (v) boa qualidade dos solos; e (vi) topografia favorável.

¹⁶ QUEIROZ, João Eduardo Lopes. *Direito do agronegócio*. Belo Horizonte: Fórum, 2005. p. 30.

O setor já responde, sozinho, por quase um terço do produto interno bruto (PIB) nacional e é um dos líderes mundiais na produção e exportação de vários produtos agropecuários por volume. Segundo o Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento (MAPA)¹⁷, o Brasil é o primeiro produtor e exportador de café, etanol de cana-de-açúcar, açúcar e suco de laranja. Liderou o ranking de vendas externas de carne bovina e carne de frango, foi o segundo maior produtor e exportador de soja, o segundo maior exportador de farelo e óleo de soja, o terceiro maior exportador de milho e o quarto maior exportador de algodão. Ainda segundo o MAPA, o Brasil tem potencial para se tornar líder na produção de biocombustíveis produzidos a partir de cana-de-açúcar e óleos vegetais, além de algodão, milho, arroz, frutas frescas, cacau, castanhas, nozes, suínos e pescados.

Segundo o relatório “Perspectivas agrícolas 2012-2021”, publicado em julho de 2012 pela Organização das Nações Unidas para a Agricultura e Alimentação (FAO) e pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE)¹⁸, a demanda mundial por alimentos deverá ser cada vez maior pela influência de três variáveis: crescimento demográfico, índice de urbanização e aumento da renda média, principalmente nos países em desenvolvimento. Será necessário produzir 60% mais alimentos até 2050 para atender uma população que chegará a 9,1 bilhões em 2050, ou seja, 2,3 bilhões de pessoas a mais que na atualidade.

Entre os resultados, o estudo afirma que o planeta terá que aumentar a produção de cereais em 1 bilhão de toneladas em relação aos 2,1 bilhões de toneladas produzidas hoje. O desenvolvimento tecnológico e científico, assim como a modernização da atividade rural, alcançados graças à pesquisa e expansão das indústrias de fertilizantes, herbicidas e pesticidas, também contribuiu para a transformação do Brasil em um dos principais produtores rurais mundiais, de acordo com o MAPA.

Mesmo diante desse excelente cenário, custa compreender o relativo subdimensionamento da importância atribuída ao setor pelos governantes, visto as

¹⁷ Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento – MAPA. Disponível em: <<http://www.agricultura.gov.br/vegetal/estatisticas>>. Acesso em: 5 jun. 2013.

¹⁸ Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Econômico – OCDE. Disponível em: <<http://www.oecd.org/site/oecd-faoagriculturaloutlook/>>. Acesso em: 5 jun. 2013.

mazelas que afetam o setor no Brasil, sem qualquer melhoria relevante patrocinada pelos agentes estatais.

Um dos aspectos que mais afetam o agronegócio é a precária infraestrutura nacional. O escoamento da produção é aspecto de extrema importância quando se fala em agronegócio. De nada adiantam os altíssimos níveis de produtividade do setor agropecuário brasileiro sem a devida estrutura de transporte e armazenamento para o envio dos produtos a seus mercados consumidores. São necessários aqui investimentos de monta em logística, especialmente na melhoria da malha ferroviária, na conservação de estradas e, principalmente, na reforma das estações portuárias¹⁹.

Vale destacar, também, a necessidade de melhorias no sistema tributário mediante a simplificação das normas e sistemáticas de cobrança e retenção de tributos. Não é de hoje que a estrutura tributária brasileira representa um sério entrave ao desenvolvimento de diversos segmentos da economia nacional: muito complexo, extenso demais e por vezes de difícil cumprimento, nosso sistema tributário deve e precisa ser melhorado, com vistas à aferição de ganhos de competitividade e redução dos custos da produção agropecuária. Certamente que a desoneração da produção e a comercialização de produtos agropecuários auxiliaria, e muito, o desenvolvimento do setor, mas, mais do que isso, é preciso organizar o sistema de forma a repartir os encargos de forma equânime entre os agentes envolvidos na cadeia agroindustrial.

Outro aspecto que demanda melhorias é a alta informalidade que permeia o setor. As relações jurídicas firmadas no contexto das cadeias agroindustriais, em grande parte de maneira informal e despadronizada, geram um enorme risco aos agentes do agronegócio nacional em decorrência da falta de transparência nas circunstâncias negociais das transações, bem como da falta de definição objetiva de todos os direitos e deveres das partes. A formalização e padronização mínima dos contratos de *commodities* agrícolas, além de afastar de forma considerável os riscos advindos de vícios na formação dos negócios jurídicos e interpretações conflitantes de cláusulas e disposições contratuais, poderia facilitar imensamente o seu trânsito e erradicar custos de transação hoje intrínsecos ao setor.

¹⁹ BATALHA, Mário Otávio. *Gestão agroindustrial*. São Paulo: Atlas, 2008. v. 2, p. 254.

Tão importante quanto os demais itens acima versados, se não mais importante, é a estrutura de financiamento do setor agroindustrial no Brasil, que demanda urgentes modificações, sob pena de deixar de cumprir a sua finalidade precípua de ofertar crédito a todos que necessitem, na exata medida de sua necessidade.

A oferta de crédito para o setor no Brasil é majoritariamente pública e outorgada em condições, prazos, taxas e formas de garantia controladas. Esse financiamento se dá, em geral, por meio do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), o qual representa políticas públicas que insistem no modelo de grande intervenção governamental, com pequena evolução e operacionalidade dos títulos de financiamento rural instituídos pelo Decreto-lei 167, de 14 de fevereiro de 1967, tais como: (i) a Cédula Rural Pignoratícia; (ii) a Cédula Rural Hipotecária; (iii) a Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária; e (iv) a Nota de Crédito Rural.

Outra fonte relevante de crédito para o setor são as cooperativas de crédito, cuja função principal é proporcionar a seus associados, denominados de cooperados, crédito e moeda por meio de mutualidade e mediante taxas módicas de juros.

Na prática, a par da necessidade de organizar-se para o fornecimento de ajuda mútua, a cooperativa de crédito constitui, na verdade, uma empresa que tem por objetivo proporcionar o empréstimo de recursos financeiros para seus associados, sendo-lhe facultado o fornecimento de serviços também a terceiros não cooperados.

Esse tipo de sociedade, apesar de exercer atividade econômica, não tem fins lucrativos, portanto é considerado uma sociedade não empresária. As cooperativas, definidas como sociedades simples, por ressalva no parágrafo único do artigo 983 do Código Civil, não se enquadram em nenhum dos tipos societários previstos no Código Civil, obedecendo às normas que lhe são próprias.

Especificamente no que tange às cooperativas de crédito, são consideradas instituições financeiras por equiparação, motivo pelo qual são controladas e fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil, conforme dispõe o artigo 92, I, da Lei 5.764/1971. Esse

também é o entendimento de Roque Lauschner²⁰, para quem as cooperativas de crédito têm natureza jurídica de instituição financeira.

Uma alternativa ao cenário referido acima, em complemento ao crédito oficial e às cooperativas de crédito, seria uma melhor operacionalização e aplicação dos títulos de créditos regulados pela Lei 11.076, de 31 de dezembro de 2004.

Nesse contexto, as operações de securitização, que serão objeto central deste trabalho, podem representar um papel de extrema relevância na pulverização da oferta do crédito e no acesso aos recursos pelos agentes do agronegócio nacional.

²⁰ LAUSCHNER, Roque. Definição de cooperativa. In: PINHO, Diva Benevides (coord.). *Administração de cooperativas*. São Paulo: CNPq, 1982. p. 51.

2. SECURITIZAÇÃO

2.1. Origem Histórica

A ferramenta de securitização de direitos creditórios despontou como um fenômeno financeiro nos Estados Unidos da América a partir da década de 1970, em um momento histórico conturbado para o setor imobiliário norte-americano. Na época, a demanda por crédito imobiliário era bem superior à oferta, o que gerava uma constante insatisfação da população junto ao governo. Essa crescente demanda por habitação advinha, essencialmente, do intenso crescimento demográfico associado ao aumento da expectativa de vida do cidadão.

Além disso, o financiamento bancário concedido com recursos advindos de depósitos à vista e empréstimos se mostrava insuficiente para atender essa crescente demanda por crédito imobiliário.

Se não bastasse isso, muitos investidores questionavam os mecanismos judiciais de recuperação de créditos e de garantia dos financiamentos tradicionais. O descontentamento dos investidores demonstrava que o setor imobiliário carecia de novos instrumentos e ferramentas aptas a oxigenar o setor.

Nesse contexto, em 1970, o governo norte-americano, por meio do Government National Mortgage Association (GNMA, ou Ginnie Mae), passou a promover a securitização como fonte alternativa de recursos para o setor imobiliário, sem intermediação bancária, garantindo direta ou indiretamente as emissões de valores mobiliários lastreados em créditos hipotecários²¹.

Com a reversão do quadro desfavorável, as três entidades habitacionais dos Estados Unidos da América, a saber, Federal National Mortgage Association (Fannie Mae), Government National Mortgage Association (GNMA, ou Ginnie Mae) e Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac), que atuavam apenas no desenvolvimento imobiliário, passaram a participar do mercado de securitização

²¹ FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Introduction to securitization*. New York: John Wiley & Sons, 2008. p. 46.

visando aumentar a captação de recursos e a liquidez do mercado secundário de hipotecas.

Não obstante ter sido na década de 1970 que a securitização ganhou notoriedade e passou a ser vista como uma solução para o mercado imobiliário norte-americano, alguns estudiosos do tema sustentam que a securitização já era praticada nos Estados Unidos da América desde o início do século XIX, como é o caso de George Jackson²², da Universidade de Direito de Minnesota. Para o autor, as securitizações no setor imobiliário surgiram na década de 1920 e perduraram até a quebra da Bolsa de Nova York, período chamado de a “Grande Depressão”, conforme se vê:

“Securitization originated in the 1920s when mortgage insurance companies sold guaranteed mortgage participation certificates for pools of mortgage loans. Investors actively traded these certificates until the real estate market crashed during the Great Depression”.

Independentemente do momento histórico exato de seu surgimento, a ideia de securitização de créditos passa a representar, a partir da década de 1970, um avanço extremamente relevante para o mercado imobiliário norte-americano, na medida em que viabiliza a emissão de títulos lastreados em dívidas imobiliárias de longo prazo, para colocação no mercado de capitais.

Com o sucesso da securitização no mercado imobiliário como fonte de captação de recursos e a boa aceitação pelos investidores dos valores mobiliários lastreados em créditos imobiliários, referida tecnologia passou a ser utilizada em outros setores da economia, como no mercado financeiro por meio da securitização de recebíveis de cartão de crédito, e em diversos países.

2.2. Terminologia e Conceito

O termo “securitização” é originário da palavra *securities*, que no mercado financeiro norte-americano significa títulos ou valores mobiliários. Segundo Uinie Caminha²³, o surgimento da expressão securitização teria ocorrido em 1977, quando um

²² JACKSON, George. *Research guide on securitization*. Advanced Legal Research, Fall 2001, p. 2.

²³ CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 34.

jornalista do *The Wall Street Journal*, ao entrevistar o autor da primeira operação do gênero, e devido à novidade, por falta de um termo melhor, a chamou de *securitization*, o que em português significa securitização.

Muitos entendem que seria mais adequado utilizar o termo “titularização”, como é empregado em alguns países de língua latina, tendo em vista a securitização ser um processo de conversão de créditos em títulos financeiros. Porém, o termo securitização, juntamente com o verbo securitizar, já é de uso corrente no País.

Na doutrina norte-americana a securitização de créditos pode ser entendida como um processo estruturado de forma cuidadosa em que empréstimos e outros recebíveis são empacotados, subscritos e vendidos em forma de *asset-backed securities*²⁴.

Na mesma linha, Leon T. Kendall²⁵ define securitização: “Securitization can be defined as a process of packing individual loans and other debt instruments, converting the package into a security or securities, and enhancing their credits status or rating to further sale to third-party investors”.

O autor português Armindo Saraiva Matias traz a noção de securitização como uma emissão de títulos negociáveis tendo por base e substrato fluxos de tesouraria gerados por ativos específicos. Procede-se à agregação, por espécies, desses ativos constituídos por créditos, e à sua autonomia relativamente ao patrimônio do credor, mediante a alteração de titularidade e a emissão de título representativo desse universo.²⁶

No Brasil, para Alexandre Assaf Neto²⁷ a securitização de recebíveis é realizada geralmente por empresas que apresentam uma carteira bastante pulverizada de valores a receber, em que nenhum recebível represente parcela relevante de seu total. A empresa

²⁴ ROSENTHAL, James A.; OCAMPO, Juan M. *Securitization of credit: inside the new technology of finance*. New York: Mckinsey & Company, 1988. p. 3.

²⁵ KENDALL, Leon T. Securitization: a new era in American finance. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (coord.). *A primer on securitization*. Cambridge, MA: The MIT Press. p. 2-3.

²⁶ MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização, um novo instrumento financeiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 112, p. 48, 1998.

²⁷ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003. p. 129.

tomadora de recursos negocia sua carteira de recebíveis com uma empresa criada especialmente para essa finalidade, denominada sociedade de fins específicos, a qual levanta recursos no mercado mediante a emissão de títulos lastreados nesses valores adquiridos.

Já para Eduardo Fortuna²⁸, na forma clássica dessas operações cria-se uma sociedade de propósito específico cujo objetivo será exclusivamente adquirir os recebíveis da empresa que a constituiu pela emissão de debêntures. Como os recebíveis são normalmente de curto prazo e as debêntures de longo prazo, a sociedade de propósito específico terá caixa muito antes do vencimento das debêntures.

Importante notar que o instituto da securitização comporta dois sentidos, sendo um mais amplo e outro mais restrito.

No sentido mais amplo, a securitização pode ser encarada como uma tendência de concretizar e realizar movimentações de capital por meio da utilização de títulos e valores mobiliários, descartando ou diminuindo a concessão, de forma tradicional, de créditos bancários²⁹. Trata-se da desintermediação bancária, com o afastamento das instituições financeiras e dos instrumentos clássicos de financiamento, como o mútuo e o empréstimo, e a utilização do mercado de capitais como fonte de recursos para o financiamento.

Note-se que a desintermediação bancária é característica básica do mercado de capitais, pois nesse mercado a instituição financeira não está presente, e a relação é formada diretamente entre o tomador de recursos e o investidor.

Roberto Quiroga Mosquera³⁰ define mercado de capitais como o conjunto de operações realizadas entre pessoas físicas e/ou jurídicas, que consiste na captação de capitais de forma direta entre os poupadores de recursos financeiros e aqueles

²⁸ FORTUNA, Eduardo. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 15. ed. Rio de Janeiro: Quality, 2003. p. 259.

²⁹ ASHTON, Peter Walter. A securitização, o mercado de capitais e a sociedades por quotas de responsabilidade limitada. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Rio Grande do Sul*, n. 11, p. 7-12, 1996.

³⁰ MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999, p. 259.

tomadores de capital, nas quais as entidades financeiras aparecem como intervenientes obrigatórias nos negócios realizados, mercado este norteado por princípios protecionistas da economia popular e da estabilidade da comunidade financeira e sob o regime jurídico do direito de mercado de capitais.

Nelson Eizirik³¹ reforça que no mercado de capitais inexistente intermediação financeira, pois os recursos fluem diretamente dos adquirentes dos valores mobiliários para as empresas que os emitem. A mobilização da poupança é realizada diretamente entre a emissora e o investidor.

Já em sentido restrito, a securitização pode significar a transformação de crédito, bancário ou não, já negociado, em *securities*. Assim, os créditos negociados ganham nova roupagem técnica e jurídica, viabilizando a sua comercialização no mercado de capitais.

Para Unie Caminha³², em sentido estrito, a securitização é uma operação complexa que envolve alguma forma de segregação de patrimônio, quer pela cessão a uma pessoa jurídica distinta, quer pela segregação interna e uma emissão de títulos lastreada nesse patrimônio segregado.

A securitização consiste, pois, no processo de emissão de títulos de crédito ou valores mobiliários, lastreados em créditos, por uma entidade cujo propósito específico é a aquisição de direitos creditórios para securitização. Em outras palavras, a operação de securitização consiste na transferência de créditos para uma empresa cuja função específica é emitir títulos ou valores mobiliários lastreados nos créditos adquiridos.

Sob a ótica econômica, a securitização é uma técnica financeira de captação de recursos junto ao mercado de capitais. Trata-se de operação estruturada de antecipação de receita, pela aquisição de recebíveis ou créditos que são utilizados como lastro para a emissão de títulos ou valores mobiliários, destinados a investidores em geral.

³¹ EIZIRIK, Nelson. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 8.

³² CAMINHA, Unie. *Securitização*, cit., p. 38.

Já sob o enfoque jurídico, a securitização pode ser descrita como um conjunto de negócios jurídicos que envolve a cessão e segregação de ativos em uma sociedade ou fundo de investimento, que emite títulos garantidos pelos ativos segregados. Estes são vendidos a investidores, e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos.

Para Ilene Patrícia de Noronha³³, ainda sob o aspecto jurídico, a securitização consiste na possibilidade de captação de recursos pela empresa originadora, por meio de um contrato de cessão de crédito, de recebíveis – “lastro” – a uma sociedade de propósito específico, ou, a um fundo de recebíveis em direitos creditórios (FIDC), ou a qualquer outro veículo securitizador, que o utilizará como lastro para a emissão de valores mobiliários, debêntures ou quotas do FIDC ou qualquer outro que possa ser utilizado. Ainda para a autora, os recursos gerados com tal captação serão, por sua vez, utilizados na aquisição dos novos recebíveis, resultando em um ciclo virtuoso de autofinanciamento para a sociedade originadora dos ativos.

Como visto, diversas podem ser as abordagens sobre securitização. Contudo, importante atentar que em todas as definições exprime-se a mesma função econômica, que é a emissão de instrumentos capazes de propiciar o autofinanciamento à empresa originadora cedente dos ativos que serão utilizados como lastro da emissão. Portanto, a finalidade da securitização, em outras palavras, é a emissão de ativos lastreados em direitos creditórios cedidos, visando ao autofinanciamento do cedente.

Para os fins e objetivo deste trabalho, a securitização será tratada como a operação de transferência de direitos creditórios para uma entidade com fins específicos, com segregação patrimonial, para posterior emissão de títulos de crédito e valores mobiliários.

2.3. Securitização no Mundo

A busca pelo acesso a novas fontes de financiamento fez que diversos países, além dos Estados Unidos da América, precursores das operações de securitização, como

³³ NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*. Tese de Doutorado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004. p. 117.

mencionado anteriormente, passassem a utilizar a securitização. Isso ocorreu em uma série de países, como é o caso de Inglaterra, Portugal, França, Itália, Japão e Argentina.

Na Europa, diferentemente dos Estados Unidos da América, a securitização surgiu sem a intervenção do governo. Essa ausência de intervenção estatal prejudicou a padronização desse tipo de operação e criou uma grande diversidade de modelos de operações de securitização, o que dificultou o intercâmbio dessa transação entre os mercados europeus³⁴.

Outro fator que prejudicou o rápido desenvolvimento da securitização na Europa foi a diferença entre as legislações dos países europeus. Estima-se que apenas no início dos anos 1980 as operações de securitização emergiram de fato na Europa.

Contudo, foi nos anos 2000 que a Europa sentiu um rápido avanço nesse tipo de operação. De acordo com o *European Securitization Forum*³⁵, o volume de papéis securitizados, que era inferior a US\$ 79 bilhões em 2000, passou a US\$ 217 bilhões em 2004, e a R\$ 711 bilhões em 2008.

O Reino Unido, líder no mercado europeu de securitizações, é responsável por uma parcela considerável desses números. A estrutura do mercado britânico de hipotecas, a identidade com a língua falada nos Estados Unidos da América e a semelhança com o sistema legal norte-americano, ambos baseados no *Common Law*, foram uns dos fatores que contribuíram para que o Reino Unido tivesse essa liderança no mercado europeu.

Outro fator que acelerou o desenvolvimento da securitização no Reino Unido, sobretudo no setor imobiliário, foi a prática usual do procedimento de arbitragem, que confere aos contratantes maior celeridade e especialidade na solução dos conflitos³⁶.

³⁴ DAVIDSON, A.. *Securitization: structuring and investment analysis*. Nova York: John Wiley & Sons, 2003.

³⁵ European Securitization Forum. Disponível em: <http://www.securitization.net/pdf/Publications/ESF_Q1-2009.pdf>. Acesso em: 6 jun. 2013.

³⁶ Diferentemente do Reino Unido, no Brasil a arbitragem nunca se firmou como uma opção de fato viável em contratos nacionais, seja por conta da cultura nacional avessa à intervenção privada seja pelo desprestígio ao instituto outorgado pela lei vigente, a saber a Lei 9.307/1996. FINKELSTEIN, Claudio. Arbitragem internacional e legislação aplicável. In: FINKELSTEIN, Claudio; VITA, Jonathan B.;

Para se ter uma dimensão da importância desse instituto no Reino Unido, atualmente na Suprema Corte de Londres existem duas seções especializadas para deliberar sobre casos envolvendo arbitragens, a Commercial Court e a Technology and Construction Court³⁷. Se não bastasse, para casos relacionados à construção e renovação de aluguéis, existem regras específicas aplicáveis, a saber, os *Housing Grants, o Construction and Regeneration Act 1996* e o *Landlord and Tenant Act 1954*³⁸, além da regra geral denominada *Arbitration Act 1996*, que confere princípios e regras gerais para os procedimentos arbitrais.

Em Portugal a securitização é denominada “titularização de crédito” e foi regulada pelo Decreto-lei 453/1999. Por meio de referido diploma legal foi permitido que as instituições financeiras, entidades públicas e outras pessoas que atendessem determinados requisitos participassem da operação de securitização. Verifica-se que em Portugal foram admitidos dois veículos de securitização: os fundos de titularização de crédito e as sociedades de titularização de crédito.

Igualmente, na França, a operação de securitização foi denominada como titularização, em francês *titrisation*, e tem sido praticada desde a década de 1980. Tais operações são utilizadas pelas instituições financeiras como meio eficaz de saneamento e melhoria da qualidade das carteiras de crédito. Os veículos utilizados nas operações francesas também são os fundos de investimentos e as sociedades gestoras de fundos.

Na Itália a operação de securitização foi regulamentada pela Lei 130, de abril de 1999. A referida legislação criou a securitização por meio de um único veículo securitizador, que é a sociedade de propósito específico, apesar de a regra legal não vedar a utilização de outros veículos e abordar questões relativas a fundos de investimentos. Além disso, a lei não menciona quem pode ceder os créditos nem quais valores imobiliários podem ser emitidos pelo veículo de securitização, podendo-se,

CASADO FILHO, Napoleão (coord.). *Arbitragem internacional UNIDROIT, CISG e direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2010. p. 43.

³⁷ CARTER, James H. *The international arbitration review*. London: Law Business Research Ltd., 2002. p. 169

³⁸ Mondaq. Disponível em: <<http://www.mondaq.com/x/287064/real+estate/Dispute+Resolution+In+Real+Estate+Contracts>>. Acesso em: 8 maio 2014.

portanto, optar pela montagem da estrutura mais adequada à necessidade das pessoas envolvidas na operação de securitização.

Na Ásia o mercado de securitização tem sido liderado pelo Japão, seguido por países como China, Índia e Malásia. O volume de operações securitizadas tem crescido de forma considerável.

Especificamente no Japão, até 1998 a securitização ainda era praticamente inexistente, mesmo com todos os benefícios à securitização, que no Japão eram muito similares aos dos Estados Unidos da América.

O professor da Universidade de Tóquio Hideki Kanda³⁹ mencionou três obstáculos para que a securitização demorasse a se desenvolver no país, quais sejam: (1) os custos para transferência dos direitos creditórios são altos – no Japão exige-se que os recebíveis a serem transferidos sejam registrados; (2) a constituição de um veículo securitizador no formato de sociedade anônima é extremamente custosa, pois a lei das sociedades anônimas do país, além de exigir capital social mínimo considerável, impõe a obrigação de contratação de um número mínimo de dirigentes e conselheiros; e (3) o ambiente regulatório dos valores mobiliários é complexo e muito rígido.

Já a Argentina, apesar de adotar o sistema jurídico romano-germânico como o Brasil, utilizou-se do *trust* como base da securitização. O *trust*, que será mais bem explicado mais adiante neste trabalho, em breves linhas, pode ser caracterizado pela entrega de bens pertencentes a uma pessoa, denominada *settlor*, a outra pessoa, denominada *trustee*, para que deles faça uso conforme pactuado, em favor de um ou vários beneficiários. Na securitização argentina, o *trust* tem como objetivo exclusivo adquirir os créditos ou ativos a serem securitizados, por meio da captação com a oferta de valores mobiliários que são emitidos no mercado de capitais.

O *trust* argentino apresenta uma série de benefícios legais incentivadores de sua utilização, entre eles: (i) desempenha mais do que uma função, reduzindo o número de

³⁹ KANDA, Hideky; KAWACHI, Michael T. Securitization in Japan. *Euromoney Corp. Fin. Supp.*, 64. 1992.

servicers e, conseqüentemente, os custos; (ii) tem benefício fiscal; (iii) não está sujeito a falência, salvo nos casos de fraude. O *trustee* é o responsável pela administração do *trust* e presta conta aos beneficiários, no caso os investidores.

2.4. Securitização no Brasil

No Brasil a primeira operação semelhante à operação de securitização de que se tem registro foi feita pela Mesbla em 1994 usando debêntures com garantias reais. A empresa criou um veículo, a Mesbla-Trust, para captar fundos no mercado de capitais e adquirir os recebíveis das lojas relativos a vendas feitas aos consumidores com o cartão da loja. Apesar de não contar com uma regulamentação definida, a operação terminou por se mostrar muito bem-sucedida tanto na captação de recursos como na gestão de riscos. A segregação do risco dos recebíveis feitas através da Mesbla-Trust em relação à empresa originadora provou-se uma ferramenta muito proveitosa e útil.⁴⁰

A despeito de existirem algumas operações semelhantes bem-sucedidas, como é o caso da operação da Mesbla-Trust, o fenômeno da securitização é relativamente recente. As primeiras operações de securitização surgiram de forma tímida e em setores específicos da economia, já que eram consideradas muito sofisticadas para a época. Nesse contexto, as normas legais aplicáveis a esse tipo de transação, quando foram desenvolvidas, surgiram segmentadas por ativos de determinados setores específicos.

Nas palavras de Uinie Caminha⁴¹, “os focos normativos ligados à securitização são as operações em si, mas sim os ativos que lhe dão lastro”. Isso fez com que as regras aplicáveis à securitização sejam bastante específicas para operações ligadas a determinado tipo de ativo, o que torna difícil de aplicá-las em outras operações ligadas a outros tipos de ativos, tendo em vista sua especificidade. A essas outras operações ligadas a outros tipos de ativos restaria a aplicação das normas gerais de direito.

Essa ausência de normas gerais sobre securitização não é obrigatoriamente ruim, como se pode imaginar em uma primeira análise. Isso porque esse tipo de tratamento

⁴⁰ CHINEN, Emerson Norio. *Securitização: nova tecnologia financeira de recebíveis*. São Paulo: Br Editora, 2012. p. 53.

⁴¹ CAMINHA, Uinie. *Securitização*, cit., p. 39.

jurídico torna a securitização no Brasil algo flexível, viabilizando sua aplicação em diversos setores e em diversos formatos distintos. A ideia do regramento genérico é disciplinar sem engessar o desenvolvimento da operação em outras áreas.

Retornando às regras legais específicas existentes, o primeiro marco regulatório instituído, apesar de não ter estipulado expressamente a palavra “securitização”, disciplinou a securitização de ativos advindos de exportação. Tratou-se da Resolução do Conselho Monetário Nacional 1.834/1991, regulada pela Circular do Banco Central do Brasil 1.979/1991.

Na sequência, a exemplo de outros países como os Estados Unidos da América, a operação de securitização para o setor imobiliário passou a ser regulamentada. Na realidade, passaram a existir dois regramentos específicos no setor imobiliário, sendo um aplicável à modalidade de financiamento via fundos de investimentos e outro aplicável à modalidade de financiamento via sociedade de propósito específico, denominada companhia securitizadora de créditos imobiliários.

A primeira lei que prestigiou o setor imobiliário foi a Lei 8.668, de 25 de junho de 1993, que criou o Fundo de Investimento Imobiliário. Referido diploma legal define o Fundo de Investimento Imobiliário como uma comunhão de recursos, sem personalidade jurídica, captados através do sistema de distribuição de valores mobiliários destinados a aplicação em empreendimentos imobiliários.

Posteriormente, a Lei 8.668/1993 veio a ser regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), por meio da Instrução 205, de 14 de janeiro de 1994, e pelo Conselho Monetário Nacional com as Resoluções CMN 2.248, de 8 de fevereiro de 1996, e 2.686, de 26 de janeiro de 2000.

Mas foi com a Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, que criou o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI), que a nomenclatura “securitização” passou a ser oficialmente empregada. Referido diploma passou a prever e disciplinar as operações de securitização de créditos imobiliários por companhias securitizadoras de créditos imobiliários, atualmente muito desenvolvidas.

O Conselho Monetário Nacional, via Resolução CMN 2.517, de 29 de junho de 1998, também regulamentou a Lei 9.514/1997 e, conseqüentemente, o Sistema Financeiro Imobiliário como um todo.

Logo após a regulamentação da securitização de créditos imobiliários, as autoridades monetárias, que não permitiam a securitização de créditos bancários até 1998, passaram a permitir tal atividade com a edição da Resolução CMN 2.493, de 7 de maio de 1998, observadas as regras previstas no referido normativo, que, posteriormente, veio a ser revogado pela Resolução 2.686, de 26 de janeiro de 2000, norma atualmente em vigor que disciplina tal modalidade de operação. A securitização, com recebíveis bancários, se dá por meio de veículos de propósitos específicos que não integram o Sistema Financeiro Nacional.

Inaugurando uma nova fase de securitização, o Conselho Monetário Nacional, por meio da Resolução CMN 2.907/2001, criou um novo veículo para securitização, que seria o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, também chamado de Fundo de Recebíveis. A Comissão de Valores Mobiliários, por sua vez, baixou a Instrução CVM 356, de 17 de setembro de 2001, para regular esses fundos. Nos termos de mencionada Instrução, os Fundos de Recebíveis são considerados comunhão de recursos que destina parcela preponderante do respectivo patrimônio para a aplicação em direitos creditórios, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, entre outros.

Por fim, mais recentemente, encerrando os regimes especiais de securitização de recebíveis previstos em nossa legislação, surge em 2004, por meio da Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004, a securitização de direitos creditórios do agronegócio, modalidade que abordaremos em maiores detalhes mais adiante. Nesse tipo de securitização utiliza-se a denominada companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio como veículo para a securitização dos créditos e a emissão de valores mobiliários.

Cumprе destacar que a evolução cronológica dos diplomas legais pertinentes à matéria, conforme acima resumido, foi extremamente relevante para o desenvolvimento das operações de securitização no Brasil.

2.5. Atrativos da Securitização

Como vimos anteriormente, o uso cada vez maior da operação de securitização a põe em destaque no mercado financeiro e de capitais. Isso porque referida operação é extremamente atrativa tanto para o empresário que busca captar recursos no mercado a custo reduzido como para o investidor que pretende remunerar bem e com segurança o seu capital.

Nesse sentido aponta Melhim Namem Chalhub⁴²:

“A securitização atende, fundamentalmente, do ponto de vista do tomador de recursos, ao objetivo de obtenção de uma fonte alternativa de recursos, com redução de custos, seja por via direta, mediante a redução da taxa de juros, ou por via indireta, com o encurtamento dos prazos de retorno dos ativos imobilizados, por títulos de dívidas e, do ponto de vista do investidor, pode viabilizar o objetivo de dispor de uma modalidade de investimento que pode oferecer vantagens, comparativamente com outros papéis do mercado, em razão da maior rentabilidade e maior segurança, pois a redução de riscos, ou sua relativa diminuição, é um dos propósitos fundamentais do processo de securitização”.

Para facilitar a compreensão das vantagens geradas pela operação de securitização, passamos a discorrer sobre os principais atrativos desse tipo de operação de forma segmentada, por agente beneficiado.

Cumpramos observar que os atrativos mencionados a seguir não são exaustivos, sendo que outras vantagens podem ser aplicáveis⁴³, a depender do caso concreto.

2.5.1. Para o Originador dos Créditos

(a) Redução do endividamento

⁴² CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000. p. 333-334.

⁴³ Além das vantagens citadas na seção 2.5.1. Ilene Patrícia de Noronha (NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*, cit., p. 172) cita como vantagens para as empresas originadoras o planejamento tributário e a divulgação institucional da empresa no mercado de capitais. Para os investidores, a mesma autora cita, além das vantagens mencionadas no item 2.5.2., classificação de risco de crédito e maior transparência e fluxo de recebíveis como fonte de pagamento.

A operação de securitização reduz a necessidade de captação de recursos no mercado, já que parte dos ativos da originadora é cedida e não se fazem necessários recursos para financiá-la. Portanto, a securitização proporciona uma redução na relação entre capital de terceiros e capital próprio.

De certa forma, essa redução do endividamento também gera uma liberdade maior ao originador, na medida em que este não precisa se preocupar com a quebra de eventuais *covenants* restritivos de endividamento, obrigações negativas usuais em operações financeiras de médio e grande porte⁴⁴.

Além disso, essa redução contribui para uma melhor avaliação do originador no mercado financeiro e de capitais, pois a sociedade terá um balanço mais atrativo aos investidores.

(b) Transferência de riscos

O originador dos créditos, ao ceder seus direitos creditórios ao cessionário, transfere os riscos intrínsecos dos créditos ao cessionário, com exceção de eventuais vícios de existência do crédito⁴⁵.

Tais riscos são, essencialmente, três:

- (i) risco de crédito – possibilidade de inadimplemento por parte dos devedores dos direitos creditórios cedidos;
- (ii) risco de liquidez – decorrente dos descasamentos do fluxo de caixa. Sem a securitização, o fluxo de caixa da empresa é composto pelo vencimento de seus recebíveis e pelos empréstimos bancários tomados, e nem sempre é possível conciliá-los visando à menor flutuação do saldo disponível em caixa. Ao securitizar seus recebíveis, todo o fluxo de caixa é transferido ao cessionário; e

⁴⁴ ROSENTHAL, James A.; OCAMPO, Juan M. *Securitization of credit*, cit., p. 13.

⁴⁵ O art. 295 do Código Civil é expresso ao responsabilizar o cedente pela existência do crédito ao tempo da cessão realizada em favor do cessionário, em todas as situações em caso de cessão onerosa e em decorrência de má-fé na cessão gratuita.

- (iii) risco de taxa de juros – decorre de duas situações, ativos e passivos com prazos muito distintos ou com indexadores diferentes.

(c) Aumento do retorno sobre o patrimônio

A operação de securitização permite ao cedente originar mais operações mantendo o mesmo nível de capitalização. Essa situação é ainda mais marcante quando tratarmos de securitização no mercado bancário, pois o Banco Central do Brasil impõe restrições de alavancagem às instituições financeiras baseadas em seus respectivos patrimônios.

Considerando-se que o originador retém a maior parte da margem embutida na taxa de do empréstimo concedido, repassando apenas uma parte ao investidor, seu retorno sobre o patrimônio sobe.

Adicionalmente, o aumento do retorno sobre o patrimônio melhora a avaliação da empresa no mercado⁴⁶.

(d) Redução do custo de captação

Alguns itens justificam essa redução dos custos, quais sejam:

- (i) a securitização pressupõe a transferência dos créditos do patrimônio do originador ao do cessionário; logo, em caso de recuperação judicial e/ou extrajudicial ou falência do originador, os créditos não são afetados, pois já não integram mais o patrimônio do originador. Nesse contexto, eventual originador que tenha uma avaliação de crédito corporativo negativa, mas que detenha bons recebíveis, pode captar recursos via securitização de recebíveis a taxas bem inferiores à taxas aplicáveis a instrumentos tradicionais não securitizáveis;

⁴⁶ KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (coord.). *A primer on securitization*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1996. p. 82.

- (ii) em regra os lastros dos títulos ou valores mobiliários são pulverizados, não sendo concentrados, o que diminui sensivelmente o risco de crédito da operação securitizada;
- (iii) a securitização permite a constituição de estruturas que transferem ao originador a primeira perda, como no caso de subordinação, *first loss*, entre outros; e
- (iv) há eliminação dos custos do intermediário financeiro, sendo que a captação se dá diretamente com o investidor. A captação direta via mercado de capitais tende a ser menos onerosa do que tomar recursos diretamente com um banco comercial.

(e) Diversificação de fonte de captação

A securitização permite ao originador reduzir seus passivos junto aos bancos, o que mantém disponíveis seus limites de crédito, inclusive para efetuar investimentos em sua atividade produtiva.

Vale notar que a securitização não substitui a atividade bancária, apenas a complementa e gera novas fontes alternativas de crédito às empresas. A securitização pode ser vista como uma oportunidade estratégica para as empresas acessarem o mercado de capitais⁴⁷.

(f) Liquidez

Por meio da securitização o originador converte seus ativos ilíquidos em caixa, o que se traduz em maior liquidez para a empresa. Para o autor Leon T. Kendall⁴⁸, a securitização desenvolve na empresa essa habilidade de se desfazer de ativos financeiros e transformá-los em caixa, ativo líquido.

⁴⁷ FABOZZI, Frank J.; DAVIS, Henry J.; CHOUDHRY, Moorad (coord.). *Introduction to structure finance*. New Jersey: John Wiley Trade, 2006. p. 72.

⁴⁸ KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (coord.). *A primer on securitization*, cit., p. 13.

A liquidez tem um valor extremamente relevante para as empresas, pois quanto mais líquido o negócio, menor é a possibilidade de a empresa se tornar insolvente. O pagamento das dívidas e a compra dos bens necessários para o desenvolvimento das atividades ordinárias se tornam muito mais fáceis.

O aumento da liquidez também influencia de forma positiva a avaliação da empresa no mercado.

2.5.2. Para o Investidor

(a) Remuneração atraente

Os títulos ou valores mobiliários securitizados oferecem taxas atraentes para o investidor, pois representam uma forma de desintermediação financeira. Bancos comerciais apresentam custos operacionais elevados, e uma de suas principais fontes de ganhos reside no *spread* bancário.⁴⁹

Adicionalmente, por se tratar de um tipo de operação financeira ainda em desenvolvimento, geralmente esse tipo de ativo agrega um prêmio em comparação com os investimentos tradicionais.

(b) Risco de crédito reduzido

Do ponto de vista creditício, o risco do investidor é segregado no processo de securitização, pois os direitos creditórios são cedidos ao cessionário, que, por sua vez, passará a administrar o conjunto de recebíveis. Eventuais problemas de insolvência do cedente não afetarão os créditos cedidos e, por consequência, os investidores.

Além disso, a carteira de ativos na grande maioria das vezes é diversificada, o que diminui sensivelmente os riscos de inadimplimento de toda a carteira de direitos

⁴⁹ PINHEIRO, Fernando Antonio. *Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes*. Dissertação de Mestrado em Administração. São Paulo: Faculdade de Administração da Universidade de São Paulo, 2008. p. 34.

creditórios, lastros da securitização. Outra vantagem é que a securitização permite estruturas que atenuam consideravelmente o risco do investidor.

Sob a ótica do risco e retorno, percebe-se que a securitização oferece melhores alternativas aos investidores que os investimentos tradicionais.

(c) Diversificação de investimento

A securitização representa uma oportunidade para os investidores institucionais investirem em uma nova modalidade de operação e em diferentes segmentos econômicos, inclusive segmentos antes fechados aos investidores diretos.

Essa diversificação é interessante, pois em tese o aumento do inadimplemento não tende a ocorrer de forma simultânea em todos os segmentos e tipos de investimentos. Essa diversificação equilibra os riscos de alocações de recursos dos investidores⁵⁰.

(d) Benefícios tributários

A depender da estrutura de securitização utilizada, a operação de securitização confere ao credor uma série de benefícios tributários, como é o caso da securitização para o setor do agronegócio via Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs), os quais apresentaremos em detalhes na seção “Atrativos Tributários”, no capítulo 3 deste trabalho.

2.6. Ameaças à Securitização

Em que pesem os atrativos à operação de securitização, cumpre-nos alertar que esse tipo de operação também sofre algumas ameaças, como:

(a) Custo Financeiro Elevado

⁵⁰ PINHEIRO, Fernando Antonio. *Securitização de recebíveis*, cit., p. 34.

Em mercados emergentes em que o investidor desconhece a fundo as operações de securitização, como no Brasil, existe a exigência de um prêmio de risco por isso. Vinod Kothari⁵¹ define esse custo financeiro adicional como “o prêmio da ignorância”.

(b) Custos de Estruturação

A securitização implica uma série de custos, a saber; custo legal, custo com agência especializada em classificação de riscos, sistemas, auditoria, custodiante, registrador, escriturador, estruturador da operação, banco operador de conta vinculante, entre outros. Se o valor total da operação de securitização for baixo, a securitização poderá ser inviável comparativamente a outras formas de financiamento.

(c) Seleção Adversa de Ativos

A seleção adversa de ativos é a tendência do originador que cede seus melhores créditos, mantendo os piores em seu balanço. Esse fato pode decorrer da intenção do originador de não deixar transparecer ao mercado os créditos ruins que a companhia origina, o que pode comprometer significativamente a saúde financeira do originador.

(d) Falta de Liquidez com a terminação antecipada da estrutura de securitização

Questões de liquidez para o originador podem ocorrer quando da liquidação antecipada da estrutura de securitização, que pode ser motivada por uma série de gatilhos, como o aumento da inadimplência da carteira de créditos, o rebaixamento dos títulos securitizados, a redução das salvaguardas de crédito, falhas na liquidação das obrigações, entre outras. Esses eventos por si sós já significam uma piora nos fundamentos da empresa originadora, e se agravarão com a antecipação dos títulos securitizados.

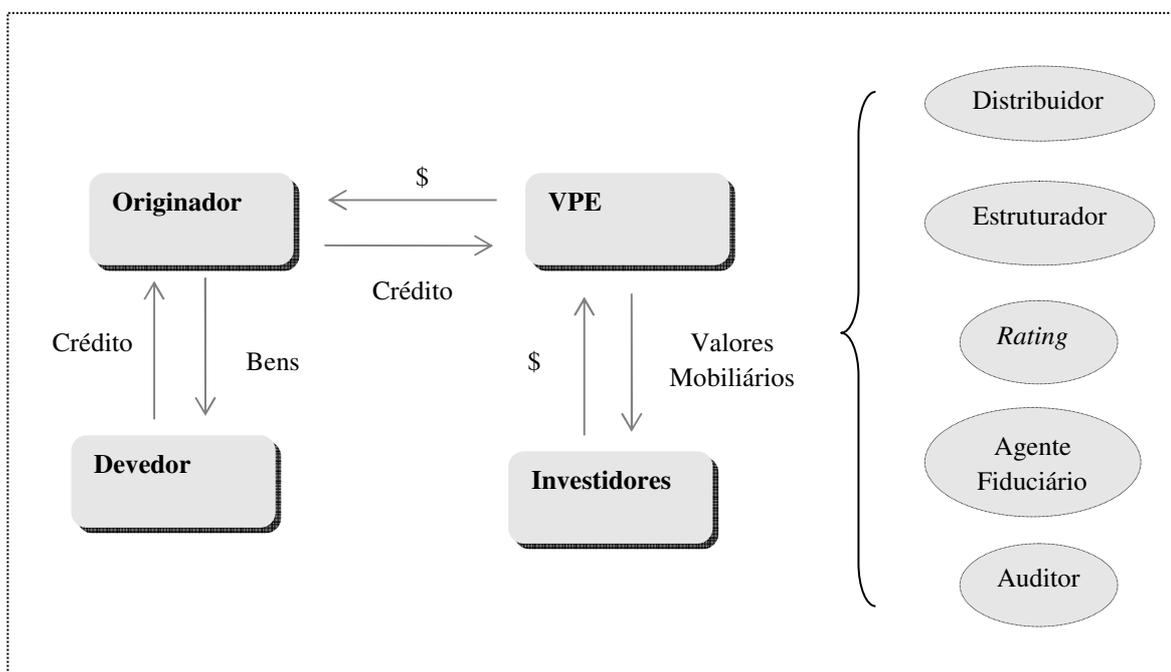
2.7. Estrutura da Securitização

⁵¹ KOTHARI, Vinod. *Securitization: the financial instrument of the future*. Singapura/New York: John Wiley & Sons (Asia), 2006. p. 30.

De forma geral a estrutura de uma operação de securitização decorre da transferência de uma carteira de crédito (ativos) de uma instituição que a origina junto a sua base de clientes (originador ou tomador), para terceiro (entidade emissora), que financia a compra desses ativos por meio da emissão de instrumentos financeiros negociáveis lastreados nesses ativos. Essa transferência, caracterizada pela cessão definitiva dos ativos à entidade emissora, é realizada, em regra, sem direito de regresso dos créditos ao originador.

Por não existir uma estrutura única definida em lei, a operação de securitização pode ser adaptada a diversas necessidades e, portanto, estruturada da forma que melhor se adequar às necessidades das partes envolvidas na operação. Dependendo do tipo de emissor e do arcabouço jurídico, podem existir diversas estruturas de securitização.

Contudo, em regra, toda securitização possui uma mesma estrutura básica, que pode ser representada da seguinte forma:



Trocando o gráfico em palavras, podemos descrever a ilustração acima da seguinte forma.

O originador utiliza os créditos advindos das relações mercantis mantidas com seus clientes, denominados devedores, para captar novos recursos no mercado. Tais créditos são transferidos a um veículo de propósito específico (VPE), que, por sua vez, emitirá títulos ou valores mobiliários lastreados nos créditos adquiridos, repassando o risco dos créditos aos investidores e recebendo recursos.

Na sequência a entidade de securitização repassará os recursos decorrentes da emissão dos títulos ou valores mobiliários para o originador, que, assim, atingirá o seu objetivo de antecipar o recebimento dos recebíveis.

O investidor adquirente dos títulos ou dos valores mobiliários emitidos pelo veículo de securitização, por sua vez, somente estará exposto ao risco dos recebíveis cedidos, não tendo relação com o originador.

Note-se ainda que na operação poderão atuar uma série de prestadores de serviços visando à implementação segura e efetiva da securitização. São eles: as agências de classificação de risco, o agente fiduciário, o estruturador, o banco custodiante, entre outros.

Dadas essas características genéricas, partimos agora para uma análise um pouco mais detalhada de cada uma das três principais etapas da operação, a saber: (i) constituição do veículo de propósito específico; (ii) cessão de créditos; e (iii) emissão de títulos ou valores mobiliários.

2.7.1. Constituição do Veículo de Propósito Específico

O veículo de propósito específico, cujas funções na operação de securitização se resumem, de forma geral, a comprar direitos creditórios, securitizá-los e emitir títulos ou valores mobiliários, pode ser constituído por meio de um *trust*, de um fundo de investimentos ou de uma sociedade com propósito específico.

(a) *Trust*

O *trust*, surgido no direito inglês durante a Idade Média como forma de contornar determinadas limitações impostas pelo senhor feudal à transferência de terras⁵², é um dos veículos de propósito específico mais utilizados nos países que adotam o sistema jurídico da *Common Law*, de origem anglo-saxã, incluindo os Estados Unidos da América.

Em poucas linhas, o *trust* consiste em um desdobramento da titularidade de bens e/ou direitos por conta de uma relação de confiança criada entre dois sujeitos, no qual o primeiro, denominado *settlor*, entrega coisa sua ao segundo, denominado *trustee*, para que este a guarde e zele por ele em benefício de terceiro. Em outras palavras, o *trust* configura-se pela entrega de bens e/ou direitos pertencentes ao *settlor* ao *trustee*, para que deles faça uso conforme pactuado.

Por meio da instituição do *trust*, o *settlor* transfere a propriedade do bem objeto do *trust* para o *trustee*, que assume a obrigação de administrá-lo conforme pactuado em benefício de um terceiro, que seria o beneficiário final do negócio.

Fixa-se que a propriedade do *trustee* não é definitiva, mas temporária e limitada à existência do *trust*. Isso é possível no sistema anglo-saxão, pois permite-se a coexistência de duas propriedades sobre um mesmo bem. No momento da constituição do *trust*, o *settlor* deixa de ser proprietário do bem, criando-se um patrimônio de afetação. O *trustee*, por sua vez, não é proprietário pleno, pois não tem liberdade para dispor sobre o bem como lhe convier.

Como se percebe, a estrutura do *trust* envolve a bipartição da propriedade, o que se distancia dos fundamentos de propriedade segundo o direito romano-germânico. O conceito de propriedade que deriva desse sistema baseia-se na unidade e indivisibilidade, e para que o sujeito tenha o direito real de propriedade sobre um bem deverá cumulativamente ter as faculdades de uso, gozo e disposição.

⁵² SANTOS, Raquel do Amaral de Oliveira. *Trust: das origens à aceitação nos países de direito romano-germânico*. Dissertação de Mestrado em Direito Tributário. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2009. p. 47.

A incompatibilidade entre os dois sistemas jurídicos gera um enorme entrave à assimilação do *trust* pelos países de direito romano-germânico, entre eles o Brasil.

No Brasil a figura do *trust* foi ignorada pelo nosso ordenamento jurídico. No entanto, na prática, não são raras as operações relativas a *trust* realizadas por residentes no País. Em função da ausência de regramento legal expresso, tais operações acabam realizadas no exterior e muitas vezes acabam sendo utilizados como meio de esconder patrimônio decorrente de sonegação fiscal, corrupção e outros crimes, em vez de serem empregadas para fins mais apropriados, como por exemplo, planejamento sucessório e caridade⁵³.

O que mais se aproxima da figura do *trust* no Brasil é o negócio fiduciário, que nas palavras de Melhim Namem Chalhub⁵⁴ deve ser entendido da seguinte forma:

“Entende-se por negócio fiduciário o negócio jurídico inominado pelo qual uma pessoa (fiduciante) transmite a propriedade de determinado bem ou a titularidade de um certo direito a outra pessoa (fiduciário), que se obriga a lhe dar determinada destinação e, cumprindo este encargo, a retransmitir o bem ou o direito ao fiduciante ou a um beneficiário indicado no pacto fiduciário”.

Apesar da similaridade, o *trust* conserva algumas características específicas que o distanciam dos negócios fiduciários atualmente positivados no direito brasileiro.

O grande diferencial é que no negócio fiduciário não há desmembramento do direito de propriedade, mas sim a criação de uma propriedade resolúvel. Em tais casos, a propriedade é transmitida ao fiduciário temporariamente, passando este a ser proprietário. No *trust*, por outro lado, o *trustee* pode exercer grande parte dos direitos inerentes à propriedade.

Com efeito, é difícil a transposição do conceito de propriedade para o sistema jurídico de base romano-germânico, e por isso o *trust* não é previsto em nosso ordenamento, motivo pelo qual no Brasil os veículos utilizados atualmente para securitização são, basicamente, as sociedades e os fundos de investimentos.

⁵³ SANTOS, Raquel do Amaral de Oliveira. *Trust*, cit., p. 49.

⁵⁴ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*, cit., p. 167.

(b) Fundos de Investimento

A utilização de fundos de investimento como veículos de propósito específico se mostra factível na prática para as operações de securitização. Os fundos de investimento, conforme o artigo 2.º da Instrução CVM 409/2009, são comunhões de recursos, constituídos sob a forma de condomínios, destinados à aplicação em ativos financeiros.

Para Nelson Eizirik⁵⁵ os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos de dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes.

Os fundos de investimento são constituídos pelo respectivo administrador, que elabora o regulamento e o leva para registro no Cartório de Títulos e Documentos e na CVM. Após isso, o administrador também elabora o prospecto, ofertando publicamente as cotas de emissão do fundo ao mercado. Já os investidores que adquirem essas cotas, passam à condição de cotistas do fundo, mantendo nele suas aplicações.

No Brasil existem dois tipos de fundos de investimento a serem utilizados como veículos de propósito específico para fins de securitização: os fundos imobiliários e os fundos de recebíveis. Apesar de não ser utilizado o termo securitização nas normas que os constituíram, sua estrutura é a mesma de uma securitização com outro veículo.

Cumprir observar que o Fundo de Investimento em Participações (FIP), regulado pela Instrução CVM 391/2003, a princípio, não deve ser entendido como um veículo para securitização pois é destinado à aplicação em ativos conversíveis ou permutáveis em ações. Esse fundo deve participar ativamente do processo decisório da companhia em que se investiu, seja por meio da detenção das ações integrantes do bloco de controle, seja por meio de acordo de acionistas ou de qualquer outro acordo que

⁵⁵ EIZIRIK, Nelson. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008. p. 79.

assegure o exercício de efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da companhia, com indicação, inclusive, de membros do conselho de administração⁵⁶.

De forma geral, referido fundo tem como objetivo capitalizar a empresa, promover uma estratégia de crescimento, aumentar a rentabilidade, valorizar as ações e vender com lucro a participação⁵⁷. Essa finalidade não se coaduna com a securitização, que, conforme já adiantado, tem como objetivo principal autofinanciar a empresa sem qualquer participação acionária ou ingerência financeira, comercial etc.

Portanto, não há como sustentar, em regra, que o FIP é um veículo de securitização em virtude de sua finalidade essencial que é participar do risco do negócio investido.

(c) Sociedade de Propósito Específico (SPE)

Já a utilização de um veículo de propósito específico sob a forma societária diferencia-se das demais sociedades por ter objeto específico, qual seja adquirir direitos creditórios e emitir títulos lastreados nesses ativos adquiridos. Note-se que em decorrência de seu objeto e finalidade, tal sociedade não pode ter atividade operacional mercantil, que não aquela relacionada a securitização.

A possibilidade de constituição de uma SPE está, por sua vez, prevista no parágrafo único do artigo 981 do Código Civil. A referida norma permitiu, expressamente, a criação de uma sociedade empresária cuja constituição dá-se por ato escrito, dotado de elementos comuns aos contratos em geral e de elementos peculiares aos contratos de sociedades empresariais. O ato constitutivo da SPE deve, também, conter os requisitos enumerados no artigo 997 do Código Civil.

A principal característica da SPE é a sua existência estar adstrita à realização de um negócio determinado, mantendo, por conseguinte, a SPE interesses próprios e absolutamente destacados dos interesses de seus controladores.

⁵⁶ EIZIRIK, Nelson. *Mercado de capitais*, cit., p. 97.

⁵⁷ CAVALCANTE FILHO, Francisco da Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Campus. 2004. p. 266.

Conceitua-se, pois, a SPE como uma sociedade empresária constituída única e exclusivamente para cumprir um negócio específico. Em outras palavras, o surgimento e o fim de uma SPE está adstrito a um projeto ou ação específico, cujo desenvolvimento está ligado à necessidade empresarial de suas controladoras.

Nesse sentido, José Edwaldo Tavares Borba⁵⁸ discorreu:

“A SPE não tem interesse próprio, não cumpre um objeto social próprio, não se destina a desenvolver uma vida social. Trata-se do que se poderia chamar uma sociedade ancilar, mero instrumento de sua controladora. A rigor, essas sociedades nascem para prestar um serviço a sua controladora, para cumprir uma simples etapa de um projeto, ou até mesmo para desenvolver um projeto da controladora. Normalmente, cumprido esse projeto, o seu destino é a liquidação. Nascem, normalmente, já marcadas para morrer”.

Assim, a SPE decorre da celebração de um contrato de sociedade, em que a sociedade empresária, dotada de personalidade jurídica e autonomia patrimonial, é constituída especificamente para uma ação ou projeto. Diz-se, pois, que a SPE possui um objeto determinado, sendo que a determinação do objeto pode ocorrer no aspecto temporal e funcional. No entanto, nem o aspecto temporal nem o funcional podem, isoladamente, caracterizar a SPE. Isso porque o aspecto temporal, ou seja, a determinação do tempo de duração de uma SPE, previsto, eventualmente, em seu contrato de constituição, pode ser descaracterizada por possibilidade de prorrogação do contrato.

A função da SPE pode ser caracterizada a partir da atividade que será desempenhada por ela. Ou, em outras palavras, a função é o motivo de criação, existência e encerramento de uma SPE. No entanto, a função da SPE não é seu aspecto característico, eis que outras sociedades empresárias podem ter funções similares a uma SPE e não serem caracterizadas como tal. Assim é que a junção de vários aspectos

⁵⁸ BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004. p. 518.

(tempo de duração, função a ser exercida, local onde a SPE atuará e partes que formam a SPE) caracteriza uma SPE⁵⁹.

Por outro lado, a impossibilidade de alteração do objeto é uma característica intrínseca à SPE. É que, uma vez delimitado o objeto, o propósito, a finalidade da SPE, não pode haver a alteração ou a ampliação de referido objeto da SPE, sob pena de descaracterizá-la.

Sobre o papel da SPE nos ensina Eduardo Salomão Neto⁶⁰:

“A cessão de créditos tem sido também usada com a finalidade de aumentar o respaldo patrimonial de tomadores de crédito (...). Para tanto, separam-se ativos creditícios de uma sociedade que pretenda captar recursos, sendo tais ativos cedidos à sociedade específica criada com o propósito único de adquiri-los. Esta sociedade de propósito específico terá então os créditos como seu único ativo, sem ter em princípio qualquer passivo que não o valor devido à cedente dos créditos. Em uma segunda etapa, a sociedade de propósito específico capta recursos (...) e usa os recursos para pagar pela cessão de créditos efetuada. Normalmente, a quase totalidade do capital e o controle da sociedade de propósito específico é detido [sic] pelos mesmos controladores da sociedade cedente dos créditos”.

Uma das maiores vantagens de uma SPE, que enseja a sua crescente utilização no âmbito nacional, para efeitos de captação e implementação de investimentos, está no fato de permitir um perfeito isolamento das outras atividades comerciais dos acionistas controladores e acesso direto e menos complicado aos ativos e recebíveis do empreendimento pelos agentes financiadores, no caso de inadimplência. Este é, a princípio, o principal mote de utilização da SPE no cenário jurídico brasileiro.

Importante mencionar que a SPE não corresponde a um novo tipo de sociedade empresária⁶¹, devendo, assim, revestir-se sob um dos modelos societários previstos em

⁵⁹ TOLEDO, Margherita Coelho. *A sociedade de propósito específico no âmbito do direito empresarial brasileiro*. Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2009. p. 20.

⁶⁰ SALOMÃO NETO, Eduardo. Cessão de créditos empresariais e atividade financeira: “*factoring*”, desconto bancário e sociedades de propósito específico. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito de mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. v. 2, p. 25-26.

⁶¹ Vale ressaltar aqui a posicionamento divergente de Luiz Antonio Soares Hentz (HENTZ, Luiz Antonio Soares. *Direito de empresa no Código Civil de 2002: teoria geral do novo direito comercial – Lei n. 10.406, de 10.1.2002*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Ed. Juarez de Oliveira, 2005. p. 215). Para o autor a SPE compreende, sim, uma nova forma societária, mas de natureza especial. Segundo ele, com base na

lei. Com isso, deve-se atentar ao fato de que a SPE será regida pelas normas que se referem ao tipo escolhido, ou seja, se ela se constituir como uma sociedade anônima, por exemplo, a Lei 6.404/1976 passará a normatizá-la juntamente com outras normas de direito de empresa.

Geralmente, os veículos de propósito específico se constituem sob a forma de sociedades anônimas. Isso porque as companhias emitem valores mobiliários que outras sociedades não emitem. Adicionalmente, as companhias apresentam maior transparência e segurança na medida em que há maior separação entre os bens e direitos pertencentes aos acionistas em relação ao patrimônio da sociedade. Há autores, como Cássio Martins C. Penteado Jr.⁶², que inclusive defendem que a SPE deve obrigatoriamente ser constituída sob a forma de sociedade anônima.

No entanto, o Código Civil não estabeleceu para a SPE, por si só, um determinado tipo societário específico. Isto porque são as principais características do negócio e/ou das atividades a serem desenvolvidas pela SPE que determinarão o tipo societário eleito, o qual pode ser, por exemplo, uma sociedade limitada também⁶³.

2.7.2. Cessão de Crédito

A cessão de crédito desempenha uma função importantíssima na operação de securitização, na medida em que é por meio desse instituto que os ativos a serem utilizados como lastro na emissão de títulos ou valores mobiliários pelo veículo de propósito específico são segregados do patrimônio do tomador. Na prática, a cessão de crédito é a garantia dos investidores de que esses ativos deixaram a esfera patrimonial e o domínio do originador, de forma que não podem mais ser alcançados por eventuais credores do originador.

experiência internacional, nada obsta a criação por contrato de modelos específicos, desde que se obedeça aos requisitos de validade dos negócios jurídicos em geral e que não se prejudique direitos de terceiros.

⁶² PENTEADO JR, Cássio Martins Camargo. A securitização de recebíveis de créditos gerado em operações dos bancos – a Resolução n. 2493 e sua perspectiva jurídica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 36, n. 111, p. 120 e ss., jul.-set. 1998.

⁶³ TOLEDO, Margherita Coelho. *A sociedade de propósito específico no âmbito do direito empresarial brasileiro*, cit., p. 20.

No direito norte-americano, essa transferência de crédito, com a sua respectiva exclusão da esfera patrimonial do cedente, chama-se *true sale*.

Segundo Orlando Gomes, a cessão de crédito é o negócio jurídico pelo qual o credor transfere a terceiro sua posição na relação obrigacional⁶⁴. Explicava o ilustre civilista que se trata de negócio jurídico bilateral, aperfeiçoado mediante um contrato, não bastando mera declaração de quem pretende transferir o crédito, mas sendo necessária a complementação dessa declaração pela aceitação da pessoa a quem se deseja ceder o direito, ainda que tacitamente.

Daí ser verdadeiro afirmar que são partes nesse contrato exclusivamente o credor-cedente e o aceitante-cessionário, sem que se cogite da intervenção do devedor, o qual permanece à margem do negócio de cessão. Essa marginalidade do devedor é, no entanto, relativa. O fato de ele não participar do negócio de cessão não permite induzir que sua realização seja concluída e produza os efeitos intencionados sem que o devedor ao menos esteja ciente da transmissão pretendida, de acordo com a regra atualmente prevista no artigo 290 do Código Civil⁶⁵.

Cumprе observar que a ciência não se confunde com o consentimento do devedor. Evidentemente que o devedor deve ter ciência da cessão de crédito, a fim de que realize o pagamento, quando devido, para o credor correto.

João de Matos Antunes Varela⁶⁶ reforça a desnecessidade de consentimento do devedor ao afirmar que “a cessão de crédito consiste, precisamente, em contrato pelo qual o credor de determinada prestação transmite a terceiro, independentemente do consentimento do devedor, a totalidade de seu crédito”.

Nesse sentido, a cessão de crédito é o meio pelo qual o credor de uma obrigação (cedente) transfere, no todo ou em parte, a terceiro (cessionário), independentemente do consenso do devedor (cedido), sua posição na relação obrigacional, com todos os

⁶⁴ GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2000, p. 204.

⁶⁵ “Art. 290. A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada; mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita.”

⁶⁶ ANTUNES VARELA, João de Matos. *Direito das obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 308.

acessórios e garantias, salvo disposições em contrário, sem que se opere a extinção do vínculo obrigacional.

Portanto, percebe-se que a cessão de crédito é um negócio jurídico, sendo, portanto, necessário que apresente os requisitos exigidos pelo artigo 104 do Código Civil, a saber: (i) capacidade das partes; (ii) objeto lícito, possível, determinado ou determinável; e (iii) forma prescrita ou não defesa em lei.

Note-se que o objeto da cessão de crédito, de acordo com mencionado preceito legal, pode ser determinável, o que por si só justifica a cessão de crédito futuro. No passado esse assunto não era pacífico, e alguns doutrinadores, entre eles Orlando Gomes⁶⁷, entendiam que não era possível a cessão de todos os créditos que viessem a nascer de um negócio.

Contudo, com o advento do Código Civil de 2002, essa discussão perdeu sentido, visto que entre os requisitos de validade do negócio jurídico, está o objeto determinável. Assim, no caso da cessão de crédito futuro, o objeto do negócio não seria conhecido no momento da celebração mas determinável.

Adicionalmente, o artigo 288 do Código Civil⁶⁸ dispõe ser ineficaz perante terceiros a cessão de crédito realizada por instrumento particular sem observância das solenidades de que trata o artigo 654, § 1.º, igualmente do Código Civil. Tais solenidades impõem a menção, no instrumento de cessão, das seguintes informações: (a) lugar em que é celebrado; (b) qualificação do cedente e do cessionário; (c) data e objeto da cessão; e (d) extensão do direito cedido.

Outra restrição legal é imposta pelo artigo 286 do Código Civil⁶⁹, segundo o qual não podem ser cedidos créditos de determinadas natureza, em caso de disposição legal expressa ou por convenção com o devedor.

⁶⁷ GOMES, Orlando. *Obrigações*, cit., p. 252.

⁶⁸ “Art. 288. É ineficaz, em relação a terceiros, a transmissão de um crédito, se não celebrar-se mediante instrumento público, ou instrumento particular revestido das solenidades do § 1.º do art. 654.”

⁶⁹ “Art. 286. O credor pode ceder o seu crédito, se a isso não se opuser a natureza da obrigação, a lei, ou a convenção com o devedor; a cláusula proibitiva da cessão não poderá ser oposta ao cessionário de boa-fé, se não constar do instrumento da obrigação.”

Havendo cessão em desacordo com as regras previstas no artigo 286 do Código Civil, Livia Alves Visneki Froes Coelho⁷⁰ dispõe que a mesma será inválida entre as partes e, em relação a terceiros de boa-fé, a proibição não terá eficácia se não constar do próprio instrumento da obrigação. Note-se que a nulidade da cessão feita em desacordo com o pacto de incedibilidade pode ser invocada tanto pelo devedor quanto pelos credores do cedente.

Não há que confundir, também, cessão de crédito com cessão de contrato. Washington de Barros Monteiro⁷¹ explica a distinção de forma cristalina: “a cessão de contrato compreende indiscriminada transferência de todos os direitos e obrigações. Implica esta a transferência de toda a relação jurídica, no seu complexo orgânico; a cessão de crédito, ao inverso, restringe-se exclusivamente à transferência de determinados direitos, passando o cessionário a ostentar, perante o devedor, a mesma posição jurídica do titular primitivo”.

A cessão de crédito pode comportar algumas espécies, como é o caso da cessão parcial, da cessão integral, da cessão convencional, da cessão legal ou judicial, da cessão onerosa ou gratuita e da cessão com coobrigação ou sem coobrigação. Na cessão parcial o cedente se mantém na relação obrigacional como credor e transfere apenas parte dos créditos ao cessionário. Já na espécie integral, o cedente retira-se da relação judicial e transfere todos os créditos ao cessionário. A cessão será convencional quando resultar de um acordo entre o cedente e o cessionário, por livre vontade das partes. Ainda, será legal quando imposta pela lei ou judicial quando determinado por decisão judicial. Além disso, a cessão será onerosa quando redundar em uma contrapartida devida pelo cessionário ao cedente e gratuita quando não redundar em qualquer contraprestação de uma parte a outra.

Por fim, temos a cessão com coobrigação, na qual o cedente fica obrigado a garantir a *performance* do crédito cedido, sendo que, no caso de este último não pagar o crédito, deverá o cedente comparecer e pagar o valor devido ao cessionário e, em

⁷⁰ COELHO, Livia Alves Visneki Froes. *Securitização*. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito, Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2007. p. 37.

⁷¹ MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil: direito das obrigações*. São Paulo: Saraiva, 1995. v. 4, p. 343.

contrapartida, temos a cessão sem coobrigação, na qual o cedente não garante o devedor. Trata-se de uma cessão definitiva sem coobrigação.

2.7.3. Emissão de Títulos ou Valores Mobiliários

A última etapa da implementação de uma operação de securitização consiste na emissão pelo veículo de propósito específico de títulos ou valores mobiliários. Trata-se da fase na qual a securitização se perfaz de fato, visto que é quando os direitos creditórios que servem de lastro se transformam em títulos negociáveis e passam a circular.

Evidente que, para que isso ocorra, os instrumentos emitidos devem ir ao encontro da necessidade de investimento dos investidores, no que diz respeito a taxas, prazos e naturezas, sob risco de não encontrarem compradores. Nesse caso, a operação de securitização estaria frustrada.

Convém ressaltar que a emissão de títulos ou valores mobiliários em processo de securitização é conceitualmente diferente das emissões tradicionais de títulos e valores mobiliários. Na securitização há uma nítida separação entre o originador, beneficiário dos recursos captados, e o investidor. O originador constrói um patrimônio segregado no veículo de propósito específico que garantirá o pagamento dos instrumentos emitidos, limitando o risco e a possibilidade de alcance dos créditos dos detentores de tais títulos. Na emissão tradicional, sem envolver securitização, o originador está diretamente vinculado aos investidores.

Para Ilene Patrícia de Noronha⁷² a operação que não separa os riscos dos recebíveis, do risco de seu originador, não constitui verdadeira securitização, pois nessa hipótese parte dos riscos permanecem no ativo da empresa originadora e o endividamento fica em seu passivo. Nesse caso, o investidor ficaria exposto ao risco do tomador.

⁷² NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*, cit., p. 119-120.

Apesar da diferença conceitual, a disciplina jurídica é a mesma para as emissões tradicionais e para as emissões em processo de securitização. Assim, tanto as regras aplicáveis às emissões de sociedades anônimas, contidas na Lei 6.404/1976, quanto a regulamentação complementar emanada pela CVM são aplicáveis às emissões feitas pelo VPE em processo de securitização.

Apenas as securitizações imobiliárias e do agronegócio contam com instrumentos específicos, quais sejam os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs). A emissão desses instrumentos obedece a regras semelhantes às aplicáveis a outros títulos, e suas características particulares são reguladas por legislação específica.

Nos outros casos, geralmente as securitizações são feitas por meio de debêntures, instrumentos de dívidas de longo prazo emitidos por companhias, e por quotas de fundos de investimentos, legalmente consideradas valores mobiliários.

A utilização em operações de securitização de instrumentos que não foram criados especificamente para serem emitidos em processos de securitização, como é o caso das debêntures e das quotas de fundos, confere maior flexibilidade ao negócio, na medida em que são instrumentos adaptáveis, podendo ser emitidos de acordo com a necessidade de cada operação, no que diz respeito a prazos, garantias e forma de remuneração.

2.8. Outros Agentes Envolvidos na Securitização

Além dos principais participantes da operação de securitização, como visto no tópico acima – o originador, o veículo de propósito específico e o investidor –, existem outros participantes que também colaboram nas estruturas de securitização, quais sejam o agente fiduciário, o estruturador, o distribuidor, a agência de classificação de risco e o auditor independente.

Cumpramos alertar que, a depender da estrutura da operação de securitização adotada, outros participantes poderão ser demandados.

As atividades do agente fiduciário estão devidamente regulamentadas pela Lei de Sociedades Anônimas e pela Instrução CVM 28, de 23 de novembro de 1983, alterada pela Instrução CVM 123, de 12 de junho de 1990.

Dentre das principais atividades do agente fiduciário, destacamos:

- (i) proteger os direitos e interesses dos investidores, empregando no exercício de sua função o cuidado e a diligência que todo o homem probo e ativo costuma empregar na administração de seus próprios bens;
- (ii) elaborar relatórios sobre a operação e seu desenvolvimento financeiro, operacional e comercial, e colocá-los à disposição dos investidores;
- (iii) informar fatos relevantes aos investidores;
- (iv) controlar e acompanhar as garantias da operação de securitização;
- (v) notificar os investidores sobre quaisquer situações de inadimplemento da emissora e/ou dos demais agentes da operação;
- (vi) executar as garantias;
- (vii) declarar o vencimento antecipado da operação, quando aplicável e de acordo documento de emissão; e
- (viii) tomar qualquer providência em favor dos interesses dos investidores.

Tendo em vista a relevância das funções desenvolvidas pelo agente fiduciário, como comentado acima, somente podem ser nomeados como agentes fiduciários, de acordo com a Instrução Normativa CVM 28/1983: (i) pessoas naturais que satisfaçam os requisitos para o exercício do cargo em órgão de administração de companhia; e (ii) instituições financeiras que, tendo por objeto social a administração ou a custódia de

bens de terceiros, hajam sido previamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil a exercer funções de agente fiduciário.

Apesar de a figura do agente fiduciário não ser mandatória, percebe-se que na prática sua presença nas operações de securitização é constante, haja vista sua importância para dar maior segurança aos investidores na securitização⁷³.

Já à agência de classificação de risco, também conhecida como agência de *rating*, caberá a função de analisar ao menos quatro elementos da operação de securitização, a saber: a qualidade de crédito dos recebíveis, o cedente, o fluxo de caixa da operação, e a estrutura financeira e jurídica, a fim de emitir uma nota de classificação de risco.

Nas palavras de Rafael Baptista Palazzi⁷⁴, as agências de classificação de risco atribuem o *rating* com o objetivo de corrigir a assimetria de informação entre os agentes de mercado. O *rating* funciona como um indicador de antecedente de risco de *default* de um emissor ou de uma operação.

Importante destacar que na operação de securitização, mediante a análise dos elementos acima mencionados, a nota será dada à operação e não à emissora⁷⁵. Não se trata de um *rating* corporativo, mas sim de um *rating* da operação em si.

O *rating* é importante para as operações de securitização na medida em que fornece ao mercado a capacidade de comprar as emissões e emissores dentro de um mercado local específico, sem conhecer a fundo a atividade ou as partes relacionadas. A nota representa a classificação do risco em uma escala conhecida pelo mercado.

⁷³ COELHO, Livia Alves Visneki Froes. *Securitização*, cit., p. 68.

⁷⁴ PALAZZI, Rafael Baptista. *O papel das agências de rating: evidências da crise asiática*. Dissertação de Mestrado em Economia Política. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2011. p. 12.

⁷⁵ A diferença entre o *rating* corporativo e o *rating* de uma operação de securitização foi muito bem explicada por Ilene Patrícia de Noronha em: NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*, cit., p. 172. Na dissertação a autora citou a diferença entre as notas de *rating* da empresa Braskem e de seu fundo de investimento. Enquanto à empresa foi atribuída nota A, o seu fundo de recebíveis recebeu nota AA. Com faturamento de bruto de 10 bilhões de reais, à época, a Braskem dispunha de um estoque enorme de contas a receber e decidiu utilizá-lo para obter capital de giro e atender aos prazos de pagamentos solicitados pelos clientes. Dessa forma, a Braskem constituiu uma operação de securitização, via FDIC, à qual foi atribuída nota superior à corporativa.

Para a classificação de risco, ou melhor, a outorga da nota, as principais agências utilizam símbolos, tais como letras, números ou ambos, listando-os de acordo com o risco de *default*. A agência Moody's, por exemplo, utiliza 'Aaa' para o *rating* de melhor qualidade e 'D' para o de menor qualidade.

Note-se que em função das finanças mundiais terem tomado uma dimensão muito complexa, as agências de *rating* se tornaram uma das principais fontes de informações para a tomada de decisão dos investidores.

Por esse motivo, em 2004, foi criado pela International Organization of Securities Commissions (IOSCO), instituição que representa as CVMs do mundo inteiro, um código de conduta para as agências de avaliação de risco de crédito denominado *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (CRA)*⁷⁶. Esse código é de extrema importância, pois deve estar incorporado aos códigos de condutas de todas as agências no mundo, com a finalidade de proteger a integridade e a independência analítica do processo de avaliação de crédito.

No Brasil, apesar de não haver norma específica que discipline suas atividades, as agências de *rating* são reconhecidas em nosso ordenamento. A primeira referência a esse tipo de instituto foi a já revogada Resolução CMN 2.829, de 30 de março de 2001, que tinha por objetivo aprovar o regulamento que estabelecia as diretrizes pertinentes à aplicação dos recursos das entidades fechadas de previdência privada.

Além disso, cabe-nos informar que, em função da atividade desenvolvida, direta ou indiretamente, pelas agências de classificação de risco de análise de operações de emissões de valores mobiliários, compete à CVM, por força da Lei 6.385/1976, fiscalizar e punir as agências de *rating*.

Outro agente geralmente presente em uma operação de securitização é o estruturador e distribuidor. Apesar de estruturar e distribuir serem funções completamente distintas, identifica-se, na prática usual, nas operações de securitização, que a entidade estruturadora também exerce o papel de distribuidora.

⁷⁶ International Organization of Securities. Disponível em: <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2014.

Na essência o estruturador visa compatibilizar os interesses de todos os envolvidos na operação, sendo responsável pelo desenvolvimento da estrutura que segregue os riscos e seja eficiente dos pontos de vista operacional e financeiro. Além disso, caberá ao estruturador coordenar os trabalhos, de forma a evitar desperdício de tempo e dinheiro.

Já o distribuidor, também conhecido pela expressão norte-americana *underwriter*, nas palavras de Nelson Eizirik⁷⁷ tem a função essencial de aproximar a empresa que emite publicamente os valores mobiliários e o público investidor. Nessa linha, o autor ressalta a sua atuação como empresa especializada, apta a assessorar a companhia emissora em todas as etapas do lançamento ao público de seus valores mobiliários.

Por fim, temos a participação do auditor independente, que é imprescindível nas operações de securitização em que há emissão de valores mobiliários por companhias abertas e a participação de fundos de investimentos em direitos creditórios, conforme determinam a Instrução Normativa CVM 356, de 17 de dezembro de 2001, e a Lei 6.404/1976. De acordo com referidas regras normativas, as demonstrações financeiras das companhias abertas e dos fundos deverão ser auditadas por auditores independentes.

A função dos auditores independentes, de forma geral, é certificar que todos os procedimentos contábeis adotados pela entidade auditada estejam de acordo e em conformidade com as regras contábeis e legais vigentes⁷⁸. No âmbito do mercado de valores mobiliários, também caberá ao auditor independente, além de outras atividades, dar acesso à fiscalização da CVM e fornecer ou permitir a reprodução dos dados que tenham servido de base para a emissão dos relatórios e demonstrações financeiras da empresa auditada.

O auditor independente, seja pessoa física ou pessoa jurídica, e também seus sócios e integrantes do quadro técnico, deverão observar as normas emanadas da CVM,

⁷⁷ EIZIRIK, Nelson. Aspectos Jurídicos do underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 66, p. 67, 1987.

⁷⁸ CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006. p. 189.

do Conselho Federal de Contabilidade (CFC) e os pronunciamentos técnicos do Instituto Brasileiro de Contadores (Ibracon), no que se refere à conduta profissional, ao exercício da atividade e a emissão de pareceres e relatórios de auditoria.

Nesse sentido, é vedado ao auditor independente e às pessoas físicas ou jurídicas a ele ligadas, conforme definido nas normas de independência do CFC, em relação às entidades cujo serviço de auditoria contábil esteja a seu cargo:

- (i) adquirir ou manter títulos ou valores mobiliários de emissão da entidade, suas controladas, controladoras ou integrantes do mesmo grupo econômico; e
- (ii) prestar serviços de consultoria que possam caracterizar a perda de sua objetividade e independência.

Cumprido ressaltar que os relatórios dos auditores independentes são de extrema valia para as operações de securitização, na medida em que transmitem aos investidores um atestado de veracidade quanto às informações prestadas pelo veículo de securitização.

2.9. Modalidades de Securitização

Além da securitização de créditos do agronegócio, criada Lei 11.076/2004, sobre a qual versaremos em detalhes mais adiante, a legislação brasileira prevê uma série de espécies de securitizações, conforme passaremos a descrever.

2.9.1. Securitização de Exportações

A securitização de exportação, regulada pela Resolução CMN 1.834/1991 e pelas Circulares CMN 1.979/1991 e 3.027/2001, é caracterizada pela captação de recursos no exterior com lastro em créditos resultantes de operações de exportação.

Na prática, o tomador – obrigatoriamente uma sociedade exportadora – que deseja buscar financiamento junto a investidores estrangeiros ou instituições financeiras

internacionais, cede a um veículo de propósito específico os recebíveis oriundos de suas exportações, que serão utilizados como lastro na emissão de títulos ou valores mobiliários no mercado internacional.

A Circular CMN 3.027/2001 define a securitização de exportações como a captação de recursos no mercado externo, com estabelecimento de vínculo a exportações que podem ser da própria tomadora, ou de outros exportadores que não necessariamente têm que pertencer ao mesmo grupo econômico da tomadora.

Conforme aponta Emerson Norio Chinen⁷⁹, regra geral, a emissão no estrangeiro é feita por sociedade de propósito específico sediada no exterior, a qual possui em seu patrimônio os direitos de crédito oriundos de contratos de exportação, celebrados pelo exportador com importadores.

Realizada a exportação, o pagamento será realizado em uma determinada conta corrente bancária vinculada à operação para posterior liquidação da operação de securitização. Percebe-se, portanto, que o sucesso desse tipo de operação está diretamente relacionado à capacidade de *performance* do exportador e à capacidade de pagamento do importador.

2.9.2. Securitização de Recebíveis do Mercado Financeiro

A securitização de créditos financeiros, regulada basicamente pela Resolução CMN 2.686/2000, pode ser caracterizada pela cessão de créditos oriundos de operações praticadas por bancos de todas espécies, sociedades de crédito em geral, companhias hipotecárias, associações de poupanças e pela Caixa Econômica Federal, a uma sociedade anônima que tenha como objeto social a aquisição de tais créditos financeiros.

Esse tipo de operação, quando permitida, tornou-se uma excelente alternativa de captação de recursos para as instituições financeiras, que anteriormente estavam

⁷⁹ CHINEN, Emerson Norio. *Securitização*, cit., p. 60.

restritas à captação via sistema financeiro nacional ou via redesconto por intermédio do Banco Central.

Cássio Martins Camargo Penteado Jr.⁸⁰ ressaltou a relevância de integrar as entidades do mercado financeiro à securitização: “a ampliação das possibilidades de cessão de créditos, originados de financiamentos bancários e de arrendamento mercantil, a terceiros – sob a forma de securitização de recebíveis – dá forma a produto de captação de recursos para os bancos, que pode ser extremamente eficaz”.

Adicionalmente, a operação de securitização de créditos financeiros permitiu que os bancos excluíssem de seus balanços operações que poderiam comprometer seus níveis de concentração de riscos, ou mesmo contratos problemáticos, cedendo-os para veículos de propósito específico que não integram o sistema financeiro nacional e que, portanto, não estão sujeitos à severa disciplina dos órgãos reguladores.

Aspecto importante desse tipo de securitização é que a cessão dos créditos deve ocorrer em favor de uma sociedade anônima denominada “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”, cujo objeto social deve prever a aquisição de créditos financeiros e a emissão de ações, debêntures conversíveis ou não e títulos e valores mobiliários, no exterior, observada a regulamentação em vigor.

2.9.3. Securitização de Créditos Imobiliários

A securitização de créditos imobiliários, que surgiu como uma inovadora alternativa para o que sistema imobiliário nacional atendesse a crescente demanda por créditos imobiliários, pode ser concebida, em nosso ordenamento jurídico, de duas formas, quais sejam: via fundo de investimento imobiliário ou via emissão de certificados de recebíveis imobiliários por uma companhia de securitização imobiliária.

(a) Fundo de Investimento Imobiliário (FII)

⁸⁰ PENTEADO JUNIOR., Cássio Martins Camargo. A securitização de recebíveis de créditos gerados em operações dos bancos, cit., p. 120.

O Fundo de Investimento Imobiliário, criado pela Lei 8.668/1993, é definido pelo próprio diploma legal como a comunhão de recursos captados pelo Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários, na forma da Lei 6.385/1976, destinado à aplicação em empreendimentos imobiliários.

A captação de recursos pelo FII se dá pela emissão de quotas lastreadas em ativos advindos de empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento.

Nesse tipo de fundo, as quotas podem ser representadas por certificados de investimentos ou mantidas em conta de depósito em nome de seus titulares em instituição autorizada pela CVM, conforme estabelecer o regulamento do FII.

A constituição do FII dependerá de prévia aprovação da CVM, e sua administração ficará a cargo de bancos comerciais, bancos múltiplos com carteiras de investimento ou carteiras de crédito imobiliário, bancos de investimento, sociedades corretoras ou sociedades distribuidoras de valores mobiliários, sociedades de crédito imobiliário e caixas econômicas.

Competirá ao administrador do FII agir sempre no exclusivo interesse dos quotistas, empregando na defesa de seus direitos a diligência exigida pelas circunstâncias e praticando todos os atos necessários para assegurá-los, judicial ou extrajudicialmente, bem como administrar os recursos do fundo de forma criteriosa, sem onerá-lo com despesas e gastos necessários, aplicando-os apenas na atividade do fundo e de acordo com o regulamento do FII.

(b) Certificado de Recebíveis Imobiliário (CRIs)

A Lei 9.514/1997 criou a companhia securitizadora de créditos imobiliários e a definiu como instituição não financeira constituída sob a forma de sociedade por ações, tendo por finalidade a aquisição e securitização desses créditos e a emissão e colocação, no mercado financeiro, de Certificados de Recebíveis Imobiliários, os conhecidos CRIs,

podendo emitir outros títulos de créditos, realizar negócios e prestar serviços compatíveis com as suas atividades.

O mecanismo da securitização por meio da companhia securitizadora imobiliária emissora de CRI é muito semelhante à securitização por outros veículos, pois os créditos, no caso imobiliários, são cedidos ao veículo de propósito específico, no caso a securitizadora imobiliária, para a emissão de valores mobiliários, no caso CRIs.

Os CRIs, conforme definição legal, são títulos de créditos nominativos, de livre negociação, lastreados em direitos créditos imobiliários, e constituem obrigação de pagamento em dinheiro.

Para fins de emissão de CRIs, assim como nos FIIs, deve-se entender por crédito imobiliário todos aquele relacionado a empreendimentos imobiliários, tais como construção de imóveis, aquisição de imóveis prontos, investimentos em projetos visando viabilizar o acesso à habitação e serviços urbanos, inclusive em áreas rurais, para posterior alienação, locação ou arrendamento⁸¹.

2.9.4. Securitização de Recebíveis em Geral

Trata-se da securitização de recebíveis que não possui tratamento específico e que se utiliza de duas formas como meio de se perfazer: fundo de investimento em direitos creditórios, popularmente conhecido como FIDC; e debêntures de emissão de sociedades anônimas.

(a) Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)

O FIDC, regulado pela Instrução CVM 356, de 17 de dezembro de 2001, posteriormente alterada pelas Instruções CVM 393/2003, 435/2006, 446/2006 e 458/2007, pode ser caracterizado como a comunhão de recursos, organizada sob a forma

⁸¹ BAPTISTA, Ezio Carlos Silva. *Certificado de recebíveis imobiliários*. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo; Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 1999. p. 87.

de condomínio, que destina parcela superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido à aquisição de direitos creditórios.

São aptos a compor um FIDC créditos decorrentes de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, agropecuário, de prestação de serviços, entre outros. Esses créditos devem ser custodiados por instituições credenciadas na CVM, que serão responsáveis por analisar o lastro, validar os direitos creditórios, pela administração, cobrança e guarda dos direitos creditórios e por sua liquidação física ou financeira.

É incontestável que o FIDC é uma espécie de securitização. Nesse caso do FIDC, uma sociedade originadora de recebíveis transfere seus créditos a um fundo de direitos creditórios que, tendo tais ativos como lastro, emite cotas aos investidores e, com os recursos obtidos com a venda das cotas, pagará a originadora pelos créditos cedidos.

Portanto, as operações são idênticas, distanciando-se visivelmente por substituir a sociedade de propósito específico pelo fundo de investimentos em direitos creditórios.

(b) Debêntures

Debêntures são títulos representativos de dívida que podem ser emitidos pela sociedade anônima, de capital aberto ou fechado, e conferem a seus titulares, os debenturistas, direito de crédito contra o emissor, nas condições constantes da escritura de emissão.

Para Waldirio Bulgarelli⁸², as debêntures (que derivam da palavra latina *debetur*, dever) são títulos de crédito causais, representativos de frações de mútuo, com privilégio geral sobre bens sociais ou garantia real sobre determinados bens, emitidos por sociedades anônimas no mercado de capitais.

⁸² BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 1998. p. 139.

Modesto Carvalhosa⁸³ distinguiu a natureza jurídica das debêntures conforme a natureza de suas emissões, ou seja, de acordo com emissões públicas e privadas. Vejamos abaixo:

“A função das debêntures é a de capitalizar a sociedade. São, desse modo, títulos de crédito representativos da totalidade do débito contraído pela companhia, consoante escritura de emissão, aprovada pela assembleia geral. (...) Conforme sejam as debêntures distribuídas no mercado de capitais, serão valores mobiliários. As emissões privadas não têm tal característica”.

Dessa forma, as debêntures são consideradas em regra títulos de crédito, mas quando emitidas publicamente também são classificadas como valores mobiliários e, nesse caso, estão sujeitas ao registro na CVM. Na emissão privada, voltada a um determinado investidor específico, não é necessário o registro junto à CVM.

Existem quatro espécies de debêntures⁸⁴: (i) debêntures quirografárias, que não gozam de nenhuma preferência; (ii) debêntures subordinadas, que contêm cláusula de subordinação aos credores quirografários, preferindo apenas aos acionistas no ativo remanescente, se houver, em caso de liquidação da companhia; (iii) debêntures com garantia real, que têm a garantia de um determinado bem; e (iv) debêntures com garantia flutuante. A garantia flutuante assegura à debênture privilégio geral sobre os ativos da companhia, mas não impede a negociação dos bens que compõem esses ativos.

O principal atrativo das debêntures, como já comentado neste trabalho, é a possibilidade conferida aos emissores de determinar os prazos de amortizações, condições de remuneração, garantias etc., que estarão descritas na escritura de emissão.

Essa flexibilidade, característica das debêntures, permite que uma determinada sociedade anônima, constituída com o propósito específico de adquirir direitos creditórios, emita debêntures lastreadas no conjunto de direitos creditórios a ela

⁸³ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1, p. 564.

⁸⁴ Conforme dispuser a escritura de emissão, a debênture poderá ter garantia real ou garantia flutuante, não gozar de preferência ou ser subordinada aos demais credores da companhia. As garantias poderão ser constituídas cumulativamente. A companhia poderá assumir, na escritura de emissão, a obrigação de não alienar ou onerar bem imóvel ou outro bem sujeito a registro de propriedade. Essa obrigação é oponível a terceiros, quando tiver sido devidamente averbada no registro competente.

transferidos, perfazendo, dessa forma, uma operação de securitização. Trata-se de uma operação de antecipação de recebíveis por meio de emissão de debêntures cujas garantias são os próprios recebíveis.

3. CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

3.1. Surgimento e Legislação Aplicável

Por um longo período, desde a criação do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) pela Lei 4.829, de 5 de novembro de 1965, o crédito rural público foi o mecanismo de financiamento agrícola mais ativo no País, apesar da pequena operacionalidade dos títulos de financiamento rural instituídos pelo Decreto-lei 167, de 14 de fevereiro de 1967⁸⁵.

Somente com o avanço da tecnologia aplicada ao campo, a inserção de novos métodos de produção e a mudança na dinâmica de economia nacional, é que verificou-se a ineficiência do padrão de financiamento amparado especialmente em recursos oficiais. Este fator é essencial para explicar o avanço setorial posterior à década de 1980 nos segmentos da agricultura de *commodities*, notado no grande aumento das colheitas de grãos e de produtividade.⁸⁶

Em virtude da limitação do SNCR, fez-se necessária a reformulação dessa política agrícola por meio da regulamentação do financiamento do agronegócio pelo setor privado, tornando possível a construção e concessão do crédito por meio do mercado financeiro e de capitais, voltado para o desenvolvimento de uma agricultura competitiva e moderna, que estimula investimentos diretos no setor, especialmente de bancos privados e investidores estrangeiros. É certo que o sistema de crédito rural em um regime de economia de livre mercado deve contar com uma grande participação do sistema privado de financiamento do agronegócio⁸⁷.

Nesse contexto, em 22 de agosto de 1994, dando início a esta reformulação da política agrícola, com a publicação da Lei 8.929, visando ao aumento do financiamento privado à produção agropecuária, foi criada a Cédula de Produto Rural (CPR), que pode

⁸⁵ O Decreto-lei 167/1967, por meio do artigo 9.º, criou as denominadas Cédulas de Crédito Rural, quais sejam Cédula Rural Pignoratória, Cédula Rural Hipotecária, Cédula Rural Pignoratória e Hipotecária e Nota de Crédito Rural

⁸⁶ GONÇALVES, José Sidnei et al. *Novos títulos financeiros e novo padrão de financiamento do agronegócio*. Disponível em: <<http://www.iea.sp.gov.br/out/verTexto.php?codTexto=2001>>. Acesso em: 3 set. 2013.

⁸⁷ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*, cit.

ser considerada o instrumento base de toda a atual cadeia estrutural do financiamento do agronegócio.

A CPR representa o primeiro esforço do governo no sentido de ampliar as alternativas de financiamento para a produção rural, a partir da captação direta pelo produtor rural no mercado. Nas palavras de Lutero de Paiva Pereira⁸⁸, uma das razões que justificou a criação da CPR foi:

“porque os produtores estavam carecendo de recursos financeiros para fazerem frente ao custeamento de seus empreendimentos, e o Governo Federal, através de uma política agrícola restritiva, progressivamente tornava o crédito rural um financiamento cada vez menos disponível e também menos atraente ao setor campesino”.

Antes da criação da CPR as fontes de financiamento do setor rural eram restritas ao crédito bancário, essencialmente atrelado a instituições públicas e/ou a recursos controlados, entre os quais os decorrentes de exigibilidade de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista e de operações oficiais de crédito.

Ainda nesse contexto de reformulação da política de financiamento do setor rural, e em cumprimento às diretrizes expostas no Plano Agrícola e Pecuário 2004/2005⁸⁹, que anunciava a intenção de criar novos títulos para incentivo e apoio ao agronegócio, foi publicada, em 1.º de outubro de 2004 a Medida Provisória 221, posteriormente convertida na Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004, pela qual foram criados novos títulos para financiamento privado do agronegócio brasileiro, quais sejam: o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA); o Warrant Agropecuário (WA), que em conjunto com o CDA é denominado CDA/WA; o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA); a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA).

⁸⁸ PEREIRA, Lutero de Paiva. *Comentários à Lei da Cédula de Produto Rural*. 3 ed. Curitiba: Juruá, 2005. p. 9.

⁸⁹ Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento – MAPA. Disponível em: <http://www.agricultura.gov.br/arq_editor/file/Ministerio/planos%20e%20programas/pap%202004%202005.pdf>. Acesso em: 1.º ago. 2013.

Com esses novos instrumentos ampliou-se o espectro de financiamento para outras etapas da atividade produtiva agropecuária, além da produção primária. O CDA/WA, por exemplo, muda o foco da produção para a mercadoria estocada e contempla as etapas de comercialização e armazenamento de produtos, extremamente atrativas aos investidores, visto que, nessas etapas, não há mais o risco de *performance* associado ao processo produtivo. Já os demais instrumentos permitem a diferentes entidades envolvidas no setor rural, mas não relacionadas diretamente com o processo produtivo, antecipar o recebimento de determinado recebível financeiro, como é o caso, por exemplo, de uma *trading company* ou mesmo de um banco comercial.

Assim, por meio da criação destes novos instrumentos, o governo buscou atrair o capital privado para o financiamento do agronegócio, já que as linhas oficiais não eram mais capazes de atender a integral necessidade do setor. Esse objetivo pode ser identificado na Exposição de Motivos da Medida Provisória 221, cuja redação disposta no item 12 previa que ela:

“visa criar um estímulo para que os próprios agentes de mercado lancem opções de produtos agropecuários, o que contribuiria para o desenvolvimento do mercado de capitais com referência em produtos do agronegócio, com nítidos benefícios para ambas as partes, em especial para o autofinanciamento do setor no médio e longo prazos”.

Com maior volume de recursos vindo de *trading companies*, fundos de investimentos, instituições financeiras privadas e outras sociedades empresárias, coube aos recursos oficiais priorizar o atendimento a pequenos produtores e à agricultura familiar. Assim se criou o que o ex-ministro Roberto Rodrigues⁹⁰ chamou de regime do Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio.

Percebe-se, portanto, que a edição da Lei 11.076/2004 foi extremamente importante para o agronegócio na medida em que aumentou e diversificou consideravelmente as fontes de financiamento para o setor. Trata-se, nas palavras de Francisco de Paula Eugênio Jardim de Souza Brasil⁹¹, da substituição do Estado intervencionista pelo Estado fomentador da iniciativa privada como fonte de

⁹⁰ RODRIGUES, Roberto. *Depois da tormenta*. São Paulo: Ed. do Autor, 2008. p. 101.

⁹¹ BRASIL, Francisco de Paula Eugênio Jardim de Souza. *Títulos de crédito. O novo Código Civil: questões relativas aos títulos eletrônicos e do agronegócio*. Rio de Janeiro; Forense, 2006. p. 119.

financiamento. Desloca-se para o mercado financeiro e de capitais a responsabilidade de ser o principal financiador do agronegócio nacional.

Nessa linha, Carlos Henrique Abrão⁹² ressalta que a falta de recursos governamentais, a partir dos títulos rurais, pode ser suprida pela participação de investidores privados voltados para a realidade do mercado em constante expansão. O autor conclui que o papel condutor do governo passa a ser o de preencher lacunas deixadas pelos bancos privados no financiamento do setor.

Posteriormente, ainda no contexto de facilitar a busca de recursos para o setor junto ao setor privado, o governo lançou mão da Nota Comercial do Agronegócio (NCA), popularmente conhecida por *agrinote*, que é uma nota promissória comercial para distribuição pública regulada pela Instrução CVM 422, de 20 de setembro de 2005⁹³.

Especificamente com relação ao CRA, além da Lei 11.076/2004, aplicam-se a essa espécie de instrumento as regras previstas na Lei 9.514/1997, especialmente as disposições relacionadas, por exemplo, à constituição de regime fiduciário de separação patrimonial e a casos específicos de cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio⁹⁴.

Adicionalmente, aplicam-se ao CRA, de forma complementar, as Instruções CVM 400/2003, 414/2004 e 476/2009. A primeira dispõe sobre ofertas públicas de valores mobiliários nos mercados primário e secundário; a segunda estipula o registro como companhia aberta de companhias securitizadoras; e a terceira versa sobre oferta pública de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos.

⁹² ABRÃO, Carlos Henrique. *Agronegócio e títulos rurais*. São Paulo: Thomson IOB, 2006. p. 23.

⁹³ Apesar de ser um título devidamente regulamentado e pronto para ser utilizado, percebe-se na prática que esse instrumento teve pouquíssima aplicabilidade prática, em especial por conta da falta de benefício fiscal e pelas restrições impostas pela Instrução CVM 422/2005, tais como prazos determinados e necessidade de registro da companhia emissora na CVM.

⁹⁴ Lei 11.076/2004: “Art. 39. As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos arts. 9.º a 16 da Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997. (...) Art. 41. É facultada a cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio, em favor dos adquirentes do CDCA, da LCA e do CRA, nos termos do disposto nos arts. 18 a 20 da Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997.”

3.2. Títulos para Financiamento Privado do Agronegócio

Trataremos a seguir dos principais títulos de crédito para financiamento privado do agronegócio, quais sejam a CPR, o CDA/WA, o CDCA, a LCA e o CRA.

3.2.1. Cédula de Produto Rural

Instituída pela Lei 8.929/1994, a CPR é um título de crédito com cláusula à ordem, líquido e certo, exigível pela quantidade e qualidade de produto nela previsto, representativa de promessa de entrega de produtos rurais, com ou sem garantia cedularmente constituída, podendo ser emitida, exclusivamente, por produtor rural, suas associações e cooperativas.

Além dos requisitos legais dispostos no artigo 3.º da Lei 8.929/1994⁹⁵, consoante o disposto no § 1.º do referido artigo, a CPR poderá conter outras cláusulas lançadas em seu contexto, as quais poderão constar de documento à parte, com a assinatura do emitente, fazendo-se na cédula menção a essa circunstância, podendo, inclusive, constar no título cláusulas específicas de cada operação.

A CPR pode ter como objeto todo tipo de produto de origem agropecuária, sendo mais comuns as emissões de CPRs de soja, café, milho e cana-de-açúcar.

Além disso, o título em tela pode ser emitido em duas modalidades, quais sejam a Física e Financeira, a depender de sua forma de liquidação. Até 2000, a CPR previa exclusivamente liquidação pela entrega física da mercadoria, o que de certa forma limitava a utilização desse ativo no mercado financeiro⁹⁶ na medida em que as entidades desse mercado não tinham e não têm interesse em receber produtos. Com a edição da Medida Provisória 2.017/2000, posteriormente convertida na Lei 10.200, de 14 de

⁹⁵ “Art. 3.º A CPR conterá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto: I – denominação ‘Cédula de Produto Rural’; II – data da entrega; III – nome do credor e cláusula à ordem; IV – promessa pura e simples de entregar o produto, sua indicação e as especificações de qualidade e quantidade; V – local e condições da entrega; VI – descrição dos bens cedularmente vinculados em garantia; VII – data e lugar da emissão; VIII – assinatura do emitente. § 1.º Sem caráter de requisito essencial, a CPR poderá conter outras cláusulas lançadas em seu contexto, as quais poderão constar de documento à parte, com a assinatura do emitente, fazendo-se, na cédula, menção a essa circunstância (...).”

⁹⁶ ANDIMA. *Produtos de captação – títulos do agronegócio – CPR (Cédula de Produto Rural)*. Rio de Janeiro, 2008. p. 15.

fevereiro de 2001, ficou possibilitada a emissão da CPR com liquidação financeira, o que estendeu consideravelmente o rol de investidores interessados nesse tipo de papel.

A CPR Física representa a promessa de entrega do produto objeto do título no vencimento, local, quantidade e qualidade nele expressas, devendo a entrega parcial do produto ser anotada, sucessivamente, no verso desse título, tornando-se exigível apenas o saldo. Esse instrumento constitui, portanto, um instrumento de comercialização antecipada de produção, resguardando o emissor de uma eventual queda do preço do produto prometido.

O mercado criou, inclusive, uma subespécie da CPR Física, denominada CPR de Exportação, para produtos destinados à exportação e a ser adquirida por importadores localizados fora do território nacional⁹⁷. A CPR de Exportação admite apenas a liquidação física e somente pode ser adquirida para fins de exportação, sendo que o recebimento do valor de venda do produto é feito pela exportação do produto agropecuário, dentro das condições INCOTERMS.

Já a CPR Financeira não prevê a entrega física do produto, apenas a liquidação com o pagamento, no vencimento, do valor correspondente à multiplicação da quantidade especificada do produto pelo preço ou índice de preço adotado no título. Com a CPR Financeira o financiamento ao produtor é desvinculado da entrega do produto da safra a ser negociado pelo produtor, que assume o risco por sua comercialização.

No que tange às garantias, a CPR poderá conter no próprio título, ou em documento apartado, penhor rural, alienação fiduciária e hipoteca. Como em qualquer título de crédito, na CPR é possível a constituição de garantia de aval, uma vez que se aplicam a esse título todas as normas de direito cambial que forem cabíveis. Além disso, conforme disposição legal, fica dispensado o protesto cambial para assegurar o direito de regresso contra avalistas.

⁹⁷ ANDIMA. *Produtos de captação – títulos do agronegócio – CPR (Cédula de Produto Rural)*, cit., p. 16.

Ademais, a fim de que a CPR tenha eficácia contra terceiros, deve ser registrada no Cartório de Registro de Imóveis do domicílio do emitente e, em caso de existência de hipoteca, penhor ou alienação fiduciária, deverá também ser registrada no cartório de Registro de Imóveis onde se encontra o imóvel hipotecado, ou os bens empenhados ou alienados.

Os bens vinculados à CPR não poderão ser penhorados ou sequestrados por outras dívidas do emitente ou do terceiro prestador da garantia real, cumprindo a qualquer deles denunciar a existência da CPR às autoridades incumbidas da diligência, ou a quem a determinou, sob pena de responderem pelos prejuízos resultantes de sua omissão.

Em relação ao endosso da CPR, este deverá ser completo (também conhecido como endosso em preto), nominativo ou pleno, e se caracteriza pela menção da pessoa em favor da qual o endosso é realizado. Além disso, os endossantes da CPR não respondem pela entrega do produto, mas apenas pela existência da obrigação consubstanciada pela CPR.

Cumprir observar, por fim, que a CPR pode ser considerada um ativo financeiro quando negociada em sistema de registro e de liquidação financeira administrado por entidade autorizada pelo Banco Central, de acordo com o § 2.º do artigo 19 da Lei 8.929/1994⁹⁸. Essa consideração é importante na medida em que a CPR como ativo financeiro atrai além do produtor rural e do adquirente de seus produtos, outros segmentos como o sistema financeiro, seguradoras, Bolsas de Mercadorias, centrais de custódia e investidores de um modo geral, inclusive não residentes no País.

3.2.2. Certificado de Depósito do Agronegócio e Warrant Agropecuário

O CDA e WA são títulos de crédito criados com o intuito de fomentar o setor de comercialização e armazenamento do agronegócio. Conforme se verifica de sua

⁹⁸ “Art. 19. A CPR poderá ser negociada nos mercados de bolsas e de balcão. § 1.º O registro da CPR em sistema de registro e de liquidação financeira, administrado por entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil, é condição indispensável para a negociação referida neste artigo. § 2.º Nas ocorrências da negociação referida neste artigo, a CPR será considerada ativo financeiro e não haverá incidência do imposto sobre operações de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos ou valores mobiliários. (...)”

qualificação e conceituação legal, o CDA é um título representativo da promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, enquanto o WA é conceituado como um título representativo da promessa de pagamento em dinheiro e que confere direito de penhor sobre o CDA correspondente, assim como sobre o produto nele descrito.

De sua conceituação, nota-se que o CDA e o WA têm a mesma natureza jurídica do Conhecimento de Depósito e do Warrant⁹⁹, títulos estes previstos no Decreto-lei 1.102, de 21 de novembro de 1903, e que se mostravam inadequados como instrumentos de negociação ou de circulação no mercado financeiro. Além de uma regulamentação mais específica quanto à circulação e emissão, a diferença fundamental entre esses instrumentos reside no fato de que o CDA e o WA versam sobre produtos de origem agropecuária, enquanto os títulos do Decreto-lei 1.102/1903 regulam todas as demais mercadorias, que não os produtos de origem agropecuária.

O CDA e o WA só podem ser emitidos por armazéns qualificados como agropecuários, popularmente conhecidos como armazéns agropecuários. Até 2000, no Brasil, só existia um único sistema de armazenagem para todos os tipos de produtos: eram os armazéns gerais regulados pelo Decreto-lei 1.102/1903. Com o advento da Lei 9.973, de 29 de maio de 2000, que instituiu o “Sistema de Armazenagem de Produtos Agropecuários”, passamos a ter um regime específico para receber em depósito produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos, os quais são submetidos, em razão dessa lei, a um regime jurídico específico.

Para Fábio Ulhoa Coelho¹⁰⁰ dois são os principais motivos para separar os armazéns agropecuários dos armazéns gerais. Primeiro por conta do padrão de qualidade do serviço de armazenagem; e segundo em função da especialização desse tipo de armazenagem.

Segundo o mesmo autor, esses títulos, também chamados de armazeneiros, dado sua particularidade de emissão exclusiva por armazém agropecuário e pelo fato de

⁹⁹ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*, cit., p. 490-491.

¹⁰⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. Títulos do Agronegócio. In: BURANELLO, Renato M.; SOUZA, André Ricardo Passos; PERIN JUNIOR, Ecio (coord.). *Direito do agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 373-374.

serem necessariamente referenciados a mercadorias neles depositadas, foram criados para desempenharem um duplo papel: a venda sobre documentos, operação pela qual se transfere a titularidade do produto por meio da transferência dos títulos; e possibilitar o incremento dos financiamentos dos produtos agropecuários por meio da emissão e circulação de tais títulos no âmbito do mercado financeiro, conforme já afirmado.

A emissão do CDA e do WA ocorrerá somente mediante solicitação do depositante, solicitação esta que deverá, necessariamente, estar acompanhada de: (i) declaração de propriedade do produto, livre e desembaraçado de quaisquer ônus; e (ii) outorga, em caráter irrevogável, de poderes ao depositário, para que este possa proceder à transferência da mercadoria ao endossatário do CDA.

Ademais, o prazo do depósito deverá ser consignado no CDA e no WA, respeitado o limite máximo de 1 (um) ano, contado da data da emissão dos títulos, podendo ser prorrogado pelo depositário a pedido do credor. As prorrogações devem ser anotadas nas segundas vias dos títulos.

A lei ainda tornou obrigatório o registro do CDA e do WA em sistema de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central no prazo de 30 (trinta) dias contados de sua emissão, na perspectiva da circulação no mercado secundário e de maior transparência ao mercado primário. Constata-se assim que os títulos são cartulares antes de seu registro e depois de sua baixa, e serão escriturais ou eletrônicos enquanto permanecerem inscritos em sistema de registro e de liquidação financeira.

Vale mencionar que a negociação do CDA e do WA pode ocorrer com os títulos juntos ou separados, exclusivamente em mercados de bolsa ou de balcão, como ativos financeiros. No primeiro caso o investidor compra os ativos com o objetivo de assumir a propriedade da mercadoria armazenada. No segundo, o comprador do WA atua como um financiador do detentor do CDA, recebendo, em garantia, o direito de penhor sobre o CDA e sobre a mercadoria nele descrita.

Ressalte-se, por fim, que entre as enormes vantagens do CDA e do WA estão o fato de permitir aos produtores agropecuários maior flexibilidade na escolha do momento da venda das mercadorias, bem como a desoneração da negociação dos

produtos entre os diversos agentes do mercado, a partir da circulação do CDA, uma vez que não está sujeito à incidência de ICMS, que incidirá apenas na efetiva retirada da mercadoria do armazém ou na transferência da propriedade do produto dentro do armazém¹⁰¹.

3.2.3. Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio, Letra de Crédito do Agronegócio e Certificado de Recebíveis do Agronegócio

Já os demais instrumentos criados pela Lei 11.076/2004, a saber, o CDCA, o CRA e a LCA, são títulos nominativos, de livre negociação, representativos de promessa de pagamento em dinheiro, sujeitos à regência supletiva do Código Civil.

Referidos instrumentos são, obrigatoriamente, vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Percebe-se que para a emissão destes instrumentos faz-se necessária a prévia existência de contratos e/ou negócios jurídicos que gerem direitos creditórios disponíveis e que retratem uma operação negocial própria do agronegócio¹⁰².

Esses direitos creditórios do agronegócio vinculados a esses instrumentos podem estar documentados numa variada gama de instrumentos jurídicos, como a duplicata mercantil, a nota promissória rural, a CPR, o CDA e o WA. Os créditos oriundos de contratos mercantis podem também ser utilizados como lastro, mas isso não tem sido usual em razão de dificuldades operacionais derivadas da falta de padronização¹⁰³.

Além disso, os supracitados direitos creditórios, quando servirem de lastro para o CDCA e a LCA, não poderão ser penhorados, sequestrados ou arrestados em

¹⁰¹ ANDIMA. *Produtos de captação – Títulos do agronegócio – CDA e WA (Certificado de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário)*. Rio de Janeiro, 2009, p. 12.

¹⁰² ABREU, Felipe Rodrigues de. Títulos do agronegócio. In: QUEIROZ, João Eduardo Lopes; BURANELLO, Renato; BARROSO, Lucas Abreu (coord.). *Revista Brasileira de Direito do Agronegócio – RBD Agro*, Minas Gerais, IDAE, ano III, n. 4, p. 128, jan-jun. 2010.

¹⁰³ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*, cit., p. 371.

decorrência de outras dívidas do emitente desses títulos, e devem ser registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central, devendo ser os instrumentos custodiados em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia de valores mobiliários.

Diferentemente ocorre no âmbito do CRA, cujos direitos creditórios utilizados como lastro, salvo na hipótese de constituição de regime fiduciário conforme detalharemos mais adiante, podem ser penhorados, sequestrados ou arrestados por dívidas da companhia securitizadora emissora do CRA e não demandam obrigatoriamente o registro no sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central.

Outra pequena distinção que se mostra operacionalmente relevante é que o CDCA e a LCA podem ser emitidos sob a forma escritural e/ou cartular, enquanto o CRA é obrigatoriamente escritural, ou seja, meramente eletrônico.

No entanto, a principal distinção entre esses papéis são os emissores: o CDCA só pode ser emitido por cooperativas ou pessoas jurídicas relacionadas ao agronegócio; a LCA somente por instituições financeiras; e o CRA apenas por companhia securitizadora de recebíveis do agronegócio.

Verifica-se que a intenção do legislador, com a criação desses títulos eminentemente financeiros por meio da Lei 11.076/2004, foi expandir ainda mais os veículos e oportunidades de captação de recursos para todos os setores da cadeia do agronegócio, incluindo os setores de armazenamento, comercialização, industrialização e financiamento.

3.3. Natureza Jurídica

O CRA foi definido pela Lei 11.076/2004 como título de crédito nominativo, de emissão exclusiva das companhias securitizadoras, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, constituindo, assim, um título executivo extrajudicial.

Em que pese a definição legal qualificar o CRA como título de crédito, entendemos necessário fazer um breve estudo sobre títulos de crédito e valores mobiliários a fim de sabermos se realmente estamos diante de um título de crédito, de um valor mobiliário ou de ambos.

3.3.1. Título de Crédito

O título de crédito surge na sociedade como um instrumento de solução ao problema relativo à circulação do crédito. Os instrumentos até então existentes, como por exemplo o contrato de cessão de crédito, não se mostravam tão eficazes quanto à circulação rápida e efetiva do crédito, pois nesses casos o adquirente do crédito não tem conhecimento das particularidades do negócio ao qual o crédito diz respeito. Adicionalmente, o subjetivismo na circulação do crédito dificulta sua transferência, pois somente será válida a transferência de um direito quando operada pelo verdadeiro titular e de acordo com as formalidades exigidas no instrumento de origem.

A importância do crédito para a sociedade em geral, atualmente uma exigência intrínseca da economia moderna, só pode ser plenamente compreendida graças à criação dos títulos de créditos¹⁰⁴.

O título de crédito supre, portanto, a necessidade econômica de segurança e rapidez na transmissão de créditos, com sua objetivação, delimitação e incorporação em um instrumento que pode circular submetido às regras relativas à circulação de coisas móveis.

Para Fran Martins¹⁰⁵, com o aparecimento dos títulos de créditos e a possibilidade de circulação fácil dos direitos neles incorporados, o mundo na verdade ganhou um dos mais decisivos instrumentos para o desenvolvimento e o progresso.

Ao se apossar do título de crédito, observadas as regras de circulação a que esteja sujeito, seu novo titular saberá, simplesmente lendo o que nele está escrito, todos os direitos oriundos do título, pouco importando como e em qual relação ele tenha sido

¹⁰⁴ NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*, cit., p. 98.

¹⁰⁵ MARTINS, Fran. *Títulos de crédito*. 14. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 4.

gerado¹⁰⁶. Isso porque, de acordo com o artigo 887 do Código Civil, o título de crédito é o documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, produzindo efeitos apenas quando contém todos os requisitos prescritos em Lei.

O conceito de título de crédito trazida pelo Código Civil, acima mencionado, foi espelhado na definição de título de crédito criado por Cesare Vivante¹⁰⁷, que reputou o título de crédito como o documento necessário para o exercício do direito, literal e autônomo, nele mencionado.

A definição de título de crédito de Vivante, aceita pela maior parte da doutrina comercialista, apesar de concisa, é sem dúvida a mais completa e precisa, pois dela se retiram as principais características dos títulos, a saber, a negociabilidade e facilidade de circulação do crédito, e os princípios que norteiam os títulos de crédito, tais como a cartularidade, a literalidade e a autonomia.

A cartularidade pode ser resumida na necessidade de existência de uma cópia para demonstrar a existência do documento necessário para o exercício, literal e autônomo, do direito. Somente quem detém a cópia, isto é, o papel, pode exigir a satisfação do direito documentado pelo título. Essa é a característica que garante que o sujeito que postula a satisfação do crédito ali representado é mesmo o seu titular.

Para Fábio Ulhoa Coelho¹⁰⁸, o credor do título de crédito deve provar que se encontra na posse do documento para exercer o direito nele mencionado. Essa a razão pela qual o título de crédito é o documento necessário para o exercício dos direitos nele mencionados.

Apesar de essa característica ser a regra, atualmente este princípio não pode ser considerado absoluto no direito brasileiro. Há hipóteses em que os títulos podem, ou até mesmo devem, como é o caso do CRA, ser emitidos de forma escritural. O título escritural é aquele que não tem cópia, nasce e atua por via de computador, *email* ou

¹⁰⁶ CAMINHA, Uinie. *Securitização*, cit., p. 84.

¹⁰⁷ Apud COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, cit., v. 1, p. 371.

¹⁰⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, cit., v. 1, p. 375.

internet. O artigo 889, § 3.º, do Código Civil¹⁰⁹ contemplou referido formato em nossa legislação.

A flexibilização do princípio da cartularidade surge em decorrência do crescimento da utilização dos títulos de crédito, que gerou um enorme volume de documentos a ser administrado. A dificuldade operacional para a movimentação dessa enormidade de documentos fez que os títulos escriturais ganhassem força, na medida em que se verifica a inafastável agilidade e simplicidade da circulação dos títulos por meio de ambientes eletrônicos.

Nessa linha de raciocínio, Adriana Valéria Pugliesi Gardino¹¹⁰ afirma que as mudanças necessárias à implementação do uso do documento eletrônico são mais de ordem pragmática do que propriamente jurídica. A autora ainda dispõe: “uma vez que a tecnologia viabilize – e parece que já o fez ou está em vias de fazê-lo – os meios de registrar (mediante uso seguro do sistema de criptografia) o teor do documento e a sua respectiva autoria (por assinatura digital), viabilizando a função circulatória do título, estes continuarão a ter vida útil, eis que perfeitamente adaptados aos novos padrões de paradigma econômico da sociedade moderna informatizada”.

Já por princípio da literalidade deve-se entender que somente produzem efeitos os atos lançados no próprio título. Em outras palavras, tudo que está no título tem valor e é exigível e, conseqüentemente, tudo que não está no título não tem valor e não pode ser exigido.

Esse princípio dá uma enorme segurança ao credor, pois pelo que dele consta pode saber imediatamente o montante das obrigações assumidas pelos que figuram nos documentos e ao devedor na medida em que nenhum credor pode pleitear mais direitos do que os resultantes exclusivamente no conteúdo do título de crédito.

¹⁰⁹ “Art. 889. (...) § 3.º O título pode ser emitido a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e que constem da escrituração do emitente, observados os requisitos mínimos previstos neste artigo.”

¹¹⁰ GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. Títulos de crédito eletrônicos: noções gerais e aspectos processuais. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord.). *Títulos de crédito: teoria geral de títulos atípicos em face do novo Código Civil (análise dos artigos 887 a 903)*. São Paulo: Walmar, 2004. p. 22.

Rubens Requião¹¹¹ resume que o título de crédito é literal porque sua existência se regula pelo teor de seu conteúdo. Ou seja, somente o que nele está inserido ou se enuncia é que deve ser levado em consideração.

Por último, temos o princípio da autonomia, que significa que o cumprimento das obrigações assumidas por alguém no título não está vinculado a outra obrigação qualquer, mesmo ao negócio que deu lugar ao nascimento do título. É em razão da autonomia do título de crédito que o possuidor de boa-fé não tem o seu direito restringido em decorrência de negócio subjacente entre os primitivos possuidores e o devedor.

Nos ensinamentos de Fábio Ulhoa Coelho¹¹², “pelo princípio da autonomia das obrigações cambiais, os vícios que comprometem a validade de uma relação jurídica, documentada em título de crédito, não se estendem às demais relações abrangidas no mesmo documento”.

Na prática referido preceito protege o futuro credor do título, pois ainda que haja irregularidade, invalidade ou ineficácia na relação fundamental, ele não terá o seu direito prejudicado, pelo contrário, poderá exercer e exigir o direito estampado no título de crédito em referência.

Parte da doutrina sustenta que o princípio da autonomia se desdobra em outros dois subprincípios, que seriam o da abstração e o da inoponibilidade das exceções pessoais aos terceiros e boa-fé. Pela abstração, a partir do momento em que o título é colocado em circulação, ele poderá ser exigido independentemente de qualquer situação fática, ainda que tal situação tenha dado origem à formação do título. Apenas poderá ser discutida a regularidade na emissão do documento, e não mais a relação que lhe deu origem. Já pelo subprincípio da inoponibilidade das exceções pessoais aos terceiros e boa-fé, o devedor não pode alegar matéria de defesa estranha à sua relação direta com o credor, salvo se provar má-fé do credor.

¹¹¹ REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. v. II, p. 371.

¹¹² COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, cit., v. 1, p. 377.

Analisando a finalidade de criação, o conceito e os princípios formadores dos títulos de crédito, conclui-se de forma inquestionável que o CRA, independentemente da qualificação legal prevista na Lei 11.076/2004, é considerado um título de crédito específico, pois detém todos os atributos necessários para tal qualificação e se presta aos fins almejados pelos títulos de crédito.

O CRA é um instrumento, ainda que escritural, de livre negociação, que representa uma relação creditícia de dívida entre o seu emissor e o seu credor, nos exatos termos e condições mencionados no CRA, que não podem ser prejudicados por outras obrigações eventualmente assumidas pelo credor perante o emissor.

Em outras palavras, a partir da emissão do CRA, o emissor passa a dever, e credor passa a fazer jus a determinada quantia de dinheiro, nos termos e condições dispostos no CRA, independentemente de qualquer exceção oposta pelo devedor perante o credor de boa-fé.

Portanto, o CRA não pode ser confundido com outros documentos em geral, pois (i) constitui uma relação creditícia entre o seu emissor e respectivo credor; (ii) ostenta o atributo da negociabilidade, na medida em que é de livre negociação; e (iii) é um título exequível de acordo com o inciso II do artigo 35 da Lei 11.076/2004.

3.3.2. Valor Mobiliário

O conceito de valor mobiliário está diretamente relacionado ao conceito de título de crédito, na medida em que ambos têm por função a circulação de créditos. A diferença mais marcante entre ambos é que o primeiro tem por característica as relações bilaterais, enquanto o segundo se dissemina no mercado por um público indeterminado, ou seja, tem por função pulverizar o crédito em uma distribuição em massa.

Para Newton De Lucca¹¹³, o único traço distintivo entre valor mobiliário e título de crédito é que o primeiro assume, em princípio, a característica de ser negociado em

¹¹³ DE LUCCA, Newton. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Pioneira, 1979. p. 36-37.

mercado, pois envolve negócios realizados em massa. Por esse motivo cuidou a lei de proteger, por diversas formas, os titulares dos papéis.

Já o doutrinador Waldirio Bulgarelli¹¹⁴ ensina que os valores mobiliários, apesar de não se confundirem com os títulos de crédito, devem integrar a teoria geral dos títulos de crédito, pois são impregnados de várias características dos títulos de crédito.

Ary Oswaldo Mattos Filho¹¹⁵ também esclarece que valor mobiliário não se confunde com títulos de crédito por possuir características próprias. Segundo o autor são caracteres dos valores mobiliários:

- a) Contribuição para o investimento;
- b) Empreendimento comum;
- c) Expectativa de lucro;
- d) Caracterização do empreendimento;
- e) Contrato de Risco;
- f) Controle de empreendimento;
- g) Materialização do valor mobiliário; e
- h) Falta de especialização”.

Apesar de conceitualmente diferentes¹¹⁶, os valores mobiliários utilizam-se do instrumento dos títulos de créditos para atingir seus objetivos. Assim, existem títulos que podem ser considerados valores mobiliários pela legislação e outros não. A contrapartida não é verdadeira, pois nem todos os valores mobiliários poderão ser considerados títulos de crédito. Nesse sentido, Uinie Caminha¹¹⁷ escreveu: “alguns títulos de crédito, podem, caso sejam distribuídos em certas proporções e se utilizem de mecanismos determinados por lei, transmutar-se em valores mobiliários”.

A autora conclui que a razão para a utilização dos mecanismos de circulação dos títulos de crédito por parte dos valores mobiliários é que tais mecanismos funcionam;

¹¹⁴ BULGARELLI, Waldirio. Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 37, p. 111, jan.-mar. 1980.

¹¹⁵ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 59, p. 41-49, jul.-set. 1985.

¹¹⁶ Opinião diversa tem Philomeno Joaquim da Costa (*Anotações às companhias*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. v. 1 e 12, p. 197 e 203, respectivamente) quando, apesar de ressaltar que essa distinção não tem qualquer valia teórica, classifica os títulos de crédito quanto à sua duração em valores mobiliários e efeitos de comércio. Adiante confirma seu entendimento, novamente afirmando serem valores mobiliários espécies de títulos de crédito.

¹¹⁷ CAMINHA, Uinie. *Securitização*, cit., p. 91.

logo, não haveria necessidade de criação de novas formas de circulação para os valores mobiliários, se eles podem-se utilizar de uma já bem-sucedida.

A importância da definição de valor mobiliário decorre do fato de que cabe à CVM, órgão estatal criado pela Lei 6.385/1976, entre outras funções, disciplinar, regular e fiscalizar, exclusivamente, esse segmento do sistema financeiro nacional, visando promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado. Na hipótese de oferta, intermediação, negociação ou distribuição de valores mobiliários, a competência é da CVM. Já na hipótese de negócios envolvendo qualquer outro ativo financeiro que não seja valor mobiliário, a competência é do Banco Central. Daí a importância de definir o que é valor mobiliário.

O legislador brasileiro, inicialmente, sob forte influência do direito francês, optou por restringir a definição de valor mobiliário e enumerar os instrumentos que eram qualificados como valores mobiliários, conforme artigo 2º da Lei 6.385/1976¹¹⁸.

Com base no inciso III do dispositivo legal acima mencionado, posteriormente o CMN ampliou o rol de instrumentos, acrescentando, por exemplo, a nota promissória por meio do normativo da Resolução 1.723, de 27 de junho de 1990, e debêntures emitidas por companhias securitizadoras de créditos financeiros via Resolução 2.493, de 7 de maio de 1998. Esse rol de valores mobiliários também foi aumentado por meio de outras leis e decretos-lei editados pelo Poder Executivo¹¹⁹.

Pode-se observar que o rol de valores mobiliários foi sendo ampliado e construído conforme a necessidade do mercado a cada momento. Toda vez que a

¹¹⁸ “Art. 2.º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

I – as ações, as partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;

II – os certificados de depósitos de valores mobiliários;

III – outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Parágrafo único. Excluem-se do regime desta Lei:

I – os títulos da dívida federal, estadual ou municipal;

II – os títulos cambiais de responsabilidades de instituição financeira, exceto as debêntures.”

¹¹⁹ Passaram a qualificar como valores mobiliários (i) pelo Decreto-lei 2.286, de 23 de julho de 1986, os índices representativos de carteiras de ações e opções de compra e venda de valores mobiliários; (ii) pelo Decreto-lei 2.298, de 21 de novembro de 1986, os títulos emitidos pelas companhias beneficiárias de recursos oriundos de incentivos fiscais; (iii) pela Lei 8.668, de 25 de junho de 1993, as cotas dos fundos de investimento imobiliário; e (iv) pela Lei 8.685, de 20 de julho de 1993, os certificados de investimento em obras audiovisuais.

definição legal de valor mobiliário se mostrou insuficiente, o ato regulatório ou legislativo ampliava sua definição¹²⁰.

Nesse contexto, prevendo a ineficiência da regulamentação existente, o governo publicou, em 8 de janeiro de 1998, a Medida Provisória 1.637, depois convertida na Lei 10.198, de 14 de fevereiro de 2001, que passou a definir como valor mobiliário não apenas aqueles que já se encontravam previstos na legislação em vigor, mas também quaisquer contratos de investimento oferecidos ao público investidor que aplica seus recursos na expectativa de obter lucro, não tendo, no entanto, controle direto sobre o empreendimento.

Em realidade, a apresentação dos valores mobiliários na lei evidencia uma metodologia “dúplice”, na medida em que, de um lado, efetivamente enumera determinados ativos, para, de outro, em seguida enunciar um conceito geral que a rigor abarcaria toda e qualquer hipótese de acesso ao mercado.

A definição de valores mobiliários da Lei 10.198/2001 tem clara inspiração no direito norte-americano. Nos Estados Unidos da América também houve inicialmente controvérsia acerca do que deveria ou não estar incluído na incidência da lei (no caso, inicialmente o *Securities Act*, de 1933), e a definição norte-americana de valor mobiliário, em inglês *security*, originou-se de construção jurisprudencial, na decisão dada no chamado “Caso Howey”, na qual foram dadas todas as características básicas do que se considerava uma autêntica *security*¹²¹.

Finalmente, por meio da Lei 10.303, de 31 de outubro de 2001, o governo alterou novamente os valores mobiliários de forma a incorporar novas espécies. A vantagem do alargamento desse conceito é que, assim, evita-se a reformulação periódica da legislação sobre mercado de capitais. A doutrina, há muito tempo, defendia a necessidade e vantagens de um conceito mais amplo de valores mobiliários¹²².

¹²⁰ ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. O sistema de distribuição de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2006. p. 16.

¹²¹ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista Forense*, Rio de Janeiro, v. 14, p. 195-206, 1974.

¹²² MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário, cit., p.30.

A lei, assim, prevê que, além dos instrumentos listados taxativamente no artigo 2.º, serão valores mobiliários sujeitos ao seu regime, “quando ofertados publicamente, quaisquer (...) títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”¹²³.

Há algumas conclusões a tirar dessa definição legal. Nos termos da lei, o principal condicionante a qualificar um dado título como valor mobiliário é o caráter público de sua oferta. Isto significa que embora um título, mesmo que não esteja no rol exemplificativo, possa ser emitido de forma privada, o contexto prático de sua oferta a terceiros pode eventualmente transformá-lo num valor mobiliário, sujeitando assim o seu ofertante aos ditames da Lei 6.385/1976. Logo, algo que na origem não é valor mobiliário pode nele se transformar, em função da forma como é oferecido e/ou negociado junto a terceiros outros que não os participantes da relação original.

Porém, isto isoladamente não basta; é preciso que no momento da oferta o potencial adquirente do título não tenha relação direta com o emissor. Tal elemento é fundamental para a caracterização do valor mobiliário como espécie normativa, dado que a interação direta com o emissor de um título pressupõe não apenas que o seu detentor teve acesso a informações suficientes à tomada de sua decisão, como também uma possibilidade maior de fazer valer o seu direito ou de reaver o seu crédito. É justamente em vista dessa “despersonalização” das relações, típica do mercado de capitais, que se pressupõe a necessidade de um maior nível de proteção a quem nele realize seus negócios.

Nesse contexto, deve-se entender que o CRA, título de crédito por natureza, pode ser qualificado também como valor mobiliário a depender da forma como é ofertado ao seu destinatário. Se for ofertado publicamente, de forma indiscriminada e despersonalizada, visando à captação de recursos do público em geral, o CRA também será qualificado como valor mobiliário, estando, portanto, sujeito à competência da CVM. Por outro lado, caso o CRA seja emitido de forma privada, para determinado

¹²³ Conforme a Lei 6.385/1976, art. 2.º, inciso IX.

investidor em especial, o instrumento não será considerando valor mobiliário, portanto estará fora da competência de fiscalização da CVM e dentro do Banco Central.

3.4. Emissão e Requisitos Legais

Como já mencionado neste trabalho, o CRA é um título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, lastreado em direitos creditórios do agronegócio, de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios, criado com o intuito de fomentar a securitização agrícola e viabilizar a captação de recursos no mercado financeiro e de capitais.

Por se tratar de título de crédito vinculado ao fomento do agronegócio, a lei determina que o CRA deva ter lastro em direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais e suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, industrialização ou comercialização de produtos agropecuários¹²⁴. Esses direitos creditórios do agronegócio, diferentemente do que ocorre no CDCA e na LCA¹²⁵, não precisam necessariamente ser registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil.

Em virtude de ser destinado a intensa circulação no mercado financeiro e de capitais, o CRA deverá, obrigatoriamente, ser emitido na forma escritural, consoante enunciado no artigo 37, § 1.º, da Lei 11.076/2004, não se admitindo a forma cartular. Isso quer dizer que o CRA deverá nascer, circular e se extinguir no mundo eletrônico.

O CRA, para ser emitido de forma escritural, deve ser registrado em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil. Todos os atos posteriores à emissão serão registrados em sistema eletrônico, sem prejuízo à inexistência de um suporte físico. Trata-se de um título com permissão legal para ser emitido e circular exclusivamente sob a forma eletrônica.

¹²⁴ A extensão e definição de direitos creditórios do agronegócio, necessários e aptos a lastrear CRAs, será objeto de estudo em item próprio.

¹²⁵ Os direitos creditórios do agronegócio vinculados ao CDCA e à LCA serão obrigatoriamente registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizada pelo Banco Central do Brasil, de acordo, respectivamente, com os arts. 25, § 1.º, 27, parágrafo único, inciso I, ambos da Lei 11.076/2004.

Dessa forma, a circulação do CRA dependerá de anotação do negócio efetuada no sistema de registro e liquidação financeira no qual estiver previamente registrado. A transmissão será procedida por meio de anotação na entidade de registro, sendo a entidade registradora a responsável pela manutenção do registro da cadeia de negócios ocorridos com os títulos registrados no sistema.

A expressão “endosso”, contida no artigo 44 da Lei 11.076/2004, aplicável ao CRA pode parecer, a uma primeira leitura, incongruente com um título escritural, pois o endosso físico somente se faz presente em títulos cartulares. Entretanto, interpretando a passagem do diploma legal de forma teleológica, é forçoso reconhecer que o legislador, ao mencionar “endosso”, quis se referir a endosso eletrônico, vale dizer, ato de registro da transferência da titularidade daquele direito creditório na entidade de registro eletrônico.

Este também é o entendimento de Felipe Rodrigues de Abreu¹²⁶, que ensinou quando escreveu sobre o tema: “Tendo em vista e presumindo-se que o legislador soube se expressar, chega-se ao entendimento de que o registro da operação da transferência no sistema de registro e liquidação financeira corresponde a uma espécie de endosso, de natureza virtual”.

Convém destacar que, apesar de escritural, o CRA tem origem em um documento físico denominado “termo de securitização”, conforme o inciso VII do artigo 37 da Lei 11.076/2004. De acordo com a legislação aplicável, portanto, a operacionalização da securitização de direitos creditórios do agronegócio via CRA dá-se por meio da emissão de um termo de securitização no qual se encontram listados todos os direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro para a emissão do CRA.

O referido termo de securitização deverá ser lavrado pela companhia securitizadora e conterá obrigatoriamente os elementos elencados no artigo 40 da Lei 11.076/2004¹²⁷.

¹²⁶ ABREU, Felipe Rodrigues de. Títulos do agronegócio, cit., p. 132.

¹²⁷ “Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização

Com relação ao CRA, o artigo 37 da Lei 11.076/2004¹²⁸ estabelece como requisitos mínimos necessários que devem ser lançados em seu contexto.

Renato Buranello e Ana Leandro¹²⁹ observam que os requisitos mínimos exigidos pela legislação a serem lançados no contexto do CRA são muito semelhantes aos requisitos exigidos para a emissão de CDCA. Para os autores, o grande diferencial é a imprescindibilidade do termo de securitização no CRA.

Dentre as características exigidas em lei, podemos citar como principais a possibilidade de pagamento parcelado, bem como a estipulação de taxas de juros fixas ou flutuantes, admitida a capitalização.

Além disso, vale salientar que o CRA pode dispor de garantias reais ou fidejussórias, livremente negociadas entre as partes, inclusive garantia flutuante que assegurará ao seu detentor privilégio geral sobre o ativo da companhia securitizadora, mas não impedirá a negociação dos bens que compõem esse ativo¹³⁰, ou seja, sua alienação, oneração e atos de disposição com fins à constrição judicial, tal qual previsto nos artigos 12 e 34 da Lei 11.076/2004, que dizem respeito respectivamente a CDA/WA, a CDCA e a LCA.

de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos:

- I - identificação do devedor;
- II - valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado;
- III - identificação dos títulos emitidos;
- IV - indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas.”

¹²⁸ “Art. 37. O CRA terá os seguintes requisitos, lançados em seu contexto:

- I - nome da companhia emitente;
- II - número de ordem, local e data de emissão;
- III - denominação "Certificado de Recebíveis do Agronegócio";
- IV - nome do titular;
- V - valor nominal;
- VI - data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas;
- VII - taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida a capitalização;
- VIII - identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem. (...).”

¹²⁹ BURANELLO, Renato M.; LEANDRO, Ana. Securitização de títulos e certificado de recebíveis do agronegócio. In: BURANELLO, Renato M.; SOUZA, André Ricardo Passos; PERIN JUNIOR, Ecio (coord.). *Direito do agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 542.

¹³⁰ Conforme o art. 37, § 2.º, da Lei 11.076/2004.

Importante relembrar nesse contexto de garantias que a emissão de CRA, para comportar maiores garantias aos investidores e, conseqüentemente, se tornar mais atrativa, poderá contar com regime fiduciário, sendo que nesse caso a previsão deverá constar do termo de securitização.

Além disso, o termo de securitização deverá conter a nomeação do agente fiduciário com seus respectivos deveres, suas responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses de substituição e destituição, e as normas que deverão nortear sua atuação, conforme redação dada pelo artigo 10 da Lei 9.514/1997.

Em existindo, o patrimônio separado será integrado pelos direitos creditórios do agronegócio adquiridos, que, por sua vez, não poderão ser afetados por nenhuma dívida e/ou obrigação da emissora do CRA, inclusive em caso de falência¹³¹, com exceção das dívidas trabalhistas e fiscais ressalvadas pelo artigo 76 da Medida Provisória 2.158-35/2001. Em não existindo o regime fiduciário, não haverá a constituição do patrimônio separado, e qualquer credor da companhia securitizadora poderá buscar satisfazer seus créditos mediante excussão de quaisquer bens existentes no patrimônio da securitizadora, incluindo os direitos creditórios vinculados ao CRA¹³².

O regime fiduciário estará automaticamente extinto quando ocorrer o resgate de todos os CRAs da série que fora garantida pelo termo de securitização de créditos.

Válido ressaltar, por fim, que a legislação aplicável não veda a emissão de CRA com valor superior ao valor total dos direitos creditórios a ele vinculados, como fez expressamente com a LCA e o CDCA¹³³. Entretanto, é prudente e recomendável a manutenção da paridade mínima de 1 (um) para 1 (um) entre lastro e CRA, em termos de valor. Interessante que o legislador permitiu, ainda, a variação do valor nominal do CRA, desde que exista cláusula expressa igual à prevista nos direitos creditórios.

¹³¹ Este tema será analisado em maiores detalhes no capítulo 4.

¹³² COELHO, Fábio Ulhoa. Títulos do agronegócio, cit., p. 374.

¹³³ O art. 28 da Lei 11.076/2004, que regula as disposições comuns aplicáveis à LCA e ao CDCA, destaca que o valor do respectivo título emitido não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios a ele vinculados.

3.5. Direitos Creditórios do Agronegócio Elegíveis como Lastro

Para a compreensão do conceito de direitos creditórios do agronegócio, necessitamos primeiramente identificar alguns elementos e definições legislativas, motivo pelo qual, excepcionalmente neste item, alguns dispositivos legais serão transcritos.

A definição de direitos creditórios do agronegócio está prevista no parágrafo único do artigo 23 da Lei 11.076/2004, que assim dispõe:

“Artigo 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito:

I – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA;

II – Letra de Crédito do Agronegócio – LCA;

III – Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA;

Parágrafo único. Os títulos de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre *produtores rurais*, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a *produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização* de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária” (grifos nossos).

A princípio, conforme determinado no dispositivo legal acima, para que possamos caracterizar os direitos creditórios do agronegócio, necessitamos então compreender o conceito de produtor rural. Assim, na tentativa de melhor detalhar referido conceito, e diante da inexistência de definição dessa figura na legislação que rege o tema, indicamos a aplicação, por analogia, do conceito descrito na Instrução Normativa MPS/SRP 03, de 14 de julho de 2005:

“(...) A pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos (...)”.

Ainda sobre o conceito de Produtor Rural, é importante destacar aquele constante no Projeto de Lei do Senado 325/2006, que atualmente tramita no Congresso Nacional dispendo sobre o Estatuto do Produtor Rural, e que conceitua essa figura da seguinte forma:

“I – Produtor Rural: pessoa física ou jurídica que explora a terra, com fins econômicos ou de subsistência, por meio de agricultura, da pecuária, da silvicultura, do extrativismo sustentável, da aqüicultura, além das atividades não agrícolas que contribuam para o desenvolvimento da agricultura e para o progresso do meio rural, respeitada a função social da terra”.

Analisando os conceitos acima, poderíamos chegar à equivocada conclusão de que somente os negócios realizados por pessoas físicas ou jurídicas que desenvolvam atividade na produção agropecuária primária, pesqueira ou silvicultural, atividades de produção agropecuárias em sentido estrito, estariam aptos a gerar direitos creditórios do agronegócio. Ocorre que tal interpretação diminuiria a abrangência dos negócios capazes de originar referidos direitos creditórios, fugindo claramente à vontade do legislador, cuja motivação da própria lei, é o financiamento de toda a cadeia agroindustrial, como se pode ver no destaque das demais atividades econômicas do próprio parágrafo único citado.

Com efeito, como vimos anteriormente, desde 1994 a legislação do agronegócio brasileiro conta com um instrumento valioso para o financiamento das atividades ligadas a esse segmento. Estamos nos referindo à CPR, instituída pela Lei 8.929/1994. Podemos dizer que esse pioneiro instrumento jurídico propicia àquele produtor rural diretamente ligado à atividade de “produção agropecuária”¹³⁴ a possibilidade de obtenção de crédito junto aos agentes financeiros, já que a CPR é título de crédito representativo de entrega de produtos rurais.

Assim, fosse o interesse do legislador restringir o conceito de produtor rural àqueles agentes que desenvolvam única e exclusivamente atividades diretamente ligadas à produção agropecuária, vale dizer, atividades diretamente ligadas ao campo e exploração da terra, não teria ido além, já que em tese a CPR se mostrara um instrumento eficiente e suficiente ao suprimento das necessidades de crédito de tal produtor rural em sentido estrito, bem como de suas cooperativas e associações.

Contudo, não foi isso que ocorreu, e o legislador foi além e editou, em 30 de dezembro de 2004, a Lei 11.076, que trouxe outros instrumentos jurídicos de importância para o financiamento do agronegócio e que não estão mais direta e

¹³⁴ Expressão aqui utilizada no sentido de atividade diretamente ligada ao cultivo e produção de gêneros agrícolas, pecuários e de pesca.

estritamente ligados à atividade de produção agropecuária direta. Com efeito, o diploma legal de 2004 trouxe, entre outros instrumentos, o CDA e o WA, que como vimos estão ligados à atividade de armazenamento de produtos agropecuários, já que de emissão exclusiva de armazéns agropecuários. Ou seja, tais títulos se prestam àqueles agentes que desenvolvem atividades que extrapolam o âmbito da produção agropecuária, já que no caso destinam-se àqueles que desenvolvem atividade de armazenamento de produtos agropecuários, muitas vezes longe do campo.

Há ainda, no mesmo diploma legal, a instituição do CDCA, título representativo de promessa de pagamento em dinheiro e de emissão exclusiva de cooperativas de produtores rurais e de outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária. Nesse caso, o texto legal é claro ao direcionar o título em questão às atividades que já não guardam relação direta e exclusiva da produção agropecuária, ou seja, comercialização, beneficiamento e industrialização de produtos agropecuários.

Assim, tanto a criação do CDA e do WA, como a do CDCA por si sós demonstram a *mens legis* da Lei 11.076/2004, qual seja criar mecanismos e instrumentos que viabilizassem o financiamento de toda a cadeia agroindustrial, seja de forma direta ou indireta, conforme a extensão das atividades previstas no parágrafo único do artigo 23 da Lei 11.076/2004.

Portanto, podemos dizer que os novos títulos do agronegócio vieram para englobar, de fato, toda a cadeia agroindustrial, e que cada um deles tem sua função específica dentro desse segmento econômico, ou seja: a CPR está ligada diretamente à produção; o CDA/WA, diretamente ligado ao armazenamento e comercialização dos produtos agropecuários, e o demais títulos (CDCA, LCA e CRA) estão ligados ao financiamento de todas as atividades sobrepostas dentro de uma cadeia agroindustrial.

Dessa forma, podemos dizer que o CDCA, a LCA e o CRA são títulos vinculados a direitos de crédito originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros. Com esses novos títulos, o mercado de capitais será, de fato, uma alternativa ao financiamento do agronegócio, ampliando-se a liquidez

ao longo das cadeias produtivas. Esses novos instrumentos possibilitarão o refinanciamento às empresas do agronegócio, constituindo instrumentos de mitigação de riscos e de captação de recursos para ampliação da oferta e redução do custo de crédito para o agronegócio brasileiro.

Nesse contexto, entendemos que o conceito de produtor rural, especialmente para os fins destinados ao financiamento de suas atividades, deverá ser ampliado a fim de abarcar não só as pessoas diretamente ligadas às atividades de produção agropecuária em sentido estrito, mas também todos os agentes envolvidos de forma direta ou indireta na cadeia produtiva do agronegócio.

Portanto, devemos entender que o conceito de produtor rural está inserido dentro de um conceito maior, que é o da cadeia agroindustrial, devendo, portanto, ser considerado como tal toda e qualquer pessoa que desenvolva atividade agroindustrial, sendo esta o conjunto de atividades compreendidas entre a fabricação e suprimentos de insumos, da formação e produção nas unidades agropecuárias, até o processamento, acondicionamento, armazenamento, distribuição e consumo dos produtos *in natura* ou industrializados.¹³⁵

Diante de tais evidências, podemos concluir que uma análise correta do parágrafo único do artigo 23 da Lei 11.076/2004 deve considerar toda atividade relacionada à “produção agroindustrial”¹³⁶ realizada entre todos os agentes que de forma direta ou indireta fomentam a cadeia produtiva agroindustrial, e não somente considerar uma definição estrita e ultrapassada de produtor rural, restando clara a amplitude das atividades relacionadas ao agronegócio constante do dispositivo citado.

3.6. Formas de Colocação no Mercado Financeiro e de Capitais

Com a finalidade de atingir o objetivo de fomentar a securitização no setor do agronegócio, o CRA, após emitido, será ofertado ao mercado visando à captação de

¹³⁵ BURANELLO, Renato M. Novos títulos para o financiamento do agronegócio. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, Forense, v. 137, p. 159, 2005.

¹³⁶ Expressão utilizada no sentido de alcançar todas as atividades desenvolvidas ao longo da cadeia produtiva agropecuária, ou seja, desde o cultivo, passando pela colheita, armazenagem, beneficiamento, industrialização, distribuição e comercialização de gêneros agropecuários.

recursos junto aos investidores. Essa oferta de CRA poderá ocorrer de forma pública ou privada.

A importância da definição da forma de colocação do CRA decorre do fato de que, sendo uma oferta pública¹³⁷, a emissão deverá observar e respeitar uma série de normas legais e regulatórias específicas, bem como sujeitará a oferta à fiscalização direta da CVM.

Para se definir se a oferta de CRA é pública ou privada, opções invariavelmente excludentes, indispensável se faz definir o que é oferta pública¹³⁸. Caso a oferta não se enquadre nos elementos caracterizadores da oferta pública de distribuição, restará definido que se trata de uma oferta privada. Em contrapartida, caso presentes os elementos caracterizadores da oferta pública, concluir-se-á que não se está diante de uma oferta privada.

Nesse sentido, para facilitar o entendimento, passamos a discorrer sobre oferta pública e seus elementos.

3.6.1. Oferta Pública

A Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976, apresenta, em seu artigo 19¹³⁹, hipóteses exemplificativas de ofertas públicas. É de se notar que a lei não estabelece um conceito fechado e estanque de oferta pública, limitando-se apenas a enunciar casos em que esta pode ficar caracterizada na prática como pública.

¹³⁷ Utilizamos no presente trabalho a expressão “oferta pública” como sinônimo da expressão “emissão pública”, conforme ensina Nelson Eizirik em: *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992. p. 13.

¹³⁸ O ordenamento jurídico brasileiro, em vez de definir e/ou distinguir oferta privada e oferta pública, limitou-se a enunciar algumas hipóteses em que esta última vem a se caracterizar.

¹³⁹ “Art. 19. Nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro na Comissão. (...) § 3.º Caracterizam a emissão pública: I – a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios destinados ao público; II – a procura de subscritores ou adquirentes para os títulos por meio de empregados, agentes ou corretores; III – a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público, ou com a utilização dos serviços públicos de comunicação.”

Posteriormente, o artigo 3.º da Instrução CVM 400/2003, que regulamentou o artigo 19 da Lei 6.385/1976, apesar de também não definir oferta pública, elencou os elementos objetivos que caracterizam a oferta pública. São eles:

- (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 na Instrução CVM 400, 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; e
- (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.

Apesar desse avanço, importante atentar que os elementos objetivos acima descritos são meramente exemplificativos. Outros instrumentos que busquem captar

recursos da poupança popular, desde que não individualizados os destinatários da oferta, também podem ser considerados como caracterizadores de oferta pública.

Além disso, a caracterização de uma oferta como pública não pode ser definida, única e exclusivamente, com base nesses elementos objetivos, apesar de os dispositivos legais e regulamentares mencionarem apenas os elementos objetivos. Para determinar a natureza de uma oferta, imperioso se faz levar em consideração os destinatários da oferta.

A oferta pública é caracterizada, principalmente, por ser direcionada a um grupo indeterminado de pessoas. No momento da oferta deve existir uma indeterminação dos destinatários.

A indagação a ser feita então seria quantos investidores bastariam para a caracterização das ofertas públicas. A regulamentação em vigor não estabelece efetivamente quantos investidores bastariam ou deveriam dela participar para caracterizá-la como pública.

Há de se entender que a essência da oferta pública está contida na ausência de individualização do ofertado, ainda que este se encontre em um grupo determinado de pessoas. Portanto, para se distinguir a oferta pública da privada, há de se verificar a indeterminação dos ofertados.

Nelson Eizirik¹⁴⁰ inclui como pressuposto para distinguir uma distribuição pública de uma privada, além dos elementos objetivos e da indeterminação dos ofertados, outros dois elementos subjetivos adicionais, quais sejam: a qualificação e a disponibilidade de informação do ofertado. No entendimento do autor, pode ser considerada privada uma oferta em que o ofertado é sofisticado a ponto de não demandar proteção estatal e/ou uma oferta em que o investidor tenha informações da companhia por ocasião do registro da oferta, de modo a lhe permitir uma avaliação completa dos riscos do investimento.

¹⁴⁰ EIZIRIK, Nelson. *Mercaido de capitais*, cit., p. 147.

Assim sendo, as ofertas acessíveis ao público devem se processar em condições especiais nos termos da lei e da regulamentação em vigor, com todas as informações necessárias à tomada da decisão por parte dos investidores¹⁴¹, denotando-se aqui que o acesso aos ativos ofertados, em função da “despersonalização” dos relacionamentos no mercado de capitais, não pode se dar sem a supervisão e prerrogativa de atuação por parte da CVM, cujas principais atribuições são:

- (i) disciplinar o registro e fiscalizar as companhias de capital aberto;
- (ii) fiscalizar o mercado acionário, o mercado de derivativos financeiros, bem como o funcionamento, a organização e as operações das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, além dos mercados de balcão;
- (iii) fiscalizar o registro, a emissão e a negociação dos títulos e valores mobiliários;
- (iv) proteger os titulares de valores mobiliários contra emissões irregulares e atos ilegais de administradores e acionistas de carteira de valores mobiliários;
- (v) disciplinar acerca da suspensão de emissão, distribuição ou negociação de determinado valor mobiliário ou decretar recesso de Bolsas de Valores;
- (vi) evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários negociados no mercado;
- (vii) autorizar o credenciamento de auditores independentes e administradores de carteiras de valores mobiliários;

¹⁴¹ A Instrução CVM 400 determina a elaboração de prospecto para a realização de ofertas públicas, o qual é dispensado somente em situações bastante específicas. O prospecto apresenta uma extensa lista de informações a serem disponibilizadas ao público, conforme descrito no Anexo III à Instrução CVM 400, e constitui documento fundamental para a correta e adequada avaliação dos títulos que estão sendo ofertados, juntamente com a análise do Formulário de Referência, previsto na Instrução CVM 480, no que tange ao emissor.

- (viii) disciplinar e fiscalizar a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; e
- (ix) fiscalizar e regulamentar os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

3.7. Atrativos Tributários

Como forma de atrair mais recursos para o setor do agronegócio e, conseqüentemente, atender os objetivos de criação do CRA, o governo criou um regime especial de tributação que envolve a desoneração (i) dos rendimentos positivos dos investidores pessoas físicas de CRAs, e (ii) da operação de aquisição de CRAs.

No que tange à desoneração da renda, preliminarmente, cumpre-nos observar que, em decorrência da natureza do CRA, os resultados positivos percebidos pelos investidores serão tributados como operações financeiras de renda fixa. Nas palavras de Roberto Quiroga Mosquera¹⁴², uma determinada operação será considerada de “renda fixa” quando:

“da sua realização houver estipulação de remuneração ou juros, não a tornando sujeita, portanto, a variações de natureza aleatória. Nas aplicações financeiras de renda fixa, há necessidade de se estipular a remuneração quando da contratação da operação. Nessa oportunidade, as partes contratantes já fixam o valor, em percentuais, da renda a ser auferida, não havendo qualquer hipótese de existência de um evento sujeito à álea ou à imprevisibilidade”.

A tributação de renda fixa, regulada pela Lei 8.981/1995 e alterações posteriores, é realizada mediante o método de retenção na fonte, ou seja, é a fonte pagadora dos rendimentos, por ocasião do pagamento desses valores, a responsável pelo recolhimento do imposto. O fato gerador do imposto de renda retido na fonte (IRRF) é a percepção de lucro nos investimentos de renda fixa. O valor do lucro, ou seja, a diferença positiva entre o valor resultante e o valor investido originalmente, descontado o IOF, é o valor tributável pelo IRRF.

¹⁴² MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. p. 1985.

A partir de 1.º de janeiro de 2005, com a entrada em vigor da Lei 11.033/2004, a tributação de rendimentos decorrentes de títulos de renda fixa foi alterada, sendo estabelecidas alíquotas diversas em razão do tempo de aplicação dos recursos. Assim, os rendimentos dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRAs) são tributados nos moldes da tabela regressiva do IRRF, às alíquotas de:

- (i) 22,5% quando os investimentos forem realizados com prazo de até 180 (cento e oitenta) dias;
- (ii) 20% quando os investimentos forem realizados com prazo de 181 (cento e oitenta e um) dias até 360 (trezentos e sessenta) dias;
- (iii) 17,5% quando os investimentos forem realizados com prazo de 361 (trezentos e sessenta e um) dias até 720 (setecentos e vinte) dias;
- (iv) 15% quando os investimentos forem realizados com prazo superior a 721 (setecentos e vinte e um) dias.

Os prazos de aplicação são contados da data em que o investidor efetuou o investimento, até a data do resgate, conforme o artigo 1.º da Lei 11.033/2004 e o artigo 65 da Lei 8.981/1995.

Não obstante o disposto acima, há regras específicas aplicáveis a cada tipo de investidor, conforme sua qualificação como pessoa física, pessoa jurídica, inclusive isenta, fundo de investimento, instituição financeira, sociedade de seguro, de previdência privada, de capitalização, corretora de títulos, valores mobiliários e câmbio, distribuidora de títulos e valores mobiliários, sociedade de arrendamento mercantil ou investidor estrangeiro.

O IRRF retido, na forma descrita acima, das pessoas jurídicas não financeiras tributadas com base no lucro real, presumido ou arbitrado, é considerado antecipação do imposto de renda devido, gerando o direito a ser reduzido do Imposto de Renda da Pessoa Jurídica (IRPJ) apurado em cada período de apuração, nos termos do artigo 76, I, da Lei 8.981/1995. O rendimento também deverá ser computado na base de cálculo do

IRPJ e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). As alíquotas do IRPJ correspondem a 15% (quinze por cento) e adicional de 10% (dez por cento), sendo o adicional calculado sobre a parcela do lucro real que exceder o equivalente a R\$ 240.000,00 (duzentos e quarenta mil reais) por ano. A alíquota da CSLL, para pessoas jurídicas não financeiras, corresponde a 9% (nove por cento).

Os rendimentos em CRAs auferidos por pessoas jurídicas não financeiras não integram atualmente a base de cálculo da Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) e da Contribuição ao Programa de Integração Social (PIS), caso a respectiva pessoa jurídica apure essas contribuições pela sistemática cumulativa. Por outro lado, no caso de pessoa jurídica tributada de acordo com a sistemática não cumulativa, tais contribuições incidem, atualmente, à alíquota zero sobre receitas financeiras.

Com relação aos investimentos em CRAs realizados por instituições financeiras, fundos de investimento, seguradoras, entidades de previdência privada fechadas, entidades de previdência complementar abertas, sociedades de capitalização, corretoras e distribuidoras de títulos e valores mobiliários e sociedades de arrendamento mercantil, há dispensa de retenção do IRRF.

Não obstante a isenção de retenção na fonte, os rendimentos decorrentes de investimento em CRAs por essas entidades, em regra e à exceção dos fundos de investimento, serão tributados pelo IRPJ à alíquota de 15% (quinze por cento) e adicional de 10% (dez por cento) e pela CSLL, à alíquota de 15% (quinze por cento). As carteiras de fundos de investimentos, exceto fundos imobiliários, estão, em regra, isentas de imposto de renda, de acordo com o artigo 28, § 10, da Lei 9.532/1997. Ademais, no caso das instituições financeiras, os rendimentos decorrentes de investimento em CRAs estão potencialmente sujeitos à Contribuição ao PIS e à COFINS às alíquotas de 0,65% (sessenta e cinco centésimos por cento) e 4% (quatro por cento), respectivamente.

Para as pessoas físicas, a remuneração produzida por CRAs fica isenta do imposto de renda na fonte e na declaração de ajuste anual, independentemente da data de emissão do referido certificado, a partir de 13 de junho de 2006, Conforme

disposição incorporada ao artigo 3.º, IV, da Lei 11.033/2004¹⁴³ pelo artigo 7.º da Lei 11.311/2006.

Frise-se, no entanto, que os ganhos de capital auferidos por pessoa física estarão sujeitos ao imposto de renda, nos termos da legislação em vigor na data da ocorrência do fato gerador, conforme disposto no artigo 44 da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil 1.043/2010.

Em relação aos investidores residentes, domiciliados ou com sede no exterior, aplica-se, como regra geral, o mesmo tratamento cabível em relação aos rendimentos e ganhos percebidos pelos residentes no País. Por sua vez, há um regime especial de tributação aplicável aos rendimentos e ganhos auferidos pelos investidores estrangeiros cujos recursos adentrarem o País de acordo com as normas do Conselho Monetário Nacional, mais especificamente a Resolução CMN 2.689/2000. Segundo a legislação fiscal em vigor (artigo 66 da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil 1.022/2010), é isenta do IRRF a remuneração oriunda dos CRAs paga a pessoas físicas residentes ou domiciliadas no exterior, inclusive as realizadas por residentes ou domiciliados em país que não tribute a renda ou que a tribute à alíquota máxima inferior a 20%, qualificados como paraísos fiscais.

Por outro lado, os rendimentos auferidos por investidores estrangeiros que não sejam pessoas físicas estão sujeitos à incidência do imposto de renda à alíquota de 15%, ao passo que os ganhos realizados com CRAs em ambiente de bolsa de valores são isentos de tributação. Em relação aos investimentos oriundos de países que se enquadram no conceito de paraíso fiscal, adotado pela legislação brasileira, a remuneração auferida com os Certificados de Recebíveis do Agronegócio será tributada pelo IRRF segundo a tabela regressiva (de 22,5% a 15%), conforme o prazo entre o início do investimento e o pagamento de cada uma das parcelas de remuneração.

¹⁴³ “Art. 3.º Ficam isentos do imposto de renda: (...) IV – na fonte e na declaração de ajuste anual das pessoas físicas, a remuneração produzida por Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, Warrant Agropecuário – WA, Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, instituídos pelos arts. 1.º e 23 da Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004; (...)”

Já quanto à desoneração da operação de aquisição de CRAs, vale mencionar que, em regra, nas operações de aquisição, cessão, resgate, repactuação ou pagamento para liquidação de títulos e valores mobiliários incide o imposto sobre operação de crédito, câmbio e seguro, ou relativas a títulos e valores mobiliários (IOF), instituído pela Lei 8.894, de 21 de junho de 1994.

O IOF foi instituído tendo como fato gerador: (i) operações de crédito realizadas (a) por instituições financeiras, (b) por empresas cuja atividade seja *factoring*, (c) entre pessoas jurídicas ou entre pessoa jurídica e pessoa física; (ii) operações de câmbio; (iii) operações de seguro realizadas por seguradoras; (iv) operações relativas a títulos ou valores mobiliários; e (v) operações com ouro, ativo financeiro ou instrumento cambial.

As operações de câmbio relacionadas aos investimentos estrangeiros realizados nos mercados financeiros e de capitais de acordo com Resolução CMN 2.689, inclusive por meio de operações simultâneas, incluindo as operações de câmbio relacionadas aos investimentos em CRAs, estão sujeitas à incidência do IOF à alíquota zero no ingresso e à alíquota zero no retorno dos recursos, conforme o artigo 15-A, inciso XXIII, do Decreto 6.306, de 14 de dezembro de 2007¹⁴⁴, e alterações posteriores.

Já as operações de aquisição, cessão e/ou transferência de CRA, estão sujeitas à alíquota zero do IOF, conforme o artigo 32, § 2.º, inciso V, do Decreto 6.306/2007¹⁴⁵ e alterações posteriores.

Evidente que por ser um tributo de natureza extrafiscal, pois também serve de instrumento de política monetária, em qualquer caso a alíquota do IOF para essas transações pode ser majorada.

¹⁴⁴ “Art. 15-A. A alíquota do IOF fica reduzida para trinta e oito centésimos por cento, observadas as seguintes exceções: (...) XXIII – nas liquidações de operações de câmbio contratadas por investidor estrangeiro, para ingresso de recursos no País, para aquisição de títulos ou valores mobiliários emitidos na forma dos arts. 1.º e 3.º da Lei 12.431, de 24 de junho de 2011: zero.”

¹⁴⁵ “Art. 32 . O IOF será cobrado à alíquota de um por cento ao dia sobre o valor do resgate, cessão ou repactuação, limitado ao rendimento da operação, em função do prazo, conforme tabela constante do Anexo. (...) § 2.º Ficam sujeitas à alíquota zero as operações: (...) V – com Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, com Letra de Crédito do Agronegócio – LCA, e com Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, criados pelo art. 23 da Lei 11.076, de 30 de dezembro de 2004; (...)”

3.8. Comparativo com Certificado de Recebíveis Imobiliários

O certificado de recebíveis imobiliários, conhecido pela sigla CRI, surge em nossa legislação por meio da Lei 9.514/1997 como uma nova forma de atração de investimentos para a área imobiliária. Ezio Carlos Silva Baptista¹⁴⁶ explica que antes de mencionado diploma legal o mercado de crédito para o setor imobiliário encontrava-se basicamente nas mãos do Governo Federal, por intermédio da Caixa Econômica Federal, uma vez que eram raras as instituições que concediam financiamento imobiliário, já que os níveis de inadimplemento eram consideráveis, e os métodos para recuperação do crédito muito ineficaz e moroso.

Para retificar essa situação, inicialmente, o legislador pátrio instituiu a alienação fiduciária de bens imóveis visando agilizar e efetivar a recuperação dos créditos financeiros do setor imobiliário. Contudo, somente essa modificação, por si só, não conseguiria despertar o interesse do mercado financeiro, principalmente pelos longos prazos para recebimento do crédito imobiliário a ser despendido pelo financiador, o que automaticamente apresenta uma elevação do custo financeiro.

Nesse sentido, o Estado, por meio da Lei 9.514/1997, visando solucionar esse problema, passa a permitir que uma sociedade anônima com propósito específico, denominada companhia securitizadora de direitos creditórios imobiliários, faça a securitização de créditos imobiliários via emissão de certificados de recebíveis imobiliários (CRIs).

Na prática a securitização se dá pela aquisição pela securitizadora de direitos creditórios imobiliários advindos de operações financeiras imobiliárias, o que permite ao financiador de empreendimentos imobiliários receber de imediato o crédito outorgado ao devedor para poder aplicar em outro empreendimento imobiliário, diminuindo seus custos. A securitizadora, por sua vez, emite ao mercado CRIs lastreados nos direitos creditórios imobiliários adquiridos¹⁴⁷.

¹⁴⁶ BAPTISTA, Ezio Carlos Silva. *Certificado de recebíveis imobiliários*, cit., p. 87.

¹⁴⁷ BAPTISTA, Ezio Carlos Silva. *Certificado de recebíveis imobiliários*, cit., p. 1.

Os CRIs, conforme definição legal prevista no artigo 6.º da Lei 9.514/1997, são títulos de crédito, lastreados em créditos imobiliários, nominativos, destinados a investidores. Tais títulos, igualmente aos CRAs, são representativos da promessa de pagamento em dinheiro e nascem por meio do termo de securitização de direitos creditórios.

Além dessas características coincidentes, verifica-se que tanto o CRI quanto o CRA são títulos de crédito emitidos por companhias securitizadoras, com garantias fidejussórias, reais e/ou flutuantes, que podem ser ofertados ao mercado de forma privada ou pública, gozando de benefícios tributários¹⁴⁸ para atrair maiores investimentos.

Cumprido observar que ambos são certificados de recebíveis e, portanto, representam direitos creditórios vinculados a determinados negócios jurídicos subjacentes, oponíveis, por seus titulares, contra os respectivos devedores das operações econômicas em questão. Na prática, apesar de não ocupar a posição de credor do recebível que suporta a securitização, o titular do respectivo certificado é o único beneficiário das receitas decorrentes do adimplemento do devedor.

Sob tal perspectiva, a diferença entre o CRI e o CRA restaria, em essência, no tipo de atividade que dá origem ao lastro de tais títulos de crédito, possibilitando, inclusive, complementação entre as regras aplicáveis a operações realizadas com cada um deles.

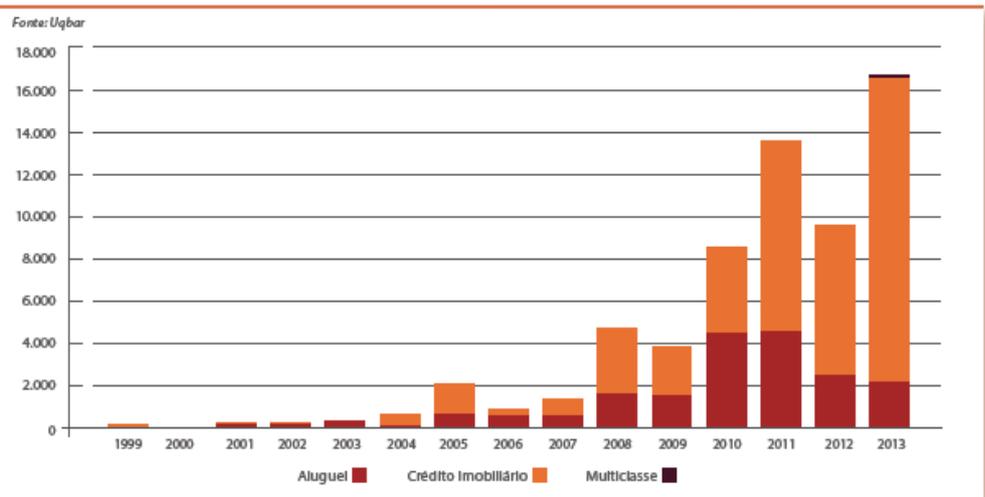
Por tal motivo, justificam-se as disposições da Lei 11.076/2004, que permitem a aplicação direta e indiscriminada de regras previstas na Lei 9.514/1997 a operações de CRAs, relacionadas, por exemplo, à constituição de regime fiduciário de separação patrimonial e casos específicos de cessão fiduciária em garantia de direitos creditórios do agronegócio. Adicionalmente, deve-se mencionar que o CRA, por determinação da CVM,¹⁴⁹ toma emprestada a normatização aplicável aos CRIs, conforme regulados na Instrução CVM 414, de 30 de dezembro de 2004.

¹⁴⁸ Igualmente ao CRA, os rendimentos auferidos por investidores pessoas físicas em CRIs são isentos de imposto de renda. Além disso, o IOF na aquisição de CRIs é reduzido à alíquota zero.

¹⁴⁹ Comunicado CVM, de 18 de novembro de 2008.

Apesar da similaridade dos instrumentos e de a criação do CRA ser relativamente mais recente do que o CRI, percebe-se que o mercado de CRI se desenvolveu muito mais do que o mercado de CRA. O volume histórico de CRIs emitidos é bem superior ao volume de CRAs, conforme se verifica nos quadros abaixo:

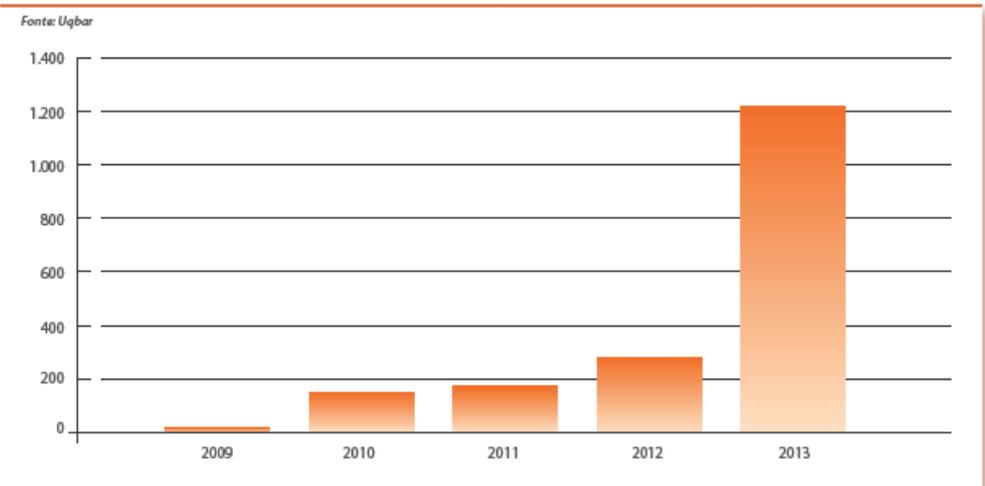
Histórico do Montante de Emissões de CRI por Ativo-lastro (em R\$ milhões) FIG. 30



Fonte: Uqbar, 2013.

Emissões de CRA - Montante (em R\$ milhões)

FIG. 46

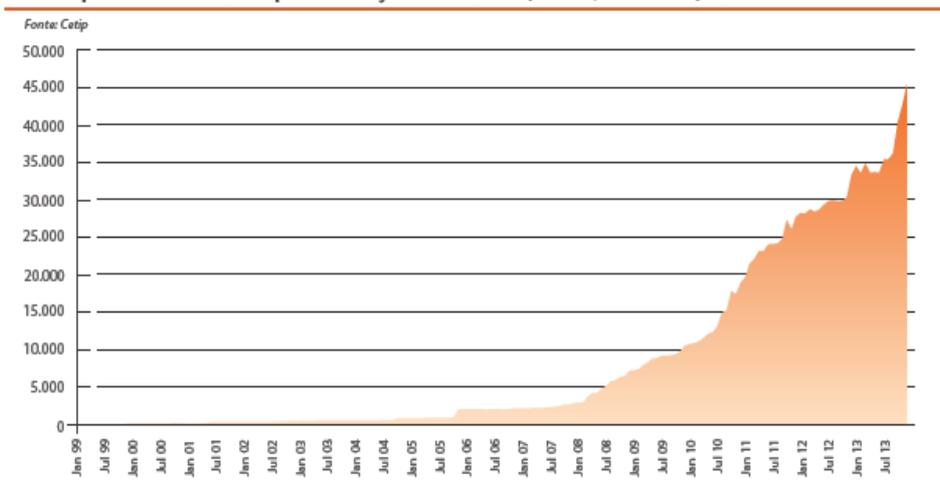


Fonte: Uqbar, 2013.

Outro aspecto interessante a observar é que o estoque histórico de CRIs registrados na CETIP é superior ao de CRAs. Vejamos:

Estoque de CRI na Cetip – Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 37



Fonte: Cetip, 2013.

Estoque de CRA na Cetip - Evolução Histórica (em R\$ milhões)

FIG. 50



Fonte: Cetip, 2013.

O maior motivo desde distanciamento entre os mercados de CRI e de CRA, além da data de criação, decorre do relativo desconhecimento do público investidor quanto às características do setor do agronegócio, cumulado com os riscos inerentes à atividade produtiva, que serão explicados no item 3.10 abaixo.

3.9. Comparativo com Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios

Os FIDCs, também referidos como fundos de recebíveis, são veículos de investimento coletivo, constituídos sob a forma de condomínios, cuja finalidade é a

rentabilização do patrimônio de seus cotistas mediante diferenças de taxas praticadas (i) na aquisição de direitos creditórios para as suas carteiras e (ii) no recebimento dos valores correspondentes quando da maturação dos créditos adquiridos – gerando assim um *spread* que é apropriado pelo fundo.

Para Nelson Eizirik¹⁵⁰ consideram-se direitos creditórios aptos a formar um fundo de investimento em direitos creditórios os créditos originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, bem como de *warrants* e de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura.

Economicamente, então, os FIDCs funcionam como provedores de recursos a quem deseje antecipar receitas decorrentes de créditos.

Em função disso, na essência, os FIDCs em verdade securitizam créditos ao adquirir, por um lado, títulos, e, por outro, emitirem suas cotas com lastro nos direitos creditórios adquiridos. Em última análise, é a rentabilidade de tais direitos que remunera os cotistas do fundo, deixando transparecer assim a nítida relação existente entre os créditos adquiridos e as cotas do fundo. Logo, tanto será melhor o resultado do FIDC, e dos investidores, quanto for eficiente a seleção dos créditos por ele adquiridos e a efetividade da liquidação dos títulos correspondentes.

Nota-se, portanto, que a semelhança do FIDC com o CRA resume-se no fato de que ambos são instrumentos utilizados para viabilizar a securitização de direitos creditórios, sendo o último aplicável apenas ao agronegócio.

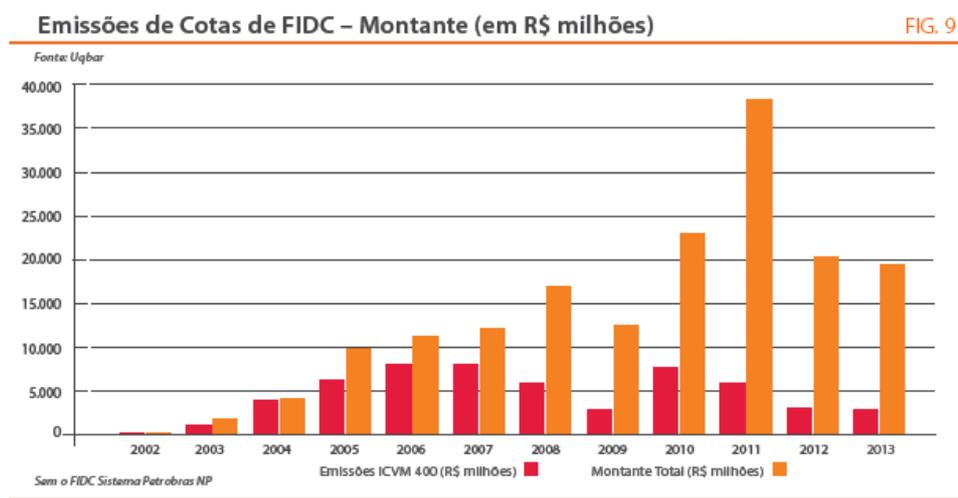
No entanto, é possível perceber de pronto uma diferença básica que há entre os FIDCs e os CRAs. Os primeiros são veículos, e os segundos ativos. No caso dos FIDCs, os ativos oferecidos ao público são as suas cotas enquanto no CRAs é o próprio instrumento oferecido ao público.

¹⁵⁰ EIZIRIK, Nelson. *Mercado de capitais*, cit., p. 100.

Outro aspecto digno de nota é que o CRA é uma autêntica operação de securitização. A Lei 11.076/2004 o define como a operação pela qual os direitos creditórios do agronegócio são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante termo de securitização de direitos creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão a identificação do devedor, o valor nominal e o vencimento de cada direito creditório a ele vinculado, a identificação dos títulos emitidos e a indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas.¹⁵¹

Portanto, o CRA é um ativo, mas o FIDC não é, as suas cotas é que são.

De toda sorte, importante frisar que, mesmo sendo um veículo factível de adaptação para securitização no agronegócio, verifica-se na prática que no mercado o FIDC, igualmente ao CRI, também é um instrumento muito mais difundido e utilizado do que o CRA, conforme se verifica do gráfico abaixo em comparação ao gráfico de CRAs emitidos já apresentado.



Fonte: Uqbar, 2013.

3.10. Fatores de Risco Envolvidos

A operação de securitização no setor do agronegócio, apesar de uma excelente ferramenta alternativa para captação de recursos para o setor, envolve alguns fatores de

¹⁵¹ Art. 40 da Lei 11.076/2004.

risco que devem ser observados e sopesados pelos investidores quando da aplicação de seus recursos em CRAs.

Nesse sentido, passamos a descrever de forma sucinta os principais fatores de risco envolvidos e aplicáveis às operações de securitização no agronegócio nacional.

(i) Riscos Relacionados à Operação de Securitização e ao CRA

Tendo em vista a securitização do agronegócio no Brasil ser um fenômeno relativamente recente – a lei instituidora desse processo foi criada em 2004 pela Lei 11.076 –, o volume de operações ainda é pequeno, motivo pelo qual não há muitas operações paradigmas ou exemplares para serem analisadas e comparadas pelos investidores que tenham interesse em participar de uma securitização no agronegócio.

Ainda em razão desse número reduzido de operações efetuadas até o presente momento, não existe jurisprudência firmada acerca da securitização. Assim, em situações de conflito poderá haver perdas por parte dos titulares em razão do dispêndio de tempo e recursos para demonstrar e comprovar a eficácia da estrutura adotada para os CRAs, na eventualidade de necessidade de reconhecimento ou exigibilidade por meios judiciais de quaisquer de seus termos e condições específicos.

Se não bastasse, como no Brasil ainda não há um mercado secundário de CRAs ativo, e não há nenhuma garantia de que existirá no futuro, caso os investidores dos CRAs tenham interesse em vender seus ativos, poderão encontrar dificuldades para negociá-los no mercado secundário, devendo estar preparados para manter o investimento nos CRA até a data de vencimento.

Além disso, no que tange às ofertas públicas de CRAs, as regras aplicáveis são as mesmas normas que regulam os CRIs, conforme determinação da CVM. Assim, enquanto a CVM não tratar da matéria em norma específica, será aplicada às ofertas de CRAs a Instrução CVM 414, interpretada na forma da Lei 11.076/2004, com as devidas adaptações a fim de acomodar as possíveis incompatibilidades entre a regulamentação do CRI e as características das operações de CRA.

Por fim, cumpre observar que os rendimentos gerados por aplicação em CRAs por pessoas físicas são atualmente isentos de imposto de renda, por força do artigo 3.º, inciso IV, da Lei 11.033/2004, isenção esta que pode sofrer alterações ao longo do tempo. Eventuais alterações na legislação tributária eliminando a isenção acima mencionada, criando ou elevando alíquotas do imposto de renda incidentes sobre os CRAs, a criação de novos tributos ou, ainda, mudanças na interpretação ou aplicação da legislação tributária por parte dos tribunais ou autoridades governamentais poderão afetar negativamente o rendimento líquido dos CRAs para seus titulares.

(ii) Riscos Relacionados à Emissora

Conforme será mais bem detalhado no próximo capítulo, a companhia securitizadora do agronegócio, emissora de CRAs, deve ser constituída sob a estrutura societária de sociedade anônima aberta. Nesse sentido, a securitizadora depende da manutenção de seu registro de companhia aberta junto à CVM e das respectivas autorizações societárias. Caso a Emissora não atenda aos requisitos exigidos pela CVM em relação às companhias abertas, seu registro poderá ser suspenso ou mesmo cancelado, afetando assim as suas emissões de certificados de recebíveis do agronegócio.

Adicionalmente, a Emissora contrata prestadores de serviços terceirizados para a realização de atividades, como auditores, agente fiduciário, agência classificadora de risco, agente de cobrança, entre outros. Caso, conforme aplicável, alguns desses prestadores de serviços aumentem significativamente seus preços ou não prestem serviços com a qualidade e agilidade esperada pela Emissora, poderá ser necessária a substituição do prestador de serviço. Essa substituição, no entanto, poderá não ser bem-sucedida e afetar adversamente os resultados da Emissora, bem como criar ônus adicionais ao patrimônio separado.

(iii) Riscos Relacionados ao Devedor

O principal risco atrelado ao devedor de uma operação de securitização pode ser sintetizado no risco de crédito, também conhecido como risco de inadimplência ou *default*, que ocorre quando o devedor falha em honrar o compromisso assumido de

cumprir determinada obrigação. Diversos podem ser os fatores causadores da inadimplência, entre eles o descontrole financeiro, a alta dos juros e da inflação, a oscilação de preços, o câmbio, quebras de safra etc.

Existe uma fronteira pequena entre o risco de mercado e o risco de crédito, uma vez que o risco de mercado poderá influenciar as decisões dos agentes do devedor.

O risco de crédito é fator preponderante no momento da concessão do crédito, bem como na apuração da taxa de juros e prazos do crédito. Os financiadores, investidores e bancos analisam atentamente o risco de crédito de determinado agente do agronegócio antes de conceder o crédito e para determinar o prazo e a taxa de juros aplicáveis.

(iv) Riscos Relacionados ao Cedente

Compete ao Cedente originar direitos creditórios aptos a lastrear as emissões de CRAs, em virtude de a Emissora não possuir a capacidade de originar créditos para securitização. Portanto, o sucesso na identificação e aquisição de créditos por parte do Cedente é fundamental para o desenvolvimento das emissões de CRAs. O Cedente pode ter dificuldades em identificar oportunidades atraentes ou pode não ser capaz de efetuar os investimentos desejados em termos economicamente favoráveis.

A falta de acesso a capital adicional em condições satisfatórias pode restringir o crescimento e o desenvolvimento futuros das atividades da Emissora, o que pode prejudicar sua situação financeira, assim como seus resultados operacionais.

Outro item de risco relevante é a seleção adversa dos direitos creditórios a serem securitizados, que fazem que o CRA não reflita a realidade do histórico de *performance* da carteira de crédito do Cedente.

(v) Riscos Relacionados ao Agronegócio

Os riscos relacionados ao agronegócio brasileiro podem ser subdivididos em riscos físicos e riscos de mercado

Os riscos físicos do agronegócio, também conhecidos como riscos de produção, são apontados como os principais fatores responsáveis pelas variações e quebras de safras agrícolas, considerando a impossibilidade de prevê-los no momento da plantação até a respectiva colheita. Os principais fatores a serem considerados nessa espécie de risco são o clima e a incidência de doenças e pragas.

Apesar dos constantes avanços científicos e tecnológicos que têm permitido a redução desse efeito aleatório¹⁵², entre os quais podemos citar defensivos de última geração, irrigação localizada, máquinas eficientes, sementes melhoradas, entre outros, o clima ainda pode ser qualificado como um fator decisivo para o agronegócio, pois influencia diretamente em todos os estágios da cadeia produtiva, incluindo colheita, armazenamento, transporte e comercialização.

Os riscos de mercado decorrem da possibilidade de acontecerem perdas mediante movimentos desfavoráveis no mercado. Basicamente, é o risco de perder dinheiro diante das variações de preços das *commodities* agropecuárias. Um exemplo clássico de risco de mercado resulta das perdas geradas na Bolsa de Valores.

A variação de preço das *commodities* agropecuárias pode gerar um impacto substancial ao agente do agronegócio que decide produzir, comprar e/ou vender determinado produto agropecuário em um momento diferente da realização financeira da respectiva operação, ou seja, o agente do agronegócio que compra determinado produto agropecuário ao preço atual, para recebê-lo em um momento futuro, estará sujeito ao risco de, no momento da entrega física, o produto estar valendo metade do preço assumido, causando assim, um prejuízo de 50% do valor do produto e comprometendo a rentabilidade de sua atividade.

¹⁵² AZEVEDO, Paulo Furquim de. *Gestão agroindustrial*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001. p. 68-69.

4. SECURITIZADORA DO AGRONEGÓCIO

4.1. Natureza Jurídica

Embora o artigo 38 da Lei 11.076/2004 qualifique a companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio como uma instituição não financeira, em função do tratamento especial dispensado pela nossa legislação às instituições financeiras, importante se faz analisar se a companhia securitizadora exerce atividade privativa de instituições financeiras ou não.

O tratamento diferenciado conferido às instituições financeiras se dá basicamente em virtude do impacto social que as atividades desenvolvidas por essas instituições podem gerar na sociedade. Isso porque tais atividades envolvem coleta, intermediação e transferência de recursos captados junto ao público em geral, também chamado de poupança popular, bem como a emissão de moeda escritural.

Ivo Waisberg¹⁵³ reforça que, em decorrência da repercussão da atividade bancária na sociedade, é possível demonstrar o motivo do tratamento diferenciado dado à atividade bancária pelo ordenamento jurídico, com a necessidade de constante supervisão e fiscalização, bem como da existência dos regimes especiais de intervenção, entre outras prerrogativas.

No Brasil o conceito legal de instituição financeira foi veiculado pelo artigo 17 da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964¹⁵⁴. A interpretação estritamente literal do dispositivo legal mencionado nos leva a entender que a realização de qualquer ato que consista em coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros caracterizaria o agente que pratica tal ato como instituição financeira. Essa interpretação, se tomada

¹⁵³ WAISBERG, Ivo. *Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002. p. 21.

¹⁵⁴ “Art. 17. Consideram-se instituições financeiras, para os efeitos da legislação em vigor, as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Parágrafo único. Para os efeitos desta lei e da legislação em vigor, equiparam-se às instituições financeiras as pessoas físicas que exerçam qualquer das atividades referidas neste artigo, de forma permanente ou eventual.”

como correta, nos levaria à equivocada conclusão de que grande parte das pessoas físicas e jurídicas deveriam ser consideradas como instituições financeiras na medida em que investem no mercado financeiro e de capitais os recursos obtidos no exercício regular de suas atividades.

Para Wilson do Egito Coelho¹⁵⁵ a análise superficial do artigo 17 acima mencionado conduz o interlocutor a uma conclusão absurda. Para o autor, “decomponha-se o artigo e ver-se-á que, por exemplo, a aplicação de recursos financeiros próprios – tomada a expressão em sentido literal – seria considerada atividade privativa das instituições financeiras”.

Diante das considerações aduzidas, é forçoso concluir que a interpretação literal do artigo 17 da Lei 4.595/1964 nos levaria a conclusões inimagináveis, como a de considerar como privativas de instituições financeira atividades desempenhadas por boa parte das empresas nacionais, senão por todas elas.

Eduardo Fortuna¹⁵⁶ pondera que é princípio tradicional de interpretação do Direito que, sendo possível a aceitação de mais de um sentido para a mesma norma, não deverá ser privilegiado aquele que, reproduzindo literalmente seu conteúdo, leve a resultado absurdo por incompatível com o fim almejado pela atividade legislativa. Esse método defendido pelo autor é a interpretação teleológica, pela qual se procura o fim visado pelo preceito legal.

Essa forma de interpretação teleológica é recomendada por Karl English¹⁵⁷:

“Portanto, não só o ‘teor verbal’ e a ‘colocação sistemática’, como ainda as ‘fontes históricas’, nos não conduzem a um resultado líquido. Nem a interpretação literal, nem a sistemática, nem a histórica alcançam o seu objetivo. Poderemos nós porventura conseguir um resultado positivo por uma outra via? Efetivamente, o jurista moderno, a todos os métodos de interpretação até agora mencionados, prefere em certa medida o chamado ‘método teleológico’ de interpretação, o qual procura o fim, a ‘ratio’, o

¹⁵⁵ COELHO, Wilson do Egito. Empréstimo de dinheiro por particulares: quando se caracteriza operação privativa dos bancos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 41, p. 69, 1968.

¹⁵⁶ FORTUNA, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005, p.16.

¹⁵⁷ ENGLISH, Karl. *Introdução ao pensamento jurídico*. 6. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1988. p. 133.

‘pensamento fundamental’ do preceito legal, e a partir dele determina o seu ‘sentido’. Aqui, portanto, o ‘sentido’ é o fim visado pela lei.”

Nesse sentido, utilizando o método interpretativo teleológico, pode-se deduzir que o intuito do combatido texto legal é proteger a confiabilidade e higidez das instituições financeiras, cuja função ordinária é captar recursos junto ao público e repassá-los por meio de empréstimos. Em hipótese alguma se pode imaginar que o intuito da regra legal era considerar a maior parte das empresas como instituição financeira em virtude de estas aplicarem seus recursos no mercado financeiro ou de capitais.

Em vista disso, o artigo 17 da Lei 4.595/1964 deve ser interpretado de forma a exigir a existência dos três elementos – coletar, aplicar e intermediar –, para que configure ato privativo de instituição financeira. Wilson do Egito Coelho¹⁵⁸ ensina que os três elementos formam uma unidade conceitual dependente, tendo a coleta como operação passiva (devedor direto) e a aplicação como operação ativa (credor direto), sendo que a intermediação surge da inter-relação entre a coleta e a aplicação.

No entanto, importante observar que a prática cumulativa desses atos, a saber, coleta, intermediação e aplicação, de forma isolada e esporádica, não tem o condão de qualificar o agente que os pratique como instituição financeira. É indispensável que esses atos sejam praticados com finalidade lucrativa, na medida em que a instituição financeira é uma sociedade empresária, cujo intuito de lucro é uma das características. Adicionalmente, imprescindível se faz a profissionalismo, entendido como habitualidade e organização, que também caracterizam a atividade empresarial.

A classificação de certa entidade como instituição financeira dá-se, portanto, em razão dos atos praticados de forma comercial, isto é, com profissionalismo e intuito lucrativo.

Eduardo Fortuna¹⁵⁹, após uma detalhada análise sobre atividades privativas de instituições financeiras, resume sua conclusão elencando os elementos necessários, cumulativamente, para que se caracterizem as atividades privativas. São eles: (i) a

¹⁵⁸ COELHO, Wilson do Egito. Empréstimo de dinheiro por particulares, cit., p. 41.

¹⁵⁹ FORTUNA, Eduardo. *Direito bancário*, cit., p. 27.

captação de recursos de terceiros em nome próprio; (ii) o repasse financeiro por meio de operação de mútuo; (iii) com o intuito de auferir lucro derivado da maior remuneração dos recursos repassados em relação à dos recursos coletados; e (iv) desde que a captação seguida de repasse se realize em caráter habitual.

Assim, verifica-se que a companhia securitizadora, no exercício de adquirir direitos creditórios para posterior emissão e colocação de certificados de recebíveis, não exerce atividade privativa de instituição financeira, pois não pratica de forma cumulativa todos os atos característicos das instituições financeiras (coleta, aplicação e intermediação), com habitualidade e finalidade lucrativa.

A companhia securitizadora não coleta recursos junto ao público em geral para utilização própria ou para realizar mútuos financeiros a terceiros. A coleta de recursos se dá em favor do cedente dos direitos creditórios securitizados, que, por sua vez, contrata a companhia securitizadora apenas como um veículo de securitização. A companhia securitizadora funciona como uma mera prestadora de serviços para o cedente, recebendo para tanto uma remuneração financeira previamente acordada junto ao cedente e não juros remuneratórios decorrentes dos empréstimos de recursos próprios ou captados no mercado.

A captação de recursos junto ao mercado por meio da emissão de CRAs, e o repasse dos mesmos ao cedente é uma atividade meramente instrumental, também qualificada como atividade meio, realizada para atingir a finalidade almejada (atividade fim), que é a securitização dos direitos creditórios cedidos.

Nesse contexto, pode-se concluir que uma companhia securitizadora de direitos creditórios, no exercício regular de suas atividades usuais, não se confunde com uma instituição financeira.

Em paralelo, cumpre-nos apontar que uma instituição financeira que tenha interesse em participar de uma operação de securitização não pode securitizar diretamente direitos creditórios do agronegócio detidos por si, visto que a lei negou expressamente tal prerrogativa a estas entidades.

Assim, as instituições financeiras interessadas em securitizar suas carteiras de direitos creditórios do agronegócio deverão repassar seus créditos para uma companhia securitizadora criada especificamente para esse fim, para que ela possa efetuar a operação de securitização.

Vale apontar, por fim, que existem outras formas possíveis de envolvimento de instituições financeiras em operações de securitização, tais como intermediação e aquisição de certificados de recebíveis.

Deve-se entender por intermediação, no mercado de capitais, a colocação e negociação dos valores mobiliários junto a potenciais investidores. Cumpre ressaltar que a intermediação realizada no mercado de capitais não se confunde com a intermediação financeira. Nessa hipótese, as instituições financeiras realizam a captação de recursos junto ao público poupador, para a realização de operações de crédito em favor de terceiros tomadores de capital¹⁶⁰. Por sua vez, o mercado de capitais permite a captação direta pelo emissor de valores mobiliários, dispensando a intermediação financeira.

Já a aquisição de valores mobiliários emitidos em operação de securitização pode ocorrer das seguintes formas: (i) subscrição dos valores mobiliários emitidos – inclusive mediante a prestação de garantia firme de colocação; e (ii) aquisição do valor mobiliário em negociação no mercado secundário.

4.2. Estrutura Societária

De acordo com o artigo 38 da Lei 11.076/2004, a companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio deve ser constituída sob a forma de uma sociedade por ações e deve ter por finalidade específica a aquisição e securitização de direitos creditórios do agronegócio e a emissão e colocação de CRAs no mercado financeiro e de capitais.

¹⁶⁰ PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 3. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1955. t. V, p. 395.

As sociedades por ações, compreendidas e reguladas pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e por alguns preceitos do Código Civil, são aquelas caracterizadas por ter o capital social dividido em ações. Duas são as espécies de sociedade por ações: sociedade em comandita por ações e sociedade anônima.

Preliminarmente, cumpre-nos afastar de plano a utilização da sociedade em comandita por ações, não por inaplicabilidade teórica mas sim por inaplicabilidade prática, já que esse tipo de sociedade está em total desuso há muito tempo. Para Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa¹⁶¹ melhor teria feito o legislador se houvesse extinto esse tipo societário, juntamente com a sociedade em nome coletivo, com a reforma do direito societário determinada pelo Código Civil vigente, deixando as demais à escolha do empresário para o exercício de suas atividades.

O principal motivo do desuso do tipo societário “sociedade em comandita por ações” se deve à responsabilidade dos acionistas conhecidos como comanditados. De acordo com o artigo 1.091 do Código Civil¹⁶², somente o acionista tem qualidade para administrar a sociedade e, como diretor, responde subsidiariamente e ilimitadamente pelas obrigações da sociedade. Havendo mais de um diretor, todos serão solidariamente responsáveis, depois de esgotados os bens sociais. Os demais acionistas não administradores, denominados comanditários, não têm responsabilidade, a não ser pela integralização de suas ações.

A sociedade anônima, atualmente a única sociedade por ações utilizada na prática empresarial brasileira, é caracterizada pelo artigo 1.º da Lei 6.404/1976 da seguinte forma: “A companhia ou sociedade anônima terá o capital dividido em ações, e a responsabilidade dos sócios ou acionistas será limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas”.

¹⁶¹ VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3, p. 73.

¹⁶² “Art. 1.091. Somente o acionista tem qualidade para administrar a sociedade e, como diretor, responde subsidiária e ilimitadamente pelas obrigações da sociedade. § 1.º Se houver mais de um diretor, serão solidariamente responsáveis, depois de esgotados os bens sociais. § 2.º Os diretores serão nomeados no ato constitutivo da sociedade, sem limitação de tempo, e somente poderão ser destituídos por deliberação de acionistas que representem no mínimo dois terços do capital social. § 3.º O diretor destituído ou exonerado continua, durante dois anos, responsável pelas obrigações sociais contraídas sob sua administração.”

Do enunciado legal acima é possível extrair os principais elementos característicos desse tipo societário, quais sejam: (i) capital social dividido em ações; e (ii) responsabilidade dos sócios limitada ao preço de emissão das ações.

Como qualquer outra sociedade empresária, a sociedade anônima é formada por, no mínimo, dois sócios¹⁶³, aqui chamados de acionistas, tem fins lucrativos e sujeita-se às normas de licitude, isto é, de conformidade com a lei, com a ordem pública e com os bons costumes.

Mediante esse delineamento básico da sociedade anônima é possível compreender por que esse tipo societário é a forma jurídica mais apropriada aos grandes empreendimentos¹⁶⁴, que, por sua vez, demandam um volume elevado de recursos. A limitação de responsabilidade e a negociabilidade da participação acionária por meio das ações, características das sociedades anônimas, revelam-se mecanismos apropriados à atração de capital¹⁶⁵.

As sociedades anônimas, de acordo com o artigo 4.º da Lei 6.404/1976, podem ser classificadas em abertas e fechadas. De forma resumida, podemos caracterizar as sociedades anônimas abertas como aquelas cujos valores mobiliários são negociadas em Bolsa de Valores ou em mercado de balcão, e as fechadas como aquelas que não possuem seus valores mobiliários negociados nesses mercados.

A diferença básica entre as duas espécies de sociedades anônimas é a necessidade de captação de recursos junto ao público em geral. As sociedades abertas,

¹⁶³ Exceção a esta regra geral é a subsidiária integral, regulada pelo art. 251 da Lei 6.404/1976, em que todo o capital social da sociedade anônima está centralizado nas mãos de uma pessoa jurídica, cuja aquisição foi documentada por uma escritura pública.

¹⁶⁴ Interessante se faz comentar que a sociedade anônima, apesar de atualmente ser ideal apenas para os grandes empreendimentos em virtude dos custos decorrentes de sua constituição e manutenção, também deveria servir para os empreendimentos de pequeno porte se os custos mencionados fossem baixos e o manejo simples, pois agregaria uma série de benefícios aos empreendedores, como transparência, governança, segurança etc. Exatamente nesse contexto, os professores Walfrido Jorge Warde Jr. e Rodrigo Rocha Monteiro de Castro criaram o Projeto de Lei 4.303/2012, atualmente em trâmite na Câmara dos Deputados, prevendo a criação do regime especial para a sociedade anônima simplificada, de forma a conferir tratamento tributário diferenciado, simplificado e favorecido, nas hipóteses da lei, às microempresas e às empresas de pequeno porte. Além disso, o regime especial para a sociedade anônima simplificada tem por finalidade prover à pequena e média empresa organização jurídica por meio de forma societária de disciplina consolidada, manejo simples e barato, sem prejuízo da certeza e segurança jurídicas.

¹⁶⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, cit., v. 2, p. 61.

geralmente opção dos grandes empreendimentos, demandam recursos do mercado de capitais, enquanto as sociedades fechadas se alimentam de recursos advindos dos sócios e/ou de fontes específicas, sem possibilidade de oferta por qualquer meio que possa ser considerado público.

Em virtude dessa captação de recursos junto a investidores em geral, a sociedade anônima aberta só pode operar mediante prévia autorização do governo, que se materializa por meio do registro da sociedade na CVM¹⁶⁶, sob pena de caracterizar crime sujeito a pena de reclusão¹⁶⁷.

Note-se que esse controle estatal sob as companhias abertas visa conferir segurança ao mercado de capitais em face das irregularidades na utilização dos recursos captados junto ao público em geral. A ideia é, nitidamente, proteger os investidores dos riscos que não forem normais à atividade desenvolvida pela companhia. Fábio Ulhoa Coelho¹⁶⁸ sintetiza bem essa finalidade:

“As sociedades anônimas abertas contam com recursos captados junto ao mercado de capitais, e, por isso, sujeita-se a sua administração à fiscalização governamental. O objetivo desse controle é conferir ao investimento em ações e outros valores mobiliários dessas companhias a maior segurança e liquidez possível”.

Para o autor mencionado acima, a liquidez é tão importante quanto a segurança na medida em que o investidor possa demandar a qualquer momento a disponibilização do dinheiro investido. O investidor, normalmente, tem seus recursos investidos enquanto não precisa deles; no entanto, na medida de sua necessidade poderá demandar seu retorno para utilização própria, sendo que nesse caso o respectivo valor mobiliário deveria ter liquidez.

Nesse contexto, mostra-se que o tipo societário adequado para implementação de uma operação de securitização seria, sem dúvida, uma sociedade anônima aberta, pois

¹⁶⁶ Conforme já mencionado neste trabalho, a CVM é uma autarquia federal criada para normatizar as operações com valores mobiliários, autorizar sua emissão e distribuição, bem como fiscalizar as sociedades anônimas abertas e os agentes que operam o mercado de capitais.

¹⁶⁷ Considera-se crime, punido com reclusão de 2 (dois) a 8 (oito) anos, e multa, proceder à captação de recursos junto à generalidade dos investidores sem a observância da autorização do governo, de acordo com o art.7.º da Lei 7.492/1986.

¹⁶⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, cit., v. 2, p. 68.

esta contém uma série de características que vão ao encontro das finalidades de uma operação de securitização, tais como emissão pública de certificados de recebíveis, supervisão e fiscalização da CVM, acesso ao público investidor em geral, organização societária, entre outros.

Do ponto de vista estritamente legal, apesar de a Lei 11.076/2004 dispor expressamente que a companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio deve ser uma sociedade por ações, e conseqüentemente sociedade anônima, como já vimos, o legislador preferiu silenciar quanto à necessidade de ser essa sociedade aberta ou fechada.

Talvez tenha silenciado por entender que tal conclusão seria lógica, visto ter determinado que se aplicam às companhias de securitização do agronegócio as regras aplicáveis às companhias securitizadoras imobiliárias, sendo que no âmbito imobiliário a CVM regulamentou a emissão de CRIs pela Instrução CVM 284, de 3 de agosto de 1998, e estabeleceu em seu artigo 1º que a emissão de referidos títulos somente ocorrerá por companhia aberta¹⁶⁹.

Se não bastasse, a própria CVM invocou para si a competência de fiscalizar as companhias de securitização de direitos creditórios do agronegócio quando decidiu em seu colegiado¹⁷⁰ que a Instrução CVM 414, de 30 de dezembro de 2004, que regula a securitização de créditos imobiliários, poderia ser subsidiariamente aplicável às emissões de CRAs, nos limites da adequação da norma da CVM aos dispositivos da Lei 11.076/2004, da mesma forma como ocorre com a Lei 9.514/1997.

Note-se que a Instrução CVM 414/2004 tem como objetivo assegurar a proteção dos investidores e do mercado em geral por meio de regras específicas sobre o tratamento dispensado a ofertas públicas realizadas no âmbito de operações de securitização. A CVM entende que, tendo em vista tais princípios, os comandos de

¹⁶⁹ “Art. 1.º São regulados pelas disposições da presente Instrução os registros de companhia aberta de companhia securitizadora de créditos imobiliários e de distribuição pública de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.”

¹⁷⁰ A CVM, em reunião de seu Colegiado, na data de 18 de novembro de 2008, definiu por meio do Comunicado CVM, de 18 de novembro de 2008, que a normatização dos CRIs passaria a se aplicar, no que coubesse, aos CRAs.

referida Instrução CVM são adequados ao CRA e às securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.

Por isso, enquanto a CVM não tratar da matéria em norma específica, deverão ser aplicadas tais regras adaptadas, no que couber, para acomodar as possíveis incompatibilidades entre as regras de CRI e as características do CRA e seus emissores.

Por outro lado, não há como negar validade a uma companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio de capital fechado em função de (i) não existir qualquer regra legal específica que determine e/ou exija essa característica; e (ii) existir a possibilidade de uma emissão privada de CRAs.

Não se sustenta do ponto de vista jurídico a alegação de que a CVM atribui a si a competência para regular as companhias securitizadoras e, por consequência, a sociedade anônima deve ser aberta, pois não é atribuição da CVM definir de forma isolada a espécie societária de uma sociedade empresária. Conforme já explicado neste trabalho, de forma geral, compete à CVM disciplinar, fiscalizar e desenvolver as atividades de oferta, intermediação, negociação e distribuição de valores mobiliários. A CVM objetiva a manutenção da eficiência e da confiabilidade no mercado de valores mobiliários¹⁷¹. Em não havendo valor mobiliário envolvido, não há de se falar de subordinação à CVM.

Evidente que essa companhia securitizadora de capital fechado não poderá participar do mercado de capitais, ofertando publicamente CRAs, o que é, a rigor, um dos grandes apelos desse tipo de operação, pois, para tanto, a emissora deveria ser registrada na CVM e por consequência ser uma sociedade anônima aberta. Mas isso não a impede de realizar emissões eminentemente privadas. É absolutamente factível no mundo jurídico e financeiro uma colocação privada de CRAs e, conseqüentemente, sem a participação da CVM, pois estaríamos diante de uma operação financeira com emissão de títulos de crédito e não de valor mobiliário.

¹⁷¹ NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*, cit., p. 193.

Apenas nas ofertas públicas, com respectiva emissão de valores mobiliários, é que teremos obrigatoriamente a necessidade de registro na CVM, tanto da oferta quanto da emissora. A tutela específica do mercado de capitais é justificada pela necessidade de proteção dos investidores, havendo inegável interesse público na regulação desse mercado, já que o mercado só funciona se existir efetivamente confiança entre os agentes participantes¹⁷².

Portanto, do exposto, sob o enfoque jurídico pode-se concluir que a companhia securitizadora do agronegócio pode ser tanto uma sociedade anônima fechada como uma sociedade anônima aberta, embora esta última espécie faça mais sentido econômico na medida em que a principal finalidade da operação de securitização é a captação de recursos junto ao mercado investidor em geral.

4.3. Patrimônio Segregado e Regime Fiduciário

Para que uma operação de securitização seja bem-sucedida e efetivamente segura, necessário se faz assegurar que os ativos que sirvam de lastro a uma determinada emissão (i) não respondam por obrigações da companhia securitizadora; e (ii) não sejam compartilhados com outros ativos de outra operação de securitização de uma mesma companhia securitizadora, que, aliás, normalmente faz mais de uma operação de securitização, cada qual lastreada em diferentes grupos de direitos creditórios.

Nesse sentido, a segregação patrimonial dos direitos creditórios a serem securitizados é uma das características mais marcantes da securitização, pois significa maior segurança aos investidores.

Tal segregação pode se dar, basicamente, de duas maneiras, quais sejam interna ou externa¹⁷³. No primeiro caso, a emissão é feita pelo próprio cedente, originador dos direitos creditórios, e o ativo que serve de lastro é vinculado por instrumentos

¹⁷² TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A lei n. 7.913, de 07 de dezembro de 1989 – a tutela judicial do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, n. 80, 1990.

¹⁷³ BORGES, Luís Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. *Revista do Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 10, p. 257-267, out.-dez. 2000.

contratuais a um fim específico. Já na segunda espécie, a segregação se dá pela cessão dos ativos a outra entidade, como por exemplo uma companhia securitizadora, a quem caberá a emissão dos instrumentos financeiros adequados.

Independentemente da forma, o fenômeno da segregação patrimonial na securitização corresponde à afetação de um conjunto de bens – uma parcela do patrimônio do originador – num veículo próprio ou no próprio originador, visando ao cumprimento de obrigações representadas por títulos.

Para a doutrina jurídica, o patrimônio é identificado como um conjunto de relações jurídicas ativas e passivas pertinentes a determinada pessoa, avaliadas para a definição de seu respectivo valor econômico.

O conceito de patrimônio é objeto de estudo de diversas teorias. Sob uma perspectiva subjetivista, o patrimônio está diretamente relacionado à pessoa titular de direitos e obrigações, fato caracterizador de sua unicidade. Entretanto, em termos objetivos, o patrimônio seria um conjunto de bens inter-relacionados, porque estão atrelados a um mesmo fim econômico determinado¹⁷⁴.

O patrimônio reflete a situação econômica de seu respectivo titular e, mesmo em constante transformação, representa o quadro real de ativos e passivos da companhia. O capital social se refere a montante fixado no estatuto, representativo do valor de subscrição total de ações da companhia por todos os seus acionistas. Patrimônio e capital social não se confundem, já que, em termos instrumentais, o capital social está relacionado à delimitação dos direitos patrimoniais dos acionistas perante a companhia, sem necessariamente refletir sua situação financeira. O patrimônio, por sua vez, representa, em geral, as garantias que podem ser oferecidas pela companhia a seus credores.

O artigo 591 do Código de Processo Civil brasileiro prevê a regra geral de afetação do patrimônio ao cumprimento de obrigações: “o devedor responde, para o

¹⁷⁴ LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009. p. 106.

cumprimento de suas obrigações, com todos os seus bens presentes e futuros, salvo as restrições estabelecidas em lei”.

Apesar de atribuir responsabilidade que atinge todos os bens do patrimônio de forma uniforme, o Código de Processo Civil permite, ainda, que restrições sejam estabelecidas em lei para afetação do patrimônio. Referidas exceções permitem que parcelas ativas do patrimônio – bens e direitos –, a princípio compreendido como uma universalidade de direitos, sejam vinculadas a destinações passivas específicas, criando preferências entre credores, porém sem se afastar do cumprimento de sua função garantidora¹⁷⁵. Sobre isso, Eli Loria¹⁷⁶ entende que:

“A responsabilidade patrimonial será ilimitada se o credor tiver como garantia todos os bens componentes do patrimônio do devedor. Será, por outro lado, limitada se a garantia do credor for composta por bens específicos do patrimônio do devedor. Nesse ponto é curioso ressaltar que a garantia dos credores do empreendimento específico enviesado pelo patrimônio de afetação é baseada nos bens específicos que são destinados”.

Assim, a destinação de determinados bens para satisfação de obrigações específicas, independentemente da forma prevista em lei, atribui-lhes regras, também específicas, que impedem sua comunicação com o patrimônio geral do respectivo sujeito e impõem padrões de conduta para sua administração. Os bens que compõem o patrimônio – afetado, separado ou especial, a depender da nomenclatura utilizada pelo diploma legal – e os respectivos credores vinculados são definidos pelo respectivo dispositivo legal que autoriza sua criação, conforme os exemplos abaixo:

O artigo 5.º da Lei 10.214, de 27 de março de 2001¹⁷⁷, conforme alterada, e que trata da atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de

¹⁷⁵ Artigo 957 do Código Civil brasileiro, a saber: “Não havendo título legal à preferência, terão os credores igual direito sobre os bens do devedor comum”.

¹⁷⁶ LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*, cit., p. 107.

¹⁷⁷ “Art. 5.º Sem prejuízo do disposto no § 3.º do artigo anterior, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação responsáveis por um ou mais ambientes sistemicamente importantes deverão, obedecida a regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil, *separar patrimônio especial, formado por bens e direitos necessários a garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando*. § 1.º Os bens e direitos integrantes do patrimônio especial de que trata o *caput*, bem como seus frutos e rendimentos, *não se comunicarão com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais* da mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação, e *não poderão ser utilizados para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação em sistema estranho àquele ao qual se vinculam*” (grifos nossos).

liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, prevê expressamente a criação de um patrimônio separado.

O artigo 31-A, da Lei 4.591, de 16 de dezembro de 1964¹⁷⁸, conforme alterada, e que dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias, também previu o patrimônio de afetação.

Nas operações de securitização do agronegócio através de CRA, assim como no setor imobiliário via CRI, tal segregação se dá mediante a instituição de um regime fiduciário.

Constituído o regime fiduciário e, por extensão, o respectivo patrimônio separado, é ele – patrimônio separado –, e não a totalidade dos bens e direitos da securitizadora, ou os demais patrimônios separados, que responderá pela satisfação dos valores devidos no âmbito da remuneração dos CRAs, exceto se diversamente previsto no respectivo termo de securitização.

Essa conclusão parte da Lei 9.514/1997, aplicável, por disposição legal, aos CRAs, regidos pela Lei 11.076/2004, conforme artigos 9º, 11, 12, 14 e 15¹⁷⁹.

¹⁷⁸ “Art. 31-A. A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes. § 1.º O patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos e só responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva. § 2.º O incorporador responde pelos prejuízos que causar ao patrimônio de afetação.”

¹⁷⁹ “Art. 9.º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime. (...)”

Art.11. (...)§ 1.º No Termo de Securitização de Créditos, poderá ser conferido aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora.§ 2.º Uma vez assegurado o direito de que trata o parágrafo anterior, a companhia securitizadora, sempre que se verificar insuficiência do patrimônio separado, promoverá a respectiva recomposição, mediante aditivo ao Termo de Securitização de Créditos, nele incluindo outros créditos imobiliários, com observância dos requisitos previstos nesta seção. § 3.º A realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros.

Art. 12. Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras.

O regime fiduciário é instituído por meio de manifestação unilateral da securitizadora, no termo de securitização. A consequência da constituição do regime fiduciário é a criação do patrimônio separado, integrado pela totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão. Assim, regime fiduciário e patrimônio separado constituem mecanismos unidos, criados pela lei, para limitar a regra geral de que uma pessoa responde com a totalidade de seu patrimônio pelo pagamento de suas obrigações.

Com a instituição do regime fiduciário, a securitizadora se torna responsável pela administração de tal patrimônio, no interesse dos investidores, incluindo não somente a gestão de seus bens, como também a execução de eventual ação de cobrança contra devedores inadimplentes.

Apesar dessa administração, o patrimônio segregado não pode ser dado em garantia pela companhia securitizadora, nem pode ser exigido por outros credores da companhia, por mais privilegiados que sejam¹⁸⁰. Cabe à companhia administrar cada patrimônio separado que venha a instituir, mantendo seus registros contábeis e publicando suas demonstrações financeiras de forma independente.

Parágrafo único. A totalidade do patrimônio da companhia securitizadora responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado. (...)

Art. 14. A insuficiência dos bens do patrimônio separado não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo, nessa hipótese, ao agente fiduciário convocar assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado.

Art. 15. No caso de insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário assumirá imediatamente a custódia e administração dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado e convocará a assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração, observados os requisitos estabelecidos no § 2.º do artigo 14.

Parágrafo único. A insolvência da companhia securitizadora não afetará os patrimônios separados que tenha constituído.”

¹⁸⁰ Destacamos o caráter controverso desta regra dada a existência da Medida Provisória 2.158-35/2001, ainda em vigor, cujo artigo 76 estabelece que “as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos”. Adicionalmente, em seu parágrafo único, prevê que “desta forma permanecem respondendo pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação”. Desse modo, é possível que os créditos que compõem o lastro da securitização, bem como os recursos deles decorrentes, não obstante serem objeto de regime fiduciário, sejam alcançados por credores fiscais, trabalhistas e previdenciários da emissora e, em alguns casos, por credores trabalhistas e previdenciários de pessoas físicas e jurídicas, inclusive diferentes pessoas jurídicas pertencentes ao mesmo grupo econômico da emissora, tendo em vista as normas de responsabilidade solidária e subsidiária de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico existentes em tais casos.

É exigida, ainda, a nomeação de agente fiduciário, responsável pela defesa dos interesses dos investidores e pelo acompanhamento do cumprimento das obrigações da securitizadora com relação ao patrimônio de afetação. Aplicam-se a esse agente as mesmas regras impostas aos agentes fiduciários de emissões de debêntures, previstas pela CVM, na Instrução CVM 28, de 23 de novembro de 1983, conforme alterada, e pela Lei 6.404/1976. Caso a securitizadora não cumpra com seus deveres, caberá ao agente fiduciário assumir a administração do patrimônio separado, em favor de seus beneficiários.

Na ausência de regime fiduciário, há comunicação entre os créditos vinculados à emissão e os demais ativos da securitizadora, inclusive recebíveis de diferentes operações de securitização, sendo a companhia responsável direta e exclusivamente por qualquer desvio dos recursos obtidos do lastro da emissão.

Assim, a adoção do regime fiduciário é viabilizada por meio da vinculação de determinada parcela do patrimônio da securitizadora a finalidade específica. Referida parcela não se comunica com os demais itens que compõem o patrimônio da companhia securitizadora, o que significa que tal parcela não pode ser afetada por destinação diversa daquela que lhe foi atribuída.

4.4. Falência da Companhia Securitizadora

A companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio, por exercer atividade empresarial, com profissionalismo, organização, habitualidade e fins lucrativos, utilizando-se do tipo societário sociedade anônima, está sujeita a falência, assim como está, a princípio, toda sociedade empresária, salvo algumas exceções legais expressas. Essa é a regra geral contemplada pelo artigo 1.º da Lei 11.101, de 9 de fevereiro de 2005, diploma legal que disciplina o direito falimentar no Brasil.

Vale ressaltar que o legislador preferiu excluir, total ou parcialmente, do âmbito do direito falimentar alguns empresários em função do interesse público. Para Mauro

Rodrigues Penteadó¹⁸¹, residem no interesse geral da sociedade, ou no interesse público, as razões que levam o legislador a excluir determinadas entidades do âmbito da falência, sejam elas (i) de ordem mais geral ou sistêmica (financeiras, seguros), sejam elas (ii) decorrentes de especificidades de determinadas atividades (de que constituem exemplos significativos os consideradas do Decreto-lei 669, de 3 de julho de 1969, que proibiu as empresas de transportes aéreo de requerer concordata).

Note-se que na exclusão total, também denominada de exclusão absoluta, a empresa nunca poderá falir, como é o caso das sociedades de economia mista, empresas públicas e câmaras de compensação. Já na exclusão parcial, também denominadas de exclusão relativa, a sociedade não poderá falir apenas em determinadas situações, como é o caso das seguradoras operadoras de planos privados de assistência à saúde e instituições financeiras¹⁸².

No entanto, de acordo com a Lei 11.101/2005, as companhias securitizadoras permanecem sujeitas à falência, o que por si só não pode ser considerado algo ruim, na medida em que se sujeitando ao ônus de eventual processo falimentar em caso de insolvência, a sociedade também poderá fruir do benefício da recuperação extrajudicial ou judicial visando à sua recuperação efetiva.

A recuperação pode ser entendida como um tratamento outorgado às empresas em situação de crise econômico-financeira, que permite a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica. Nesse sentido, a recuperação oferece ao devedor uma oportunidade de negociação de suas dívidas, antes que seja presumida sua insolvência. Esse momento serve para que este demonstre que tem condições de sair da crise em que se encontra e readquirir a capacidade de adimplir com suas obrigações.

Ressalte-se que, apesar de ser um benefício ao empresário, esse instituto recuperacional não pode ser visto como um favor legal, como era definida a antiga

¹⁸¹ PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007. p. 104.

¹⁸² COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*, cit., v. 3, p. 249.

concordata disciplinada pelo Decreto-lei 7.661/1945. A concordada era uma moratória concedida como um favor legal, unilateralmente requerida pelo devedor, e que seria deferida pelo juiz desde que presentes os requisitos legais para tanto, mesmo contra a vontade de um, de vários ou de todos os credores.

Para Trajano de Miranda Valverde¹⁸³, não há dúvidas quanto à feição da concordata: “A configuração nitidamente processual que a lei imprimiu ao instituto da concordata, quer preventiva, quer suspensiva da falência, não permite mais se duvide de sua feição característica – um favor que o Estado, por intermédio do Poder Judiciário, concede ao devedor comerciante, infeliz e de boa-fé”.

Já o processo de recuperação depende sempre da aprovação dos credores, (i) seja pela ausência de objeções quanto ao plano de recuperação proposto; ou (ii) seja pela aprovação do plano pela assembleia geral de credores. A recuperação deve ser encarada como um negócio jurídico privado bilateral, pois celebrado entre as partes, realizado com a supervisão do juiz e vinculado às exigências previstas na legislação específica.

Portanto, percebe-se que, apesar de não ser um favor legal, a recuperação, quando aplicável e viável, pode ser um bom instrumento para a recondução econômica, financeira e comercial da companhia securitizadora que se apresente em crise.

No que tange à falência, sua finalidade se aproxima muito do instituto da recuperação. Originalmente concebida com uma forte inspiração punitiva¹⁸⁴, a falência atual visa à preservação da empresa, ainda que seja necessário conceder sua exploração a outra pessoa. Dentro desse espírito é que o legislador redigiu o artigo 75 da Lei 11.101/2005¹⁸⁵.

¹⁸³ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Comentários à Lei de Falências*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999. v. 3, p. 5.

¹⁸⁴ Waldemar Ferreira (*Instituições de direito mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1954, v. 5, p. 16) menciona que em Gênova, as prisões e penas infamantes eram comuns à repressão de comerciantes fracassados.

¹⁸⁵ “Art. 75. A falência, ao promover o afastamento do devedor de suas atividades, visa a preservar e otimizar a utilização produtiva dos bens, ativos e recursos produtivos, inclusive os intangíveis, da empresa. Parágrafo único. O processo de falência atenderá aos princípios da celeridade e da economia processual.”

Nesse contexto, para que seja decretada a falência de uma companhia securitizadora, mister se faz a presença de alguma das situações elencadas no artigo 94 da Lei 11.101/2005¹⁸⁶.

Percebe-se do dispositivo legal acima mencionado que o pressuposto objetivo para a decretação da falência é o desequilíbrio patrimonial do devedor, que se traduz pelo estado de insolvência, e este se exterioriza quer pelo inadimplemento, tal como previsto no inciso I, quer pelas situações arroladas nos incisos II e III acima.

Portanto, caso a securitizadora incorra em alguma das situações acima narradas e, por consequência, tenha sua falência decretada, a companhia perderá o direito de administrar livremente seus bens e deles dispor de acordo com o que preceitua o artigo 103 da Lei 11.101/2005. Nessa situação, todos os bens da companhia securitizadora, em sua posse ou na posse de terceiros, presentes ou futuros, serão arrecadados, com exceção dos bens impenhoráveis que escapam da arrecadação, de acordo com o que reza o artigo 108, § 4.º, da Lei 11.101/2005.

Os bens da securitizadora arrecadados irão formar a massa falida, a qual, na visão de Trajano Miranda Valverde¹⁸⁷, constitui um patrimônio autônomo, assim compreendido como o complexo de direitos e obrigações destinados pela lei a atender

¹⁸⁶ “Art. 94. Será decretada a falência do devedor que:

I – sem relevante razão de direito, não paga, no vencimento, obrigação líquida materializada em título ou títulos executivos protestados cuja soma ultrapasse o equivalente a 40 (quarenta) salários-mínimos na data do pedido de falência;

II – executado por qualquer quantia líquida, não paga, não deposita e não nomeia à penhora bens suficientes dentro do prazo legal;

III – pratica qualquer dos seguintes atos, exceto se fizer parte de plano de recuperação judicial:

a) procede à liquidação precipitada de seus ativos ou lança mão de meio ruinoso ou fraudulento para realizar pagamentos;

b) realiza ou, por atos inequívocos, tenta realizar, com o objetivo de retardar pagamentos ou fraudar credores, negócio simulado ou alienação de parte ou da totalidade de seu ativo a terceiro, credor ou não;

c) transfere estabelecimento a terceiro, credor ou não, sem o consentimento de todos os credores e sem ficar com bens suficientes para solver seu passivo;

d) simula a transferência de seu principal estabelecimento com o objetivo de burlar a legislação ou a fiscalização ou para prejudicar credor;

e) dá ou reforça garantia a credor por dívida contraída anteriormente sem ficar com bens livres e desembaraçados suficientes para saldar seu passivo;

f) ausenta-se sem deixar representante habilitado e com recursos suficientes para pagar os credores, abandona estabelecimento ou tenta ocultar-se de seu domicílio, do local de sua sede ou de seu principal estabelecimento;

g) deixa de cumprir, no prazo estabelecido, obrigação assumida no plano de recuperação judicial. (...)”

¹⁸⁷ VALVERDE, Trajano de Miranda. *Comentários à Lei de Falências*, cit., v. 3, p. 19.

uma determinada finalidade. Tais bens passarão em regra a ser administrados pelo administrador judicial da falência, devidamente nomeado pelo juiz competente.

Questão importante que se coloca nesse contexto é com relação aos direitos creditórios utilizados como lastro de CRAs emitidos pela companhia securitizadora falida. Podem esses direitos creditórios, ativos, ser arrecadados e passar a compor a massa falida da companhia?

A princípio, poderia se entender que por comporem a esfera patrimonial da companhia securitizadora e, conseqüentemente, serem direitos disponíveis, os lastros deveriam ser arrecadados para compor a massa falida da respectiva companhia e ser utilizados para os fins a que se destina a massa falida.

No entanto, caso os direitos creditórios utilizados como lastro de CRAs sejam objeto de regime fiduciário, o tratamento deve ser verticalmente oposto. Isso porque o regime fiduciário, como já versado neste trabalho, constitui patrimônio separado do patrimônio geral da companhia securitizadora e serve exclusivamente como garantia da solvência dos títulos emitidos.

Tal patrimônio separado, de acordo com o que dispõe a Lei 9.514/1997, aplicável ao CRA, não se confunde com o patrimônio da companhia securitizadora até que se resgatem todos os títulos emitidos com base no regime fiduciário daquela emissão. Após o resgate total da respectiva série de CRAs, que tinha um patrimônio separado como garantia, este passa novamente a incorporar o patrimônio da companhia securitizadora.

Verifica-se, portanto, que os direitos creditórios objeto do regime fiduciário compõem um patrimônio de afetação instituído para o cumprimento de determinada finalidade específica, qual seja a liquidação dos CRAs emitidos e a ele (patrimônio de afetação) vinculados.

Nesse contexto, a Lei 11.101/2005 foi expressa ao excluir da massa falida os patrimônios de afetação, de acordo com a redação do artigo 119¹⁸⁸.

Para Ricardo Tepedino¹⁸⁹ a lei foi coerente ao livrar os patrimônios de afetação dos efeitos da falência, para que estes permaneçam a serviço da finalidade que lhes justificou a criação, até que seja esta exaurida. Para o autor, somente quando for esgotada a missão designada pelo patrimônio é que o administrador arrecadará o saldo a favor da massa falida.

Renato Buranello e Ana Leandro¹⁹⁰, quando versaram sobre a falência das companhias securitizadoras, encamparam o entendimento. Na opinião dos autores, além dos bens impenhoráveis, não serão objeto de arrecadação os que constituam patrimônio de afetação estabelecido para o cumprimento de destinação específica pelo devedor.

Dessa forma, tem-se que os direitos creditórios utilizados como lastro de CRAs, caso constituam regime fiduciário, não respondem por obrigações da companhia securitizadora, protegendo desse modo os investidores que detêm os CRAs. Por outro lado, caso os direitos creditórios não tenham sido segregados, via regime fiduciário, referidos bens passam a compor o patrimônio geral da companhia securitizadora e poderão ser arrecadas em hipótese de falência para liquidar as dívidas da respectiva companhia.

¹⁸⁸ “Art. 119. Nas relações contratuais a seguir mencionadas prevalecerão as seguintes regras:

(...)

IX – os patrimônios de afetação, constituídos para cumprimento de destinação específica, obedecerão ao disposto na legislação respectiva, permanecendo seus bens, direitos e obrigações separados dos do falido até o advento do respectivo termo ou até o cumprimento de sua finalidade, ocasião em que o administrador judicial arrecadará o saldo a favor da massa falida ou inscreverá na classe própria o crédito que contra ela remanescer. (...)”

¹⁸⁹ TEPEDINO, Ricardo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos de Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo: Saraiva, 2009. p. 376.

¹⁹⁰ BURANELLO, Renato M.; LEANDRO, Ana. *Securitização de títulos e certificado de recebíveis do agronegócio*, cit., p. 542.

5. ESTUDO DE CASO CONCRETO – OPERAÇÃO DE EMISSÃO DE CRA

Feita a contextualização e análise teórica do CRA nos tópicos precedentes, neste capítulo apresentaremos em detalhes a primeira emissão pública de CRA ocorrida em 2012 por meio da companhia Octante Securitizadora S.A..

O estudo aqui reproduzido foi realizado com base nos documentos e informações disponibilizados no *site* da CVM e da própria companhia securitizadora.

5.1. Características Gerais da Operação

Trata-se de uma operação de securitização de recebíveis com emissão de CRAs, pela companhia Octante Securitizadora S.A., lastreados em direitos creditórios do agronegócio, no valor total, na data de emissão, de R\$ 90.000.000,00 (noventa milhões de reais), visando à captação de recursos para 4 (quatro) empresas especializadas em distribuição de insumos agrícolas, localizadas no Estado do Mato Grosso, popularmente conhecidas como revendas.

Os recursos captados e repassados às revendas foram utilizados especificamente para aquisição de insumos agrícolas junto a determinados fornecedores autorizados, devidamente qualificados nos documentos da emissão.

A operação em referência contou com a emissão de 285 (duzentos e oitenta e cinco) CRAs Seniores, com valor nominal unitário de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), perfazendo, na data da emissão, o valor total de R\$ 85.500.000,00 (oitenta e cinco milhões e quinhentos mil reais) e emissão de 15 (quinze) CRAs Subordinados, também com valor nominal unitário de R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais), perfazendo, na data da emissão, o valor total de R\$ 4.500.000,00 (quatro milhões e quinhentos mil reais).

Os CRAs foram lastreados em direitos creditórios do agronegócio consubstanciados por CDCA emitidos pelas revendas em favor da companhia securitizadora. Nos termos da Lei 11.076/2004, a cada CDCA foram vinculados direitos creditórios do agronegócio decorrentes de CPRs e de contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas.

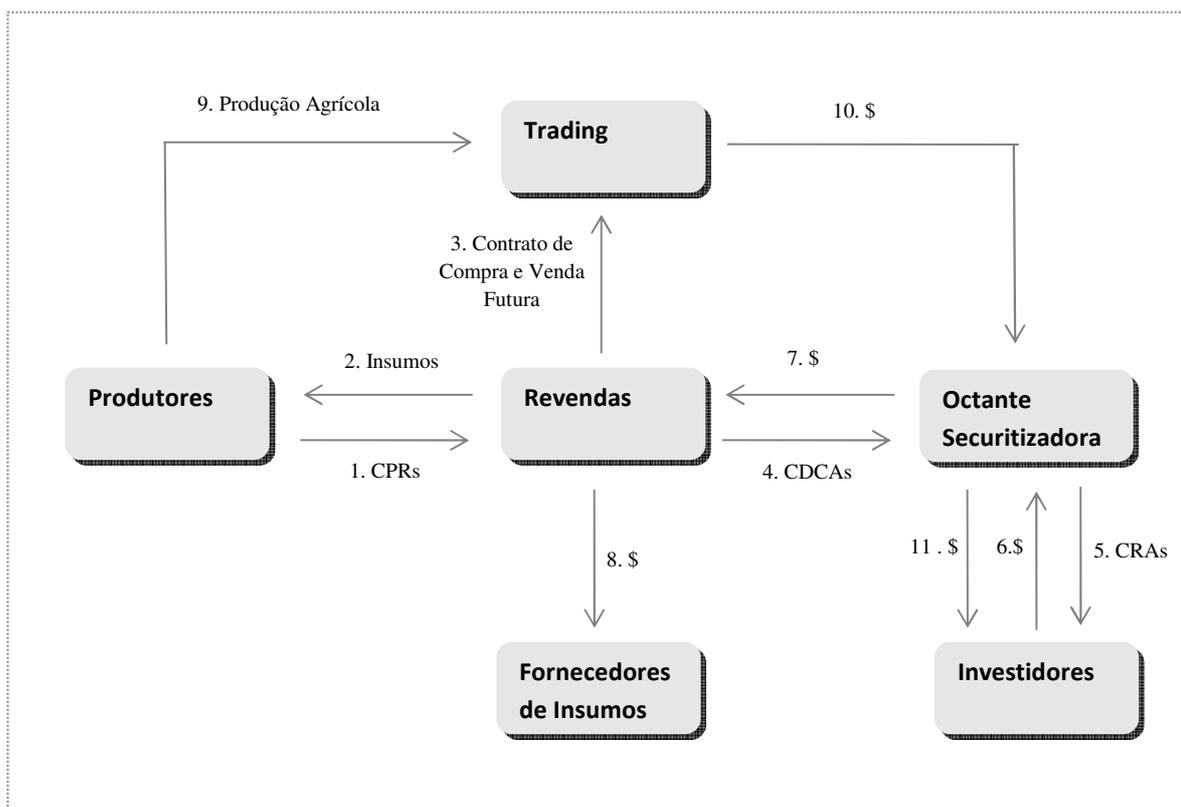
Os títulos foram emitidos em 2 de agosto de 2012, com vencimento original em 30 de agosto de 2013, e prorrogados automaticamente até 30 de junho de 2014.

As características gerais dessa emissão estão consolidadas na tabela abaixo.

Série	Classe	Valor Unit. dos CRAs (R\$ mil)	N. de CRAs	Valor da Série (R\$ mil)	Data de Emissão	Vencimento Final	Taxa a.a.	Rating Fitch
1.º	Sênior	300	285	85.500	02.08.2012	30.06.2014	109% da Taxa DI	AAA (br)
2.º	Subord.	300	15	4.500	02.08.2012	30.06.2014	110% da Taxa DI	-

5.2. Fluxo da Operação de Emissão de CRA

A operação de emissão de CRA aqui estudada pode ser ilustrada pelo seguinte fluxo:



Para facilitar a compreensão do fluxo, descrevo abaixo o passo a passo da operação analisada.

Nos itens 1 e 2, respectivamente, os produtores rurais emitiram CPRs físicas, representativas da promessa de entrega de produtos agrícolas, em favor das revendas, e, em contrapartida, as revendas, como pagamento, entregaram insumos agrícolas aos produtores rurais.

Na sequência, no item 3, as revendas celebraram com *trading companies*, devidamente habilitadas nos documentos da oferta, contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas, por meio dos quais as revendas se comprometeram a entregar, por si ou através de terceiros, determinado volume fixo de produto agrícola, e as *trading companies* se comprometeram a pagar determinado valor, fixo, e em reais, às revendas.

Já no item 4, as revendas, detentoras dos direitos creditórios advindos das CPRs e dos contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas, emitiram, em favor da companhia Octante Securitizadora S.A., CDCAs lastreados nos respectivos direitos creditórios detidos.

No item 5, a companhia Octante Securitizadora S.A. emitiu os CRAs lastreados nos CDCAs adquiridos, formalizando assim o termo de securitização aplicável e instituindo o patrimônio separado sobre os CDCAs e demais garantias aplicáveis.

Em consequência da emissão dos CRAs, os investidores superqualificados e qualificados subscreveram e integralizaram os CRAs, conforme visto no item 6.

No item 7, verifica-se que os recursos captados com a emissão dos CRAs e integralizados pelos investidores foram utilizados para pagamento dos CDCAs emitidos pelas revendas. Esses mesmos recursos pagos pelos CDCAs foram destinados, no item 8, aos fornecedores de insumos que vendem seus produtos às revendas para que estas desenvolvam suas atividades econômicas.

Já no período de safra, item 9, os produtores rurais entregam os produtos agrícolas prometidos pelas CPRs. O local de entrega da produção agrícola, designado na

própria CPR, é o endereço da respectiva *trading company*, de forma que a entrega física¹⁹¹ do produto já aciona o dever de a *trading company* pagar o produto recebido.

Após a *performance* dos contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas, item 10, as *trading companies* pagam o valor devido diretamente na conta corrente vinculada à operação aberta em nome das revendas com a finalidade de direcionar os recursos diretamente para a companhia Octante Securitizadora S.A., para que esta liquide os CRAs.

Por fim, no item 11, a companhia Octante Securitizadora S.A. liquida os CRAs junto aos investidores.

Em última análise, portanto, percebe-se que o objetivo da operação é viabilizar a oferta de um pacote completo de insumos, incluindo sementes, fertilizantes e defensivos, para os produtores rurais, financiado pelas revendas. Para tanto, as revendas contaram com a emissão como fonte de financiamento.

5.3. Lastros Aplicáveis

Os CRAs foram lastreados por direitos creditórios do agronegócio consubstanciados por CDCAs emitidos pelas revendas em favor da companhia securitizadora, de acordo com a Lei 11.076/2004.

Cada CDCA (i) representa título de crédito por meio do qual a revenda emitente compromete-se a pagar determinada quantia em moeda corrente nacional para a companhia securitizadora e (ii) foi vinculado a direitos creditórios do agronegócio decorrentes (a) de CPRs, e (b) de contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas.

Em garantia ao fiel e integral cumprimento de todas as obrigações, principais e acessórias, assumidas pelas revendas nos CDCA, as revendas cederam fiduciariamente em favor da companhia securitizadora, conforme os artigos 33 e 41 da Lei 11.076, concomitantemente com o artigo 66-B da Lei 4.728/1967, (i) direitos creditórios do

¹⁹¹ Ato contínuo à entrega física da produção agrícola, do produto rural à *trading company*, ocorre a emissão da nota fiscal de venda da revenda para a *trading company*.

agronegócio decorrentes de CPRs e de contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas e (ii) direitos creditórios, atuais ou futuros, detidos e a serem detidos nas contas vinculadas nas quais serão depositados pelos compradores dos produtos agrícolas os pagamentos advindos dos contratos de compra e venda futura.

Adicionalmente, os CDCAs continham aval, prestado por avalistas, os quais são responsáveis de forma solidária por todas as obrigações da respectiva revenda para com a companhia securitizadora, bem como seguro de crédito contratado com a finalidade de garantir, em conjunto com as demais garantias, o integral cumprimento das obrigações, principais e acessórias, constantes nos CDCAs.

Por fim, ainda como garantia, foi convencionada pelas revendas uma garantia cruzada entre os CDCAs, pela qual eventual saldo verificado após a liquidação integral de determinado CDCA serviria para garantir o pagamento do saldo devedor de outros CDCAs emitidos pelas revendas em favor da companhia securitizadora.

O vencimento original de cada CDCA, originalmente pactuado para 30 de junho de 2013, foi automaticamente prorrogado para 30 de abril de 2014, em virtude da ocorrência de um evento de prorrogação automática previsto nos documentos da operação.

As revendas emitentes dos CDCAS obrigaram-se a proceder ao resgate integral destes pelo valor nominal, acrescido dos juros remuneratórios, na data de vencimento dos CDCAs.

5.4. Garantias Aplicáveis

Os CRAs não contaram com garantia flutuante da companhia securitizadora, mas contam com as garantias previstas nos CDCAs, que são: (i) o aval; (ii) a cessão fiduciária de CPRs; (iii) a cessão fiduciária de direitos creditórios advindos de contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas; (iv) a cessão fiduciária de direitos creditórios detidos nas contas vinculadas; (v) a garantia cruzada dos CDCAs; e (vi) o seguro de crédito sobre os CDCAs, assegurando o cumprimento das obrigações assumidas nos CDCAs que lhe servem de lastro.

5.5. Regime de Colocação

Os CRAs Seniores foram distribuídos publicamente, sob o regime de melhores esforços de colocação, nos termos da Instrução CVM 400/2003, em favor de investidores qualificados, mediante a intermediação do coordenador líder, a XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A..

Já os CRAs Subordinados foram distribuídos, sob o regime de esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476/2009, em favor exclusivo da Bunge Fertilizantes S.A., na qualidade de investidor superqualificado, também mediante a intermediação do coordenador líder, a XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A.

5.6. Destinação dos Recursos

Os recursos obtidos com a subscrição dos CRAs foram utilizados exclusivamente pela companhia securitizadora para (i) pagamento dos CDCAs adquiridos junto às revendas, sendo que tais recursos foram destinados pelas revendas exclusivamente para o pagamento dos insumos aos fornecedores autorizados na operação; (ii) imediatamente após o pagamento previsto na alínea (i) acima, pagamento do prêmio do seguro objeto da apólice de seguro, bem como de qualquer comissão e encargos devidos em razão da emissão da apólice de seguro; (iii) pagamento dos custos de oferta e oferta restrita e (iv) o valor que sobejou os itens (i), (ii) e (iii) acima, para a constituição de um fundo de reserva.

5.7. Regime Fiduciário e Patrimônio Separado

A companhia securitizadora, nos termos facultados pelo artigo 39 da Lei 11.076/2004 e nos termos dos artigos 9.º a 16 da Lei 9.514/1997, constituiu regime fiduciário sobre os direitos creditórios do agronegócio utilizados como lastro dos CRAs, bem como sobre seus respectivos acessórios e garantias, incluindo o seguro objeto da apólice de seguro e o fundo de reserva.

Nesse sentido, todos os direitos, ativos ou bens sujeitos ao regime fiduciário foram destacados do patrimônio da companhia securitizadora e passaram a constituir patrimônio separado distinto, destinado especificamente ao pagamento dos CRAs e das demais obrigações relativas ao regime fiduciário, nos termos do artigo 11 da Lei 9.514/1997.

Portanto, os direitos, ativos e bens que compõem o patrimônio separado estão isentos de qualquer ação ou execução de outros credores da companhia securitizadora que não sejam os titulares dos CRAs, não sendo, portanto, passíveis de constituição de outras garantias de excussão, por mais privilegiadas que sejam, exceção feita a credores de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista.

A insolvência da companhia securitizadora não afetará o patrimônio separado constituído.

5.8. Demais Participantes Envolvidos na Operação

Além dos principais participantes dessa operação de securitização, como visto no fluxo acima, quais sejam o produtor rural, as revendas, a companhia securitizadora, os fornecedores de insumos, as *trading companies* e os investidores, existem participantes que contribuiriam diretamente para a operação em análise.

Participou dessa emissão como coordenador líder a XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., instituição financeira integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, cuja função principal se resumia à intermediação da distribuição dos CRAs junto aos investidores.

Também participou da operação, como agente escriturador, registrador e custodiante, a instituição financeira BNY Mellon Serviços Financeiros Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. O agente escriturador, registrador e custodiante ficou incumbido de realizar a escrituração dos CRAs, a custódia dos documentos comprobatórios dos CRAs e das CPRs, e o registro dos CDCAs, dos CRAs, das CPRs e dos contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas na BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros.

A operação contou também com o serviço de estruturação ofertado pela Octante Gestão de Recursos Ltda.

O Deutsche Bank S.A. – Banco Alemão, instituição financeira, participou da operação como responsável pelo recebimento dos valores relativos à liquidação financeira da subscrição dos CRAs, pelos pagamentos atinentes aos CRAs e pela manutenção e operacionalização das contas vinculadas abertas em nome das revendas.

O regime fiduciário ficou a cargo do agente fiduciário Planner Trustee DTVM Ltda., cujas principais funções compreendem mas não se limitam a: (i) zelar pela proteção dos direitos e interesses dos titulares dos CRAs, acompanhando a atuação da companhia securitizadora na gestão do patrimônio separado; (ii) adotar as medidas judiciais ou extrajudiciais necessárias à defesa dos interesses dos titulares dos CRAs; (iii) promover, quando previsto no termo de securitização, a liquidação do patrimônio separado; (iv) emitir parecer sobre a suficiência das informações constantes das propostas de modificações nas condições dos CRAs; (v) verificar a regularidade da constituição das garantias, observando a manutenção de sua suficiência e exequibilidade; (vi) acompanhar a observância da periodicidade na prestação das informações obrigatórias, alertando os titulares dos CRAs acerca de eventuais omissões ou inverdades constantes de tais informações; (vii) solicitar, quando considerar necessário, auditoria extraordinária na companhia securitizadora; e (viii) convocar assembleia geral de titulares dos CRAs no caso de qualquer inadimplência das obrigações dos CRAs e na hipótese de insuficiência dos bens do patrimônio separado, para deliberar sobre a forma de administração ou liquidação do patrimônio separado, bem como para a nomeação do liquidante.

A operação contou também a interveniência de um agente administrativo, a saber, Syngenta Proteção de Cultivos Ltda, contratado pela companhia securitizadora para auxiliar (i) na checagem da formalização das CPRs e dos contratos de compra e venda futura de produtos agrícolas, (ii) no monitoramento agrícola, devendo para tanto emitir laudos de monitoramento e (iii) na cobrança dos direitos creditórios utilizados como lastro dos CRAs e dos CDCAs.

Também participou da operação a seguradora Chartis Europe Limited, seguradora regularmente incorporada sob as leis da Inglaterra e do País de Gales, que celebrou com a companhia securitizadora a apólice de seguro que tem como finalidade garantir, em conjunto com as demais garantias dos CDCAs, o pontual e integral cumprimento das obrigações, principais e acessórias, constantes nos CDCAs.

Na parte de formalização e checagem de todos os documentos envolvidos e relacionados, a emissão contou com a participação de três principais consultores jurídicos. O escritório Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados atuou como consultor jurídico da companhia securitizadora para todos os aspectos relacionados à oferta, o escritório Lefosse Advogados atuou como consultor jurídico do agente administrativo, e o escritório Demarest e Almeida Advogados atuou como consultor jurídico da companhia securitizadora para todos os aspectos relacionados ao agronegócio e como consultor jurídico do investidor dos CRAs Subordinados.

Por fim, para checagem das contas e demonstrações contábeis da companhia securitizadora, inclusive aquelas relacionadas ao patrimônio separado, participou da operação a empresa de auditoria independente PricewaterhouseCoopers.

5.9. Custos da Operação

A complexidade da operação refletiu também em relevantes custos para sua estruturação. O dispêndio previsto com contratação dos diversos prestadores de serviço e registro junto aos órgãos competentes pelo prospecto foi de R\$ 3.077.176,00, conforme tabela a seguir:

Comissões e Despesas	Custo Total (R\$)
Coordenador Líder	
Comissão de Coordenação e Colocação	684.000,00
Comissão de Sucesso	32.423,27
Octante Gestora – Comissão de Estruturação	1.026.000,00

Securitizedadora – Comissão de Emissão	247.000,00
Agente Administrativo	351.500,00
Agente Fiduciário	28.500,00
Agente Registrador	50.350,00
Agente de Depósito	24.225,00
Taxa de Registro na CVM	42.750,00
Registro CDCA, CPR e Contratos de Compra e Venda Futura na BM&FBOVESPA	4.217,73
Registro CRA Sênior na BM&FBOVESPA	1.710,00
Advogados e Consultores	427.500,00
Agência Classificadora de Risco	100.000,00
Outras Despesas	57.000,00
Total	3.077.176,00

A relação acima contempla apenas os custos decorrentes da emissão e colocação dos CRAs Seniores. Eventuais despesas e custos adicionais decorrentes da emissão e colocação dos CRAs Subordinados devem ser somadas aos montantes acima.

5.10. Rentabilidade dos CRAs

A remuneração que se paga aos titulares dos CRAs, incidente sobre o saldo do valor nominal unitário do CRA desde a data de emissão, é composta por juros equivalentes a 109% (cento e nove por cento) da Taxa DI para os CRAs Seniores e 110% da Taxa DI para os CRAs Subordinados, calculada de forma exponencial e cumulativa *pro rata temporis* por Dias Úteis decorridos ao ano, base 252 (duzentos e cinquenta e dois) dias úteis, de acordo com a seguinte fórmula:

$$J = VNa \times (FatorJuros - 1)$$

onde:

- J valor unitário dos juros remuneratórios devidos no final do Período de Capitalização, calculado com 6 (seis) casas decimais sem arredondamento;
- VNa Valor nominal unitário dos CRAs, calculado com 6 (seis) casas decimais, sem arredondamento;
- FatorJuros Fator de juros fixos, calculado com 9 (nove) casas decimais, com arredondamento.

$$\text{FatorJuros} = \left\{ \left[\left(\frac{\text{taxa}}{100} + 1 \right)^{\frac{\text{DP}}{252}} \right] \right\}$$

onde:

- taxa Percentual de remuneração dos CRAs, informada com 4 (quatro) casas decimais;
- DP É o número de dias úteis entre a data de emissão e a data atual.

A remuneração oferecida pelos títulos apresentava-se bastante atrativa em relação a outras alternativas de investimentos, sobretudo para investidores pessoa física, para quem os rendimentos auferidos seriam isentos de IR.

CONCLUSÃO

O presente trabalho teve por escopo a intenção de estudar de forma mais aprofundada o Certificado de Recebíveis do Agronegócio, título de crédito criado pela Lei 11.076/2004, representativo da promessa de pagamento em dinheiro lastreado em direitos creditórios do agronegócio.

O ponto de partida foi ressaltar a importância do contexto no qual esse instrumento está relacionado, qual seja o agronegócio. O agronegócio, já não mais entendido como a mera atividade de produção agropecuária, deve ser compreendido como o conjunto de todas as atividades econômicas relacionadas, direta ou indiretamente, com a atividade agropecuária, incluindo mas não se limitando às pessoas físicas e jurídicas que produzem, processam e distribuem produtos agropecuários, produzem e fornecem insumos de natureza agropecuária, participam da logística, distribuição e comercialização dos produtos agropecuários, *in natura*, processados e beneficiados.

Esse setor, como demonstrado, além de extremamente importante para a economia nacional, detém uma série de características específicas que devem ser observadas quando se for tratar de qualquer tema relacionado ao setor, quais sejam a sazonalidade, a perecibilidade, os fatores biológicos e a variação de preço. Uma outra característica relevante é a necessidade intensiva de capital financiado. Nesse contexto, portanto, é que surge a securitização como um instrumento de desenvolvimento.

Vimos que a securitização de direitos creditórios despontou de fato nos Estados Unidos da América, na década de 1970, como uma alternativa para o financiamento do setor imobiliário norte-americano. Na época, a demanda por crédito imobiliário era bem superior à oferta, o que gerava uma constante insatisfação da população junto ao governo. Portanto, a securitização representou, nesse país, um avanço extremamente relevante para o mercado imobiliário. Com o sucesso da securitização no mercado imobiliário norte-americano, referida tecnologia passou a ser utilizada em outros setores da economia, como no mercado financeiro e em outros países, inclusive no Brasil, como também foi abordado no trabalho.

Apesar de esse fenômeno comportar diversas abordagens, foi sedimentado que a securitização é um processo de emissão de títulos de crédito ou valores mobiliários, lastreados em créditos, por uma entidade cujo propósito específico é a aquisição de direitos creditórios para securitização.

Ressalvou-se, de forma geral, todos os benefícios atinentes ao processo de securitização aplicáveis a todos os agentes envolvidos, incluindo tomador, emissor e investidor, sendo as principais: redução do risco, melhor remuneração do capital empregado, diversificação das fontes de captação e liquidez. No entanto, também foram mencionadas algumas ameaças ao processo de securitização, tais como: seleção adversa de ativos e custo financeiro e de estruturação elevados.

No que tange à estrutura, vimos que todas as operações de securitização, apesar de suas peculiaridades inerentes, comungam da mesma base estrutural, sendo calcadas sempre na transferência de direitos creditórios para um terceiro, que será a entidade emissora constituída para esse fim, e que financia a compra desses direitos creditórios por meio da emissão de instrumentos financeiros negociáveis lastreados nesses ativos.

A entidade poderá ser constituída por meio de um *trust*, instituto não previsto por nossa legislação, por uma sociedade com propósito específico ou por um fundo de investimentos. Verifica-se que atualmente grande parte das operações se dá por meio de sociedade de propósito específico (SPE) ou de fundo de recebíveis. A transferência dos direitos creditórios para essa entidade se dá por meio da cessão de créditos. Por fim, a última etapa da implementação de uma operação de securitização consiste na emissão pelo veículo de propósito específico de títulos ou valores mobiliários, que servem de lastro, se transformam em títulos negociáveis e passam a circular.

Nesse processo, mencionou-se que, além dos principais participantes da operação de securitização, o originador, o veículo de propósito específico e o investidor, existem outros participantes que também colaboram nas estruturas de securitização, quais sejam o agente fiduciário, o estruturador, o distribuidor, a agência de classificação de risco e o auditor independente.

Terminando a primeira parte do trabalho, apresentamos e explicamos as principais espécies de operações de securitização previstas na legislação brasileira, ao lado da securitização do agronegócio, que são: securitização de exportações, securitização de recebíveis do mercado financeiro, securitização de créditos imobiliários e securitização de recebíveis.

Já na segunda parte, objeto principal do trabalho, vimos que o CRA surgiu em função da necessidade de aumento e diversificação das fontes de financiamento para o agronegócio, sobretudo do setor privado. Nesse contexto que foi editada a Lei 11.076/2004, resultado da conversão da Medida Provisória 221/2004, pela qual foram criados novos títulos para financiamento privado do agronegócio brasileiro, quais sejam o CDA/WA, o CDCA, a LCA e o CRA. Com esses novos instrumentos, devidamente detalhados no trabalho, ampliou-se o espectro de financiamento para outras etapas da atividade produtiva agropecuária além da produção primária, que por sua vez já dispunha de um instrumento próprio de financiamento que era a CPR.

O CRA definido pelo diploma legal que o instituiu como título de crédito nominativo, de emissão exclusiva das companhias securitizadoras, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, além de deter todos os requisitos de título de crédito, pois (i) constitui uma relação creditícia entre o seu emissor e respectivo credor, (ii) ostenta o atributo da negociabilidade, na medida em que é de livre negociação, e (iii) é um título exequível de acordo com o inciso II do artigo 35 da Lei 11.076/2004, também pode ser caracterizado como valor mobiliário se for ofertado publicamente visando à captação de recursos do público em geral.

Além dos requisitos formais necessários previstos no artigo 37 da Lei 11.076/2004, o CRA precisa estar vinculado a direitos creditórios advindos de negócios jurídicos realizados entre os agentes que, de forma direta ou indireta, fomentam a cadeia produtiva agroindustrial.

Esse instrumento, o CRA, pode ser ofertado de maneira privada, para determinado investidor em específico, sem esforço de venda, ou publicamente. Nesta última situação a venda deve buscar captar recursos da poupança popular e sujeitar-se-á

a uma série de normas legais e regulatórias específicas, incluindo à fiscalização da CVM.

Um dos grandes atrativos do CRA, como pudemos explicar no texto, refere-se aos benefícios fiscais conferidos aos investidores desse tipo de instrumento. Os rendimentos positivos dos investidores pessoas físicas de CRA estão isentos do imposto de renda retido na fonte e na declaração de ajuste anual, independentemente da data de emissão do referido certificado, a partir de 13 de junho de 2006, conforme disposição incorporada ao artigo 3.º, inciso IV, da Lei 11.033/2004, pelo artigo 7.º da Lei 11.311/2006.

Outra vantagem é a alíquota zero de IOF nas operações de (i) aquisição, cessão e/ou transferência de CRA, conforme o § 2.º, inciso V, do artigo 32 do Decreto 6.306/2007 e alterações posteriores, e de (ii) câmbio relacionadas aos investimentos em CRA, no ingresso e no retorno dos recursos, conforme o artigo 15-A, inciso XXIII, do Decreto 6.306/2007 e alterações posteriores.

Ainda no capítulo 3, foi feito um paralelo entre o CRA e o CRI e o FIDC, dois dos principais instrumentos de securitização no Brasil, em função de algumas similaridades e de sua importância.

Por fim, elencaram-se e explicaram-se os fatores de risco envolvidos em uma operação de securitização do agronegócio, eles os quais listamos como principais os riscos relacionados: (i) à operação de securitização e ao CRA em virtude do baixo volume de operações existente e da ausência de um mercado secundário líquido e ativo para negociação desses instrumentos; (ii) à emissora, pois esta deve cumprir uma série de requisitos legais e regulatórios cuja inobservância pode comprometer sua atividade e conseqüentemente as operações por ela realizadas; (iii) ao devedor, que pode ser identificado também como risco de inadimplência ou *default*; (iv) ao cedente, pois cabe a ele a originação regular dos créditos dentro dos critérios e condições previamente estabelecidos pelas partes da operação; e (v) ao agronegócio que, por sua vez, podem ser subdivididos em riscos físicos e riscos de mercado. Os riscos físicos do agronegócio são aqueles gerados, principalmente, pelo clima e pela incidência de doenças e pragas. Já os riscos de mercado são os gerados pela variação no preço dos produtos.

No capítulo 4, versamos sobre a companhia securitizadora do agronegócio, veículo necessário para a emissão dos CRAs.

Cumpra apontar preliminarmente, como demonstrado no texto, que essa entidade não pode ser configurada como uma instituição financeira, pois não exerce as atividades inerentes a esse tipo societário específico. A companhia securitizadora do agronegócio tem como finalidade específica a aquisição de direitos créditos do agronegócio para posterior emissão de CRAs. Não é objeto dessa entidade a coleta de recursos junto ao público em geral para utilização própria ou para realizar mútuos financeiros para terceiros.

Outro fator importante, também explicado no trabalho, é a natureza societária da securitizadora do agronegócio. Em que pese a Lei 11.076/2004 determinar que a securitizadora deve ser constituída sob a forma de uma sociedade por ações, restando na prática, portanto, a aplicabilidade do tipo societário sociedade anônima em virtude do desuso do tipo societário sociedade em comandita por ações, a lei silenciou quanto à espécie, se aberta ou fechada.

Apesar de recomendável a utilização de uma sociedade anônima aberta em função da finalidade da operação de securitização, que é a captação de recursos perante investidores em geral, é plenamente factível a constituição de uma securitizadora sob o manto de uma sociedade anônima fechada. Portanto, sob o enfoque jurídico pode-se concluir que a companhia securitizadora do agronegócio pode ser tanto uma sociedade anônima fechada como uma sociedade anônima aberta.

Vimos também que para o sucesso da operação de securitização, necessário se faz segregar os direitos creditórios a serem securitizados, visando evitar que dívidas e/ou outras operações do emissor afetem os direitos creditórios utilizados como lastro do respectivo CRA.

Essa segregação, na operação com CRA, assim como no setor imobiliário via CRI, se dá mediante a instituição de um regime fiduciário. Constituído o regime fiduciário, por meio de manifestação unilateral da securitizadora no termo de

securitização, em regra caberá a esse patrimônio segregado responder pela satisfação dos valores devidos no âmbito da remuneração dos CRAs, salvo disposição em contrário prevista nos documentos da operação.

Ainda nesse contexto, vimos ao final do capítulo 4 que a companhia securitizadora de direitos creditórios do agronegócio, por exercer atividade empresarial, está sujeita a falência, conforme o artigo 1.º da Lei 11.101/2005. Portanto, em caso de falência, todos os bens da companhia securitizadora que estejam em sua posse ou na posse de terceiros, presentes ou futuros, serão arrecadados, com exceção dos bens impenhoráveis que escapam da arrecadação, de acordo com o que reza o artigo 108, § 4.º, da Lei 11.101/2005, para formar a massa falida da securitizadora, a qual será administrada por um administrador judicial devidamente nomeado pelo juiz competente.

No entanto, não poderão ser arrecadados para compor a massa falida da securitizadora os direitos creditórios utilizados como lastro de CRAs que sejam objeto de regime fiduciário. Isso porque o regime fiduciário, como demonstrado, constitui patrimônio separado do patrimônio geral da companhia securitizadora e serve exclusivamente como garantia da solvência dos títulos emitidos. Tal patrimônio separado, de acordo com o que dispõe a Lei 9.514/1997, aplicável ao CRA, não se confunde com o patrimônio da companhia securitizadora até que se resgatem todos os títulos emitidos com base no regime fiduciário daquela emissão. A Lei 11.101/2005 corrobora esse entendimento e exclui da massa falida os patrimônios de afetação.

Por fim, no capítulo 5 do trabalho, para facilitar a visualização de uma operação de securitização no agronegócio, foi apresentada e detalhada a primeira emissão pública de CRA, ocorrida em 2012 por meio da companhia Octante Securitizadora S.A.

BIBLIOGRAFIA

- ABRÃO, Carlos Henrique. *Agronegócio e títulos rurais*. São Paulo: Thomson IOB, 2006.
- ABREU, Felipe Rodrigues de. Títulos do agronegócio. In: QUEIROZ, João Eduardo Lopes; BURANELLO, Renato; BARROSO, Lucas Abreu (coord.). *Revista Brasileira de Direito do Agronegócio – RBD Agro*, Minas Gerais, IDAE, ano III, n. 4, jan-jun. 2010.
- ANDIMA. *Produtos de captação – títulos do agronegócio – CPR (Cédula de Produto Rural)*. Rio de Janeiro, 2008.
- _____. *Produtos de captação – títulos do agronegócio – CDA e WA (Certificado de Depósito Agropecuário e Warrant Agropecuário)*. Rio de Janeiro, 2009.
- ANDREI, Daniela Mussolini Llorca Sanchez. O sistema de distribuição de valores mobiliários. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2006.
- ANTUNES VARELA, João de Matos. *Direito das obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 1978.
- ARAÚJO, Massilon J. *Fundamentos de agronegócios*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- ARAUJO, Ney Bittencourt de; WEDEKIN, Ivan; PINAZZA, Luiz Antônio. *Complexo agroindustrial: o agribusiness brasileiro*. São Paulo: Agroceres, 1990.
- ASHTON, Peter Walter. A securitização, o mercado de capitais e a sociedades por quotas de responsabilidade limitada. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade do Rio Grande do Sul*, n. 11, 1996.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

- AZEVEDO, Paulo Furquim de. *Gestão agroindustrial*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2001.
- BACHA, Carlos José Caetano. *Economia e política no Brasil*. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- BAPTISTA, Ezio Carlos Silva. *Certificado de recebíveis imobiliários*. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 1999.
- BATALHA, Mário Otávio. *Gestão agroindustrial*. São Paulo: Atlas, 2008. v. 2.
- BORBA, José Edwaldo Tavares. *Direito societário*. 9. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2004.
- BORGES, Luís Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, São Paulo, v. 10, out.-dez. 2000.
- BRASIL, Francisco de Paula Eugênio Jardim de Souza. *Títulos de crédito. O novo Código Civil: questões relativas aos títulos eletrônicos e do agronegócio*. Rio de Janeiro: Forense, 2006.
- BULGARELLI, Waldirio. *Manual das sociedades anônimas*. 10. ed. São Paulo: Atlas, 1998.
- _____. Os valores mobiliários brasileiros como títulos de crédito. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 37, jan.-mar. 1980.
- BURANELLO, Renato M. Novos títulos para o financiamento do agronegócio. *Revista de Direito Mercantil*, São Paulo, Forense, v. 137, 2005.
- _____. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

BURANELLO, Renato M.; BRENDA, Renata Rodrigues. O mercado de capitais brasileiro e o certificado de recebíveis para financiamento do agronegócio. In: BURANELLO, Renato M.; SOUZA, André Ricardo Passos; PERIN JUNIOR, Ecio (coord.). *Direito do agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

BURANELLO, Renato M.; LEANDRO, Ana. Securitização de títulos e certificado de recebíveis do agronegócio. In: BURANELLO, Renato M.; SOUZA, André Ricardo Passos; PERIN JUNIOR, Ecio (coord.). *Direito do agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2007.

CARTER, James H. *The international arbitration review*. London: Law Business Research Ltd., 2002.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2002. v. 1.

CAVALCANTE FILHO, Francisco da Silva; MISUMI, Jorge Yoshio. *Mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2000.

CHAVES, Natália Cristina. *Direito empresarial: securitização de crédito*. Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

CHINEN, Emerson Norio. *Securitização: nova tecnologia financeira de recebíveis*. São Paulo: Br Editora, 2012.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*. 11. ed. São Paulo: Saraiva, 2007. v. 1, 2 e 3.

- _____. Títulos do agronegócio. In: BURANELLO, Renato M.; SOUZA, André Ricardo Passos; PERIN JUNIOR, Ecio (coord.). *Direito do agronegócio: mercado, regulação, tributação e meio ambiente*. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- COELHO, Livia Alves Visneki Froes. *Securitização*. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2007.
- COELHO, Wilson do Egito. Empréstimo de dinheiro por particulares: quando se caracteriza operação privativa dos bancos. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 41, 1968.
- CORRÊA, Arnaldo Luiz. *Derivativos agrícolas*. São Paulo: Globo, 2005.
- COSTA, Philomeno Joaquim da. *Anotações às companhias*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1980. v. 1 a 12.
- DAVIDSON, A. *Securitization: structuring and investment analysis*. New York: John Wiley & Sons, 2003.
- DAVIS, John H.; GOLDBERG, Ray A. *A concept of agribusiness*. New York: Alpine. 1957.
- DE LUCCA, Newton. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Pioneira, 1979.
- EIZIRIK, Nelson. Aspectos jurídicos do underwriting. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, n. 66, 1987.
- _____. *Aspectos modernos do direito societário*. Rio de Janeiro: Renovar, 1992.
- _____. *Mercado de capitais: regime jurídico*. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.
- ENGLISH, Karl. *Introdução ao pensamento jurídico*. 6. ed. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 1988.

FABOZZI, Frank J.; DAVIS, Henry J.; CHOUDHRY, Moorad (coord.). *Introduction to structure finance*. New York: John Wiley Trade, 2006.

FABOZZI, Frank J.; KOTHARI, Vinod. *Introduction to securitization*. New York: John Wiley & Sons, 2008.

FERREIRA, Waldemar. *Instituições de direito mercantil*. São Paulo: Saraiva, 1954. v. 5.

FINKELSTEIN, Claudio. Arbitragem internacional e legislação aplicável. In: FINKELSTEIN, Claudio; VITA, Jonathan B.; CASADO FILHO, Napoleão (coord.). *Arbitragem internacional UNIDROIT, CISG e direito brasileiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

FORTUNA, Eduardo. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

_____. *Mercado financeiro: produtos e serviços*. 15. ed. Rio de Janeiro: Quality, 2003.

GARDINO, Adriana Valéria Pugliesi. Títulos de crédito eletrônicos: noções gerais e aspectos processuais. In: PENTEADO, Mauro Rodrigues (coord). *Títulos de crédito: teoria geral de títulos atípicos em face do novo Código Civil (análise dos artigos 887 a 903)*. São Paulo: Walmar, 2004.

GOMES, Orlando. *Obrigações*. Rio de Janeiro: Forense, 2000.

GONÇALVES, José Sidnei et al. *Novos títulos financeiros e novo padrão de financiamento do agronegócio*. Disponível em: <<http://www.iea.sp.gov.br/out/verTexto.php?codTexto=2001>>. Acesso em: 3 set. 2013.

- HENTZ, Luiz Antonio Soares. *Direito de empresa no Código Civil de 2002: teoria geral do novo direito comercial – Lei n. 10.406, de 10.1.2002*. 3. ed. rev. e atual. São Paulo: Ed. Juarez de Oliveira, 2005.
- HULL, John C. *Fundamentos dos mercados futuros e de opções*. São Paulo: BM&F, 2005.
- JACKSON, George. *Research guide on securitization*. Advanced Legal Research. Fall 2001.
- KANDA, Hideky; KAWACHI, Michael T. Securitization in Japan. *Euromoney Corp. Fin. Supp.*, 64, Sept. 1992.
- KENDALL, Leon T. Securitization: new era in American finance. In: KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (coord.). *A primer on securitization*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1996.
- KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (coord.). *A primer on securitization*. Cambridge, MA: The MIT Press, 1996.
- KOTHARI, Vinod. *Securitization: the financial instrument of the future*. Singapura/New York: John Wiley & Sons (Asia), 2006.
- LAUSCHNER, Roque. Definição de cooperativa. In: PINHO, Diva Benevides (coord.). *Administração de cooperativas*. São Paulo: CNPq, 1982.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. O conceito de “security” no direito norte-americano e o conceito análogo no direito brasileiro. *Revista Forense*. Rio de Janeiro, v. 14, 1974.
- LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. Dissertação de Mestrado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2009.

- MARQUES, Pedro V.; MELLO, Pedro C. de. *Mercado de futuros de commodities agropecuárias*. São Paulo: BM&F, 1999.
- MARTINS, Fran. *Títulos de crédito*. 14. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização, um novo instrumento financeiro. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 112, 1998.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Revista dos Tribunais, n. 59, jul.-set. 1985.
- MONTEIRO, Washington de Barros. *Curso de direito civil: direito das obrigações*. São Paulo: Saraiva, 1995. v. 4.
- MOSQUERA, Roberto Quiroga. Os princípios informadores do direito do mercado financeiro e de capitais. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.
- _____ (coord.). *Aspectos atuais do direito do mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999.
- NORONHA, Ilene Patrícia de. *Da operação de securitização de recebíveis*. Tese de Doutorado em Direito Comercial. São Paulo: Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, 2004.
- PALAZZI, Rafael Baptista. *O papel das agências de rating: evidências da crise asiática*. Dissertação de Mestrado em Economia Política. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2011.
- PENTEADO, Mauro Rodrigues. In: SOUZA JUNIOR, Francisco Satiro de; PITOMBO, Antônio Sérgio A. de Moraes (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 2. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2007.

- PENTEADO JR., Cássio Martins Camargo. A securitização de recebíveis de créditos gerados em operações dos bancos – A Resolução n. 2.493 em sua perspectiva jurídica. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, Malheiros, v. 36, n. 111, jul-set. 1998.
- PEREIRA, Lutero de Paiva. *Comentários à Lei da Cédula de Produto Rural*. 3. ed. Curitiba: Juruá, 2005.
- PINHEIRO, Fernando Antonio. *Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes*. Dissertação de Mestrado em Administração. São Paulo: Faculdade de Administração da Universidade de São Paulo, 2008.
- PONTES DE MIRANDA, Francisco Cavalcanti. *Tratado de direito privado*. 3. ed. Rio de Janeiro: Borsoi, 1955. t. V.
- QUEIROZ, João Eduardo Lopes. *Direito do agronegócio*. Belo Horizonte: Fórum, 2005.
- REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*. 27. ed. São Paulo: Saraiva, 2010. v. II.
- RODRIGUES, Roberto. *Depois da tormenta*. São Paulo: Ed. do Autor, 2008.
- ROSENTHAL, James A.; OCAMPO, Juan M. *Securitization of credit: inside the new technology of finance*. New York: Mckinsey & Company, 1988.
- SALOMÃO NETO, Eduardo. Cessão de créditos empresariais e atividade financeira: “factoring”, desconto bancário e sociedades de propósito específico. In: MOSQUERA, Roberto Quiroga (coord.). *Aspectos atuais do direito de mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Dialética, 1999. v. 2.
- SANTOS, Raquel do Amaral de Oliveira. *Trust: das origens à aceitação nos países de direito romano-germânico*. Dissertação de Mestrado em Direito Tributário. São Paulo: Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2009.

SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Derivativos*, São Paulo: Publifolha, 2003.

TEPEDINO, Ricardo. In: TOLEDO, Paulo Fernando Campos de Salles de; ABRÃO, Carlos Henrique (coord.). *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. São Paulo: Saraiva, 2009.

TOLEDO, Margherita Coelho. *A sociedade de propósito específico no âmbito do direito empresarial brasileiro*. Dissertação de Mestrado em Direito Empresarial. Nova Lima: Faculdade de Direito Milton Campos, 2009.

TOLEDO, Paulo Fernando Campos Salles de. A lei n. 7.913, de 07 de dezembro de 1989 – a tutela judicial do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*, São Paulo, v. 29, n. 80, 1990.

VALVERDE, Trajano de Miranda. *Comentários à Lei de Falências*. 4. ed. Rio de Janeiro: Forense, 1999. v. 3.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. *Curso de direito comercial*. São Paulo: Malheiros, 2008. v. 3.

WAISBERG, Ivo. *Responsabilidade civil dos administradores de bancos comerciais*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2002.

Sites consultados

<http://www.uqbar.com.br/www.iea.sp.gov.br/out/verTexto.php?codTexto=2001> –
Acesso em: 3 set. 2013.

www.agricultura.gov.br/vegetal/estatisticas – Acesso em: 5 jun. 2013.

www.cetip.com.br – Acesso em: 3 set. 2013.

www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD180.pdf – Acesso em: 15 maio 2014.

www.mondaq.com/x/287064/real+estate/Dispute+Resolution+In+Real+Estate+Contracts – Acesso em: 8 maio 2014.

www.oecd.org/site/oecd-faoagriculturaloutlook – Acesso em: 5 jun. 2013.

www.securitization.net/pdf/Publications/ESF_Q1-2009.pdf – Acesso em: 5 jun. 2013.