

PROTEÇÃO DO REGIME FALIMENTAR NAS OPERAÇÕES DE SEGREGAÇÃO PATRIMONIAL

BANKRUPTCY PROTECTION IN OPERATIONS OF ASSET SEGREGATION

Rafael Alves de Oliveira¹

RESUMO

O receio de insolvência faz com que os investidores procurem cada vez mais oportunidades de negócios que tragam maior proteção a seus recursos, especialmente quando da falência da empresa em que se encontra o capital.

Recente pesquisa realizada em 185 países, pelo Projeto Doing Business², o investimento no Brasil é dotado de grande risco, especialmente quando da insolvência de uma companhia.

Posto isso, trata-se aqui de mecanismos jurídicos que possibilitem maior segurança aos investidores, especialmente as emissões privadas e a cessão fiduciária, que apesar de serem distintas quanto a sua natureza e estrutura, possuem a mesma finalidade, de garantir que determinados ativos da companhia passem a ser securitizar³ ou garantir através da fidúcia, os direitos creditórios no caso de insolvência da companhia originadora dos ativos.

¹Bacharel em Direito pela UNICURITIBA. Especialista em Direito Processual Civil pela PUC/PR. Mestrando em Direito e Desenvolvimento pela FGV/SP.

² <http://portugues.doingbusiness.org/about-us>

³ “A securitização de ativos consiste na emissão de valores mobiliários (ou títulos de crédito) lastreados por um pool (conjunto) de ativos (carteira de recebíveis). Uma operação de securitização caracteriza-se, em linhas gerais, pela completa segregação do risco de crédito do originador (sponsor), por meio de venda definitiva (true sale) deste conjunto de recebíveis para um veículo de propósito específico (Special Purpose Vehicle), figura legal remotamente sujeita a falência, o qual emite o valor mobiliário, realizando o repagamento aos investidores com fluxo de caixa futuro gerado por estes créditos.” (Pablo Mantovani e Décio B. Santos, Securitização de Ativos, 1º Ed. Porto Alegre. 2007. Pg. 102).

Desta forma, busca-se atravessar os institutos da securitização e cessão fiduciária para melhor compreensão do tema, e em seguida, verificar como a legislação falimentar trata do assunto.

PALAVRAS-CHAVE: Securitização de recebíveis. Cessão Fiduciária. Emissão de valores mobiliários. SPE. Falência do originador. Proteção do regime falimentar. Segregação Patrimonial.

ABSTRACT

The fear of insolvency causes investors increasingly seek business opportunities that bring greater protection for the resources, especially when the bankruptcy of the company in which the capital is invested.

In a recent survey in 185 countries, the Doing Business Project, investment in Brazil is endowed with big risks, especially when a company becomes insolvent.

That said, this is work treat about the legal mechanisms that enable greater certainty to investors, especially private placements and fiduciary assignment, which, although different in terms of their nature and structure, have the same purpose, to ensure that certain assets of the company pass to securitize or the receivables in the event of insolvency of the originator company's assets are guaranteed by the trust agreement.

Thus, we seek to cross the institutes of securitization and fiduciary assignment for a better understanding of the subject and see how the bankruptcy laws dealing with the subject.

KEYWORDS: Securitization of receivables. Fiduciary. Issuance of securities. SPE. Originator Bankruptcy. Protection of the bankruptcy regime. Asset segregation.

1. INTRODUÇÃO

Em 2005, entrou em vigor a Lei 11.101/2005, substitutiva do Decreto-Lei n. 7.661/45, diploma referente a concordata e falência. O novo diploma retirou do ordenamento a figura da concordata, e trouxe o instituto da recuperação judicial, dentre outras alterações específicas, sendo dois artigos da nova lei os mais importantes para o tema da segregação patrimonial, objeto deste ensaio, sendo eles, arts. 49 e 136 da nova

lei. O primeiro referente a exclusão dos créditos cedidos fiduciariamente e o segundo, trata da proteção de ativos securitizados.

Porém, apesar das inúmeras inovações no regime falimentar, como exemplo as já mencionadas, o processo de recuperação judicial e falência continua funcionando muito mal no Brasil, o que afeta diretamente a atração de investidores para o mercado nacional.

Como já mencionado, projeto Doing Business, realizou estudo sobre a Resolução de Insolvência⁴ com 185 países⁵, dentre os quais o Brasil, o qual se encontra na posição 143 deste ranking.

Esta pesquisa, leva em consideração alguns elementos, sendo estes o prazo de duração médio de um processo falimentar, o custo⁶ e a taxa de recuperação⁷ dos créditos, conforme tabela⁸ a seguir:

⁴ examina a eficiência dos procedimentos de insolvência em termos do tempo, custo, e a taxa de recuperação para credores com garantia.

⁵ <http://portugues.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency>

⁶ O custo dos procedimentos é registrado como um percentual do valor do patrimônio do devedor. O custo é calculado com base nas respostas da pesquisa e inclui taxas processuais e tributos governamentais; honorários dos administradores da insolvência, leiloeiros, avaliadores e advogados; e todas as outras taxas e custos.

⁷ A taxa de recuperação é registrada como centavos do dólar recuperados pelos credores por meio dos procedimentos de reorganização, liquidação ou execução da dívida (execução da hipoteca). O cálculo leva em conta o resultado: se a empresa vai sair dos procedimentos como uma empresa em atividade ou se os ativos serão vendidos separadamente. Os custos dos procedimentos são então deduzidos (1 centavo para cada ponto percentual do valor do patrimônio do devedor). Finalmente, o valor perdido em consequência do tempo em que o dinheiro fica preso nos procedimentos de insolvência é considerado, incluindo a perda de valor devido à depreciação da mobília do hotel. Em conformidade com a prática contábil internacional, a taxa anual de depreciação para mobiliário usada é de 20%. O mobiliário deve ser responsável por um quarto do valor total dos ativos. A taxa de recuperação é o valor atual dos procedimentos restantes, com base nas taxas de empréstimo do final de 2011 do International Financial Statistics (IFS) do Fundo Monetário Internacional, complementado com dados dos bancos centrais e da Economist Intelligence Unit. <http://portugues.doingbusiness.org/Methodology/resolving-insolvency#recoveryRate>

⁸ Fonte: Doing Business, separação dos países realizada pelo autor. Recorte: Brics e as 10 maiores economias do mundo.

Países	Posição	Prazo(em anos)	Custo(%)	Taxa de Recuperação
Estados Unidos	16	1,5	7,00	81,50
China*	82	1,7	22,00	35,70
Japão	1	0,6	4,00	92,80
Alemanha	19	1,2	8,00	78,10
França	43	1,9	9,00	48,40
Reino Unido	8	1	6,00	88,60
Brasil*	143	4	12,00	15,90
Rússia*	53	2	9,00	43,40
Itália	31	1,8	22,00	63,40
Índia*	116	4,3	9,00	26,00
Média Geral		2	10,80	57,30
Média BRICs		3	13,00	30,25

*BRICs

O Brasil, país objeto deste trabalho, se encontra em situação inferior a todos os BRICs⁹, e frente as principais economias do mundo, a situação é ainda pior.

Se observados os elementos de análise, verificamos que o lapso temporal para a resolução da insolvência é elevado e a taxa de recuperação dos créditos muito baixa, a pior dentre as dez maiores economias do mundo, e ainda, se analisada a pesquisa somente pelo critério de centavos por dólar recuperados ao fim do processo, o Brasil se encontra na posição 158 de 185 economias.

Com base nestes dados, o processo falimentar de uma companhia no Brasil, além do lapso temporal enorme no recebimento dos créditos, restitui valores muito baixos, o que traz risco elevado quando do investimento.

Posto essas evidências, para que um possível investidor seja atraído a realizar aportes financeiros nestas companhias, se faz necessário o pagamento de altas taxas de retorno, que por muitas vezes, inviabilizam o negócio.

Duas saídas para este problema, as quais serão pormenorizadas no decorrer do trabalho, seriam a securitização de créditos via SPE¹⁰ e cessão fiduciária, pois ambas possuem a natureza de segregar riscos, diminuindo os valores cobrados a título de retorno dos investimentos¹¹.

⁹ <http://pt.wikipedia.org/wiki/BRIC>

¹⁰ “Empresa privada de propósito específico” é conhecida pela denominação de “sociedade de propósito específico (SPE)” ou “special purpose company (SPC)”. A SPE não é um tipo societário como as S.A. e as Ltda.; sua característica é a consecução de um objeto social específico. Tal procedimento, no âmbito privado, é comumente utilizado na segregação de riscos, otimização da atividade da sociedade e aproveitamento de benefícios fiscais. Curso de Lei de Inovação. Marcelo Siqueira.

¹¹ A respeito das Vantagens proporcionadas pelas sociedades de propósito específico, escreve Eduardo Salomão Neto: “a sociedade de propósito específico que recebe o empréstimo não está contaminada por

Apresentado o panorama geral da resolução de insolvência no Brasil e as possíveis ferramentas jurídicas de diminuição destes riscos, seguimos com a pormenorização dos institutos apresentados e como regime falimentar trata o tema.

2. SECURITIZAÇÃO DE EMISSÕES PRIVADAS

2.1 EMISSÕES PRIVADAS X PÚBLICAS

Uma emissão pode ser caracterizada como pública, quando esta se destina a um número indeterminado de pessoas, de forma genérica e sem buscar espécie específica de investidor¹².

Este tipo de emissão, ou oferta pública, é regido pela CVM¹³, a qual, determina os requisitos essenciais¹⁴ aos quais estas emissões se submetem.

Justamente por se tratar de oferta pública, é necessário que haja publicidade e divulgação de informações, para se atingir o maior número de investidores possíveis interessados nestes ativos e informá-los dos riscos, por isso, se autoriza a utilização de folhetos, prospectos, negociações em estabelecimentos abertos ao público, anúncios e serviços públicos de comunicação¹⁵.

Isto ocorre, pois os títulos emitidos desta forma podem ser negociados no mercado secundário livremente após sua aquisição, o que garante ao investidor, por mais leigo que possa ser, a possibilidade de realizar seus ganhos ou perdas de forma simples, visto os riscos envolvidos nos investimentos financeiros.

Por sua vez, se entende como emissões privadas aquelas destinadas a um grupo seleto de investidores determinados e qualificados¹⁶.

outras dívidas da sociedade alienante dos créditos, nem pelos riscos de sua atividade empresarial, o que diminui os riscos para a instituição financeira e permite juros mais baratos”; op. Cit., p. 26.

¹² Nesse sentido: Modesto Carvalhosa, *Oferta Pública de Aquisição de Ações*; Nelson Eizirik, *Caracterização Jurídica da Emissão Pública de Valores Mobiliários*, Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, v. 83.

¹³ Comissão de Valores Mobiliários.

¹⁴ Instrução CVM nº 400.

¹⁵ Vide artigo 19, parágrafo 3º da Lei 6.385/76.

¹⁶ Art. 109 - Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I. instituições financeiras;

II. companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

Visto a qualificação destes investidores, esta espécie de emissão não pode ser oferecida ao público em geral, mas apenas a um seleto grupo que possui condições técnicas e financeiras para analisar as informações disponíveis, pois a emissora destes títulos, não é obrigada a publicar suas informações de acordo com as regras da CVM¹⁷, por ausência de negociação nas esferas reguladas pela respectiva comissão.

Por estas razões, o sistema brasileiro, estabeleceu a obrigatoriedade de registro apenas para as emissões públicas, por entender que devido a qualificação dos investidores destinatários das emissões privadas, são estes plenamente capazes de analisar as informações que tiverem acesso e ainda, negociar junto a companhia, como será realizada a operação, sendo desnecessário a “proteção” ao investidor, característico das emissões com registro¹⁸.

Desta forma, o critério determinante de qualificação em emissão pública ou privada de valores mobiliários é verificar se os destinatários finais da oferta são pessoas qualificadas na forma da legislação ou o público em geral GAGGINI [2003] e a possibilidade ou não de transações no mercado secundário.

III. entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

IV. pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I;

V. fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e

VI. administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

§ 1º Poderão ser admitidos, como cotistas de um fundo para investidores qualificados, os empregados e/ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo, expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

§ 2º É permitida a permanência, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que não se enquadrem nos incisos deste artigo, desde que tais cotistas tenham ingressado até a data da publicação desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.

§ 3º Os requisitos a que se refere o "caput" deverão ser verificados, pelo administrador ou pelo intermediário, no ato de cada aplicação em fundo de investimento de que o investidor não seja cotista, sendo certo que a perda da condição de investidor qualificado não implica a exclusão do cotista do fundo de investimentos.

¹⁷ Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.

§2º Esta Instrução não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários.

¹⁸ Nesse Sentido: GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. 1ª Ed. São Paulo. Leud. 2003, pg. 61.

Posto isso, passamos ao instituto da securitização, que apesar de interessar ao presente trabalho, somente suas características quando de emissões privadas, nada impede que sejam realizadas securitizações passíveis de negociação no âmbito da CVM.

2.2 SECURITIZAÇÃO

A palavra “securitização” é originária do termo em inglês *securitization*¹⁹, que por sua vez vem da palavra *securities*²⁰ cujo significado é valor mobiliário.

A securitização é um processo de distribuição de riscos através do vínculo de instrumentos de dívida junto a um grupo de ativos e a consequente emissão de títulos lastreados neste grupo²¹. Desta forma, podemos resumir a palavra securitização em emissão de títulos mobiliários com vínculo em um determinado ativo que garante a operação.

Em relação ao conceito de securitização, KOTHARI [2006] cita que a securitização, em seu mais amplo conceito, tem o sentido da conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de serem absorvidos pelo mercado investidor. Esses títulos possuem como lastro²² os ativos que foram securitizados, tendo suas receitas baseadas no fluxo de caixa proveniente, seja de juros sobre empréstimos, seja de outros recebíveis.

GALDI [2006] define a securitização como operação financeira que converte recebíveis no futuro em títulos negociáveis que serão disponibilizados no mercado do

¹⁹ Ao longo do trabalho, serão apresentados termos em inglês, os quais serão traduzidos de forma literal e apresentados em destaque.

²⁰ CHALHUB [1998] define: Do latim *securus*, o vocábulo foi absorvido pela língua inglesa, na qual, além da própria significação de *garantia*, incorporou a acepção mais ampla de *valor mobiliário*. Contemporaneamente, o termo *securitização* e o processo que designa firmaram-se nos mercados financeiros e de capitais a partir da prática dos mercados financeiros e de investimento dos Estados Unidos e vêm sendo assimilados de maneira generalizada em todo o mundo, chamando-se de *titulización* na versão espanhola, *bursatilización* no México, *titrisation* na França, *titularización* na Colômbia, *securitización* no Chile e na Argentina etc. A Lei 9.514/97, seguindo essa tendência, adotou o neologismo securitização..

²¹ Tradução livre de: *.process of distributing risk by aggregating debt instruments in a pool, then issuing new securities backed by the pool.* [DOWNES; GOODMAN, 1991].

²² Lastro de um título significa a “garantia” ao qual o ativo se encontra vinculado.

presente. Estes títulos são vendidos a investidores interessados em receber os fluxos de caixa gerados por estes ativos.

Porém, não é só isso, segundo DONALDSON²³ apud HENDERSON; SCOTT [1988], securitização é “a prática de estruturar e vender títulos negociáveis com o objetivo de distribuir o risco, normalmente concentrado em um único originador ou em um pequeno grupo²⁴, a um grande grupo de investidores”.

Apesar de não ser o objetivo central deste trabalho, destrinchar o conceito de securitização, mais um conceito se faz necessário para melhor compreensão do tema aqui tratado, HENDERSON; SCOTT [1988] afirmam que a securitização é um processo onde um determinado ativo é retirado do balanço de uma empresa originadora através da venda a investidores de títulos negociáveis representativos deste mesmo ativo, sem o direito de regresso²⁵ (ou com direito de regresso limitado) contra o originador.

Posto os conceitos, vale a pena salientar que, talvez o maior objetivo da operação, possa ser resumido em “segregação de risco”, visto que a securitização busca se eximir dos efeitos falência e inadimplência por parte do originador.

Em resumo, a partir da securitização se cria uma estrutura para captação de recursos, onde se observa a qualidade das receitas aos quais estes se encontram vinculados, ao invés de olhar para as peculiaridades do tomar destes recursos, visto que, ao separar a pessoa do tomador dos ativos, as notas de *rating*²⁶ podem ser majoradas, tendo como consequência, a redução da taxa de retorno aos investidores, diminuindo significativamente o custo da captação.

2.3 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Tratando especificamente das operações de securitização de recebíveis, podem estas ser estruturadas de diferentes formas e características de acordo com cada tipo de crédito.

²³ Extraído do texto *Companion to Treasury Management* de J.A. Donaldson.

²⁴ Donaldson, aqui, refere-se aos empréstimos sindicalizados, aqueles onde um pequeno grupo de instituições financeiras dividem o risco de crédito de uma determinada operação de empréstimo.

²⁵ Por direito de regresso entende-se a existência de coobrigação do originador sobre os títulos emitidos.

²⁶ Rating (classificação) é uma avaliação do risco de inadimplência de um determinado bônus ou título, feita por uma agência privada independente. SECURATO, José Roberto. *Mercado Financeiro*. 3ª Ed. São Paulo. 2009. Pg. 366.

O presente estudo tem como objeto as colocações/emissões privadas e a securitização de seus créditos no caso de falência, para isso, é necessário de forma breve entender como funciona a operação.

Começando pela compreensão do que são de fato os recebíveis²⁷, podem ser definidos como créditos provenientes de financiamentos, ou mesmo, da venda de determinados produtos ou serviços. KOTHARI [1999] cita como exemplos recebíveis provenientes de operações de venda de imóveis, de venda de veículos, de aluguel de veículos, de cartões de crédito, de diárias de hotéis, de companhias de eletricidade, telefônicas, de água, de companhias de aviação ou mesmo de seguradoras.

Vale lembrar o ensinamento de BARBOUR; NORTON; SLOVER [1997], onde colocam como objetivo da securitização de recebíveis em seu sentido amplo, a identificação do fluxo de caixa futuro esperado desses recebíveis, sua consolidação em pacotes, a separação destes de seu originador e sua fragmentação em títulos de investimento a serem oferecidos aos investidores. Ou seja, os investidores não estão buscando investimentos diretamente na empresa originadora, mas sim, no pacote de recebíveis a eles ofertado.

Visto que os títulos e seu vínculo com a empresa originadora são de suma importância a operação, se verifica a existência de duas espécies²⁸ de segregação dos ativos ofertados aos investidores, sendo elas a segregação interna e externa²⁹ que determinam como ocorrerá a emissão dos títulos e sua relação com a originadora.

²⁷ Embora o mercado e a legislação brasileira tenham adotado a utilização do termo recebível, CHALHUB [1998] contesta a utilização deste termo, já que, segundo ele, não faz-se necessário a adoção de um neologismo para substituir o vocábulo crédito que “encerra com a mais absoluta precisão o sentido e o alcance do objeto ao qual se pretende emprestar o nome recebível”.

²⁸ Sobre o assunto, 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, 2000.

²⁹ Neste Sentido, CAMINHA, Uinie: operações com segregação interna e externa. No primeiro caso, a emissão é feita pelo próprio originador, vinculando-se ao ativo que lhe serve de lastro mediante instrumentos contratuais, como, por exemplo, constituição de garantias. Já na segunda espécie, a segregação se faz pela cessão de créditos a uma outra pessoa jurídica, apartando-se efetivamente o lastro da securitização do originador. A emissão, nesse caso, é feita pelo veículo de propósito específico.

Enquanto a securitização com segregação externa apresenta a típica estrutura da operação, a securitização com segregação interna pode ser considerada uma simples emissão de títulos com garantia determinada. Apesar disso, ela pode, conceitualmente, ser considerada uma verdadeira securitização, já que apresenta todos os seus requisitos materiais, mesmo que, formalmente, lhe falte um elemento estrutural. Um

2.4 ESTRUTURA DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

Devido ao interesse dos investidores na qualidade dos ativos, se faz necessário que estes sejam separados da empresa originadora, para que não haja contaminação por possíveis problemas que venha a surgir na originadora.

BARBOUR; NORTON; SLOVER [1997] lembram que tal separação faz-se fundamental visto que qualquer problema existente na sociedade originadora, não se transfira os ativos que foram securitizados, garantido a qualidade destes.

Para que isso ocorra, estes ativos devem ser transferidos para outra pessoa jurídica, distinta do originador, criada única e exclusivamente para a operação em questão. Esta ferramenta jurídica é chamada de Sociedade de Propósito Específico (SPE)³⁰, ou ainda, na língua que a conceituou, *Special Purpose Vehicle (SPV)*, *Special Purpose Entities (SPE)* ou *Special Purpose Companies (SPC)*.

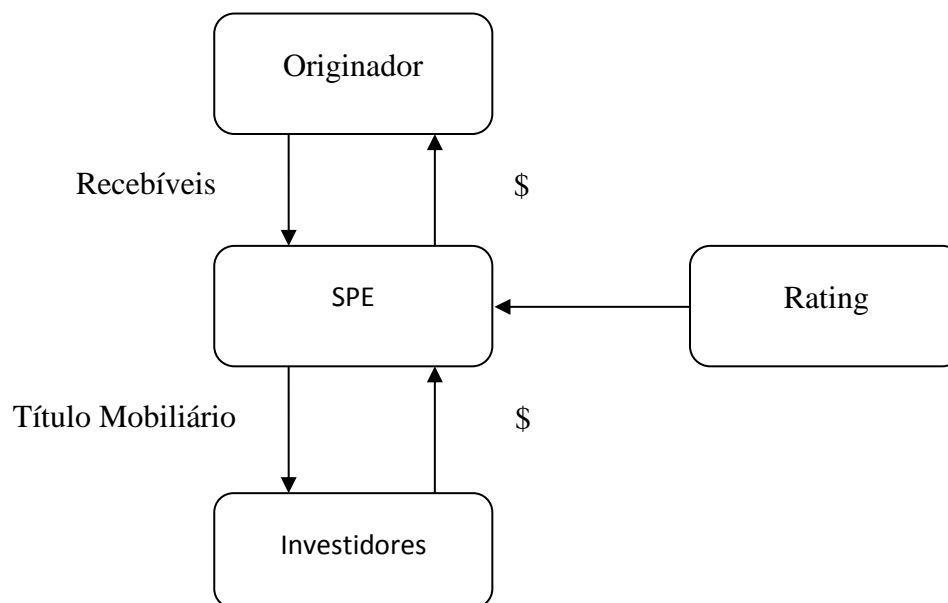
Como já mencionado, CHALUB [1998] explica que um dos pontos necessários a operação, se da pela segregação patrimonial entre os ativos objetos da securitização e o originador, devendo o risco do originador ser isolado da operação.

Tal patrimônio (ativos objeto da securitização) deve ser independente, para que, de acordo com ANDRADE [1994] apud CHALHUB [1998], o eventual fracasso da instituição emitente não prejudique os direitos dos investidores nos respectivos títulos, assim como o eventual fracasso de uma emissão não afete o destino de outras emissões de um mesmo emitente, como também não venha o fracasso de determinada emissão afetar a solvência do próprio emitente.

Feito esta introdução, vejamos como se estrutura uma operação de securitização via Sociedade de Propósito Específico (SPE).

exemplo típico de securitização com segregação interna de lastro é a securitização de base imobiliária com constituição de patrimônio de afetação.

³⁰ A SPE não é um tipo societário como as S.A. e as Ltda.; sua característica é a consecução de um objeto social específico. Tal procedimento, no âmbito privado, é comumente utilizado na segregação de riscos, otimização da atividade da sociedade e aproveitamento de benefícios fiscais.



Apresentado como funciona uma operação de securitização padrão³¹, passível de utilização tanto em emissões privadas como públicas, passamos ao tópico seguinte,

³¹ Neste sentido Uinie CAMINHA: Por não haver estrutura legalmente imposta à securitização, e pela flexibilidade que a ela é conferida por conta da diversidade de utilizações que pode ter, a securitização pode ser adaptada a diversas necessidades, ser mais complexa ou mais simples, envolver mais ou menos partes. Mesmo assim, é possível identificarem-se estruturas constantes em todas as operações que, hoje em dia, podem ser consideradas securitizações em sentido estrito.

De acordo com Jeffery Barratt a estrutura de uma securitização geralmente envolve os seguintes elementos: a) um conjunto de ativos que serão securitizados; b) um veículo de propósito exclusivo – companhia, fundo ou trust; c) uma emissão de títulos negociáveis pelo veículo de propósito exclusivo; e d) uma agência de classificação de risco que deve classificar a emissão do veículo de propósito exclusivo. A partir desses elementos, tem-se que uma operação padrão pode ser estruturalmente descrita da seguinte forma: uma sociedade (originador) tem bens, direitos ou expectativas de direitos que são representados por contratos ou títulos. O originador constitui uma sociedade sem atividade operacional ou um fundo (VPE), que deverá receber os ativos e emitir títulos ou valores mobiliários lastreados nesses ativos. Os investidores compram os títulos emitidos pelo VPE, que paga ao originador pela cessão dos ativos com recursos oriundos da venda dos títulos. Podem ser apostas garantias adicionais, bem como ser contratada agência de classificação de risco para avaliar a emissão.

Assim, em se agrupando as fases segundo suas características, a operação pode ser dividida nas etapas analisadas detidamente a seguir: a) constituição do veículo de propósito específico; b) segregação de ativos mediante cessão de créditos ou de contratos; c) emissão e subscrição de títulos; e d) classificação de risco da emissão. Cada uma dessas fases pode ser caracterizada por negócios e atos jurídicos determinados. É por meio desses instrumentos jurídicos que se analisará cada etapa da operação de securitização.

tratando da cessão fiduciária, operação similar a securitização, apesar de não ocorrer a emissão de títulos mobiliários.

3. CESSÃO FIDUCIÁRIA

A cessão fiduciária de créditos é recente no Brasil, visto que sua introdução se deu através da Lei 10.931/2004, que veio reformar a antiga Lei 4.728/1965, habilitando a transferência a um credor fiduciário de direitos patrimoniais, como forma de garantir o pagamento da dívida contraída pelo cedente.

A cessão fiduciária de crédito, normalmente, é garantia oferecida aos bancos para que empresas obtenham empréstimos para fomentação de suas atividades. Esta operação, basicamente, consiste na transferência dos direitos creditórios ao investidor, normalmente um banco, que antecipa os valores, descontando sua taxa de retorno e demais custos.

Da mesma forma que a securitização, a cessão fiduciária, é utilizada para captação de recursos a taxas reduzidas, pois oferece a garantia mediante títulos a receber.

Sendo assim, ocorre a transferência destes títulos para o investidor, que por sua vez receberá os créditos diretamente, normalmente requisitando que o cedente, caso haja inadimplemento garanta seu pagamento.

Portanto, a securitização de recebíveis e a cessão fiduciária, possuem características similares, porém a estruturação e tamanho da operação são distintos, por uma se tratar de emissão de títulos e a outra de cessão de direitos creditórios.

Dentre as principais diferenças, ressaltam-se duas, primeiro que a securitização necessita de grande volume e títulos pulverizados, caso contrário, é financeiramente inviável, diferente da cessão fiduciária, que é realizada em qualquer porte de operação.

A segunda grande diferença está na estruturação, visto que a securitização perfeita necessita de pessoa jurídica específica, que receba os títulos, e emita valores mobiliários lastreados nestes, e repasse aos investidores. Já na cessão fiduciária, a transferência pode ser realizada através de endosso, não é necessária a criação de pessoa jurídica específica e não ocorre a emissão de valores mobiliários.

Para melhor compreensão das principais diferenças, vale aqui apresentar um quadro comparativo trazido pelo professor SECURATO³²:

Securitização De Recebíveis		Crédito Corporate
Volume \$	Grandes Volumes para diluir custos fixos da estruturação da securitização.	Qualquer volume, pois os custos fixos das operações de crédito são baixos.
Prazo	Ideal acima de 2 anos, com repactuação de taxas a cada ano.	Curto prazo, devido a dificuldade de aprovação de crédito de longo prazo.
Tomador	Investidores ou debenturistas (fundos de pensão, asset management e etc.)	Os bancos na realização de ativos, utiliza linha de crédito da empresa.
Risco	O investidor assume o risco de crédito, que possui recebíveis como garantia.	O banco assume o risco de crédito da operação, aprovada em comitê.
Alavancagem	Distribuição das debêntures entre vários investidores, permitindo a colocação de grandes volumes.	Concentração do risco de crédito no banco, tomando os limites de Basileia no balanço contábil.

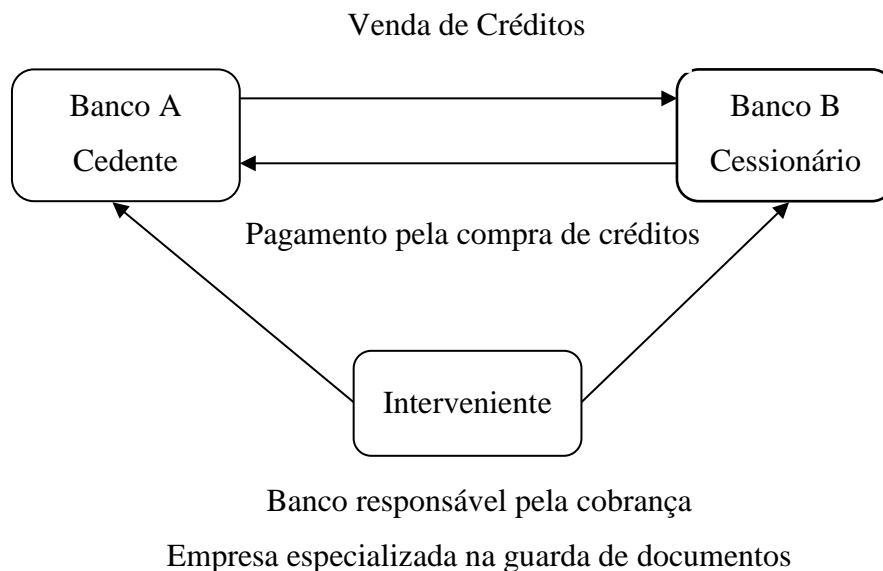
Visto as principais diferenças entre a cessão fiduciária de créditos e securitização, passamos a analisar, como se estrutura uma operação de cessão de créditos.

3.1 ESTRUTURA DA OPERAÇÃO

De acordo com o já exposto, a operação de cessão fiduciária de créditos, consiste em ceder direitos creditórios futuros em troca de aporte de capital imediato.

Desta forma, se utilizando dos ensinamentos do professor, e o exemplo envolvendo instituições bancárias, extraídas de seu livro SECURATO [2006], a operação de cessão de crédito se estrutura da seguinte maneira:

³² Quadro apresentado por SECURATO, José Roberto. *Crédito. Análise e Avaliação do Risco. – Pessoas Físicas e Jurídicas*. 2ª ed. São Paulo. Saint Paul. 2006. pg. 329. Obs: Apesar do quadro comparativo tratar de emissões públicas no caso securitização, pode ser utilizado também para as operações de securitização com emissão privada.



Em seguida, seguimos com a discussão central do trabalho, tratando da proteção dos investidores no caso de falência ou recuperação judicial dos originadores, tanto na cessão fiduciária como na securitização de recebíveis.

4. REGIME FALIMENTAR NAS OPERAÇÕES DE SEGREGAÇÃO PATRIMONIAL

Pelos institutos apresentados se tratarem de fonte de financiamento que necessita de investidores dispostos a adquirir os títulos através de emissão privada ou via cessão fiduciária, o principal ponto a ser analisado, sob esta perspectiva, são os fatores de risco aos quais estarão estes submetidos, especialmente no caso de falência ou recuperação judicial.

Sendo assim, tratamos em seguida, de ambos os institutos e o seu regime falimentar específico de acordo com a legislação pátria.

4.1 CESSÃO FIDUCIÁRIA

No que se refere à cessão fiduciária de créditos, o cedente cede fiduciariamente a cessionária, a propriedade e titularidade dos bens e sua posse direta e indireta. Sendo

assim, a cessão de crédito funciona como uma novação/delegação ativa por meio da qual o devedor se vincula a um novo credor³³.

Nesta modalidade de contrato, pode o credor exercer sobre os bens, todos os direitos elencados no art. 66-B, Lei 4.728/195, no Decreto nº 911/1969 e artigos 18 a 20 da Lei nº 9.514/1997.

Desta forma, diferente de um negócio fiduciário *stricto sensu*, a cessão fiduciária CHALHUB [2006] implica na afetação do bem ou do direito, objeto da garantia fiduciária, excluindo-se dos efeitos da insolvência³⁴.

³³ Neste sentido, Roberto de Ruggiero: "Distingue-se ainda uma delegação ativa quando um credor indique ao devedor um terceiro que deverá receber, isto é: substitua a si uma pessoa para que receba do devedor; e uma delegação passiva, quando um devedor se substitua por um outro para pagar, isto é: ordene ao um terceiro que pague ao credor. Ora, tanto numa como noutra hipótese, esta ordem ao terceiro de receber ou de pagar pode ser dada de modo que a substituição do novo credor ou do novo devedor seja plena e completa, isto é: importe extinção da primitiva relação obrigatória e o nascimento de uma nova pela mudança de um dos sujeitos, ou então menos plena, por implicar simples acrescentamento de um novo sujeito ao originário, e contrapõe-se assim a delegação novativa ou perfeita à delegação simples ou imperfeita. A primeira é novativa ou perfeita, porque opera uma novação e porque só aquela que produz este efeito é considerada, pelas velhas praxes, verdadeira e própria delegação. E é precisamente por ela que são constituídos dois dos três casos de novação contemplados no art. 1.267, nºs 2 e 3, isto é: aqueles que se costumam chamar de novação subjetiva.

(...)

A delegação novativa ativa (art. 1.267, nº 3) em que o credor se faz substituir por uma outra pessoa para que esta receba do devedor, produz a libertação deste para com o primitivo credor (delegante), sendo necessário o consenso das três partes (pois de outro modo, não havendo consentimento do devedor, ter-se-ia uma cessão) e a intenção concorde de novar). E porque surge uma nova obrigação da extinção da primeira, a consequência é que as exceções, de que se acompanhava o crédito do delegante, não passam para o crédito do delegatário. O devedor que aceitou a delegação - dispõe o art. 1.278 - não pode opor ao segundo credor as exceções, que teria podido opor ao credor originário. Apenas se podem opor, das exceções da anterior relação, as que são dependentes da qualidade da pessoa (por exemplo, as exceções fundadas na incapacidade pessoal), se tal qualidade subsistia ao tempo em que se consentiu na delegação.

(...)

A delegação novativa passiva (art. 1.267, nº 2), na qual o devedor se faz substituir por um novo obrigado, também se verifica mediante o concurso da tríplice vontade do devedor originário (delegante), do novo (delegado) e do credor (delegatário), implicando libertação do primeiro devedor, cujo lugar é ocupado pelo segundo. A vontade do novo devedor destina-se a assumir a obrigação por conta do delegante; a do credor deve destinar-se, além da aceitação do novo devedor, a libertar o antigo."

³⁴ A garantia real constituída mediante registro do contrato de alienação fiduciária é representada pela propriedade resolúvel do bem, vale dizer, a propriedade é transmitida ao credor, mas com escopo de

Apesar da opção do legislador em segregar o patrimônio parecer clara, na prática, algumas decisões judiciais³⁵ vem determinando o levantamento dos valores depositados na conta vinculada, para possibilitar ao empresário, que pague os demais credores.

Tal posição nos parece equivocada, visto que os valores depositados na conta vinculada são de propriedade do credor fiduciário, não sendo sua retenção indevida, seguindo o mesmo entendimento que vem tomando corpo nos tribunais, especialmente no TJSP³⁶. Nessa linha, Márcio Calil de Assunção ensina: “O credor fiduciário tem o

garantia. De outra parte, na medida em que é propriedade resolúvel do fiduciário, esse bem constitui propriedade potencial do devedor-fiduciante, sendo este titular de um direito eventual, também chamado direito expectativo, à propriedade plena do bem. Essa peculiar situação decorrente da alienação fiduciária implica necessariamente a criação de um *patrimônio de afetação*, que tem por objeto o bem alienado fiduciariamente. Por isso, o domínio que o credor tem sobre o bem deve “durar somente até o cumprimento da condição resolutiva, *para o efeito da restituição da coisa ao seu antigo dono.*” (CHALHUB, 2006, p. 242).

³⁵ Recuperação judicial. Quebra de trava bancária e cominação de multa diária por descumprimento de decisão judicial. Agravo voltado contra decisão que, diante do pedido de reconsideração formulado pelo agravante, manteve a decisão que originariamente determinou a 'quebra da trava bancária' e que determinou a intimação pessoal do gerente do banco agravante para cumprimento da determinação judicial em 48 horas sob pena de multa. Intempestividade. Pedido de reconsideração que não interrompe nem suspende o prazo recursal. Jurisprudência pacífica do C. STJ e deste E. TJSP. Não conhecimento. Agravo voltado, também, contra decisão que manteve a imposição da multa após ter deferido o pedido de suspensão da exigibilidade da multa pelo prazo de quinze dias. Suspensão da exigibilidade que não implica revogação da multa. Eventual excesso de execução das astreintes que deverá ser alegado em eventual impugnação. Recurso parcialmente conhecido e improvido na parte conhecida. (TJSP. Ag. 0043249-50.2013.8.26.0000. Rel. Maia da Cunha).

³⁶ Parece claro que o intento, vê-se, desde logo, não obstante o largo espectro do caput (art. 49, §§ 3º e 5º, da Lei nº 11.101/2005), é o de exclusão de determinados créditos, especialmente o de bancos, que, em geral, dispõem de garantias, da submissão à recuperação judicial. [...] 'Os titulares de determinadas garantias reais ou posições financeiras (fiduciário, leasing etc.) e os bancos que anteciparam recursos ao exportador em função de contrato de câmbio excluem-se dos efeitos da recuperação judicial para que possam praticar juros menores (com spreads não impactados pelo risco associado à recuperação judicial), contribuindo a lei, desse modo, com a criação do ambiente propício à retomada do desenvolvimento econômico'. Os precedentes da Câmara são no mesmo sentido, como enfatiza a douta Procuradoria de Justiça oficiante. [...] Ora, no caso concreto, os bancos se apresentam munidos de contratos que lhes outorgam a condição de credores com garantia fiduciária ou pignoratícios, pelo que não haveria como, sob a letra da lei, submetê-los à recuperação judicial.

"Recuperação judicial. Cessão fiduciária de créditos. Credor não sujeito aos efeitos da recuperação. Hipótese, entretanto, de depósito das quantas recebidas em conta vinculada no período de suspensão

direito de requerer a restituição da garantia fiduciária na hipótese de insolvência ou falência do fiduciante, consoante dispõem os arts. 85 e 90 da Lei nº 11.101/2005, o art. 7º do Decreto-Lei 911/1969 e o art. 32 da Lei nº 9.514/1997”.

Desta forma, é equivocado confundir propriedade fiduciária com outras formas de garantias reais, exemplo disto, é a regra que trata do penhor, art. 49, § 5º, ser totalmente distinta do § 3º do mesmo artigo, este referente a propriedade fiduciária³⁷,entendimento este, consonante com a jurisprudência do STJ e outros tribunais³⁸.

previsto no art. 6º, § 4º, da Lei nº 11.101/2005. Depósito em conta vinculada que não significa depósito em conta judicial. Manutenção do valor sob responsabilidade do credor, desde que com atualização monetária e juros das cadernetas de poupança. Recurso parcialmente provido.

Súmulas TJSP: 59: Classificados como bens móveis, para os efeitos legais, os direitos de créditos podem ser objeto de cessão fiduciária.60: A propriedade fiduciária constitui-se com o registro do instrumento no registro de títulos e documentos do domicílio do devedor.62: Na recuperação judicial, é inadmissível a liberação de travas bancárias com penhor de recebíveis e, em consequência, o valor recebido em pagamento das garantias deve permanecer em conta vinculada durante o período de suspensão previsto no § 4º do art. 6º da referida lei.

³⁷ Neste sentido, Christiano Chaves de Farias e Nelson Rosenthal: A fundamental distinção entre a propriedade fiduciária e os demais direitos reais de garantia (hipoteca, penhor e anticrese) reside na verdadeira transmissão da propriedade que se verifica naquela, enquanto nos demais direitos de garantia que se constitui é apenas o ônus real em coisa alheia. Pode-se afirmar que a propriedade fiduciária representa um direito real de garantia em coisa própria, sendo meio mais operativo em comparação com o penhor e a hipoteca, nos quais o titular não adquire em nenhum instante a propriedade da coisa, o que torna, evidentemente, a sua tutela bastante reduzida no eventual confronto com outros credores do devedor hipotecário ou pignoratício. Dessa ordem de ideias resulta a impenhorabilidade do bem alienado fiduciariamente por dívidas do devedor fiduciante, pois a circunstância de ter apenas a posse direta do bem não autoriza a sua constrição judicial em prol de um segundo credor [...]. Em idêntico sentido, vale-se o credor fiduciário de pedido de restituição de seu bem, quando arrecadado em poder do devedor fiduciante falido ou em situação de insolvência (não-comerciante). Assim, o bem alienado em propriedade fiduciária não fará parte dos ativos do devedor, deixando de integrar o acervo concursal [...] O credor fiduciário [na recuperação judicial ou na falência] não precisa habilitar seu crédito e aguardar o pagamento, basta solicitar a imediata restituição da posse do bem de sua propriedade, aplicando o saldo na satisfação de seu crédito.

³⁸ STJ: Os bens alienados fiduciariamente por não pertencerem ao devedor-executado, mas à instituição financeira que lhe proporcionou as condições necessárias para o financiamento do veículo automotor não adimplido, não pode ser objeto de penhora na execução fiscal. A alienação fiduciária não institui ônus real de garantia, mas opera a própria transmissão resolúvel do direito de propriedade. Recurso Especial a que se dá provimento, para excluir da penhora o bem indevidamente constrito.

Sendo assim, aparentemente, a posição que vem se consolidando é pela não sujeição das cessões fiduciárias a falência, visto que a posse direta e indireta e conversação de garantias são direitos garantidos ao credor fiduciário, por lei e contrato.

Porém, decisões contrárias a este entendimento existem, conforme já exposto, o que pode por em risco a operação, seja por inexistência de investidores dispostos a correr o risco ou pelos custos de captação³⁹ majorados, inviabilizando a operação devido o risco dos créditos cedidos fiduciariamente integrarem a massa falida.

Vale lembrar, que apesar do entendimento estar se consolidando pela segregação dos créditos dados em garantia, para que tal operação surta os efeitos desejados, deverá ocorrer o registro na forma do art. 1361, § 1º, Código Civil, conforme entendimento do poder judiciário⁴⁰.

TJMG: A ação de recuperação judicial da empresa devedora de instituição financeira em contrato de mútuo garantido por alienação fiduciária, não tem o condão de suspender o normal andamento de ação de busca e apreensão do objeto do referido pacto, por não ser aquele feito prejudicial a este, que apenas visa a retomada da posse direta do bem por quem detenha o direito de propriedade. No voto-condutor do acórdão supra, o Desembargador Otávio Portes registra que: "A recuperação judicial da empresa requerida não se revela motivo suficiente para impedir a venda extrajudicial de bem objeto de contrato de mútuo, garantido por alienação fiduciária, firmado com a agravante. [...] o disposto no art. 3º, § 5º, do Decreto nº 911/1969, não impede a venda do bem alienado fiduciariamente, consolidando a propriedade e a posse plena e exclusiva nas mãos do proprietário fiduciário. Ressalta-se o que reza o art. 49, § 3º, da Lei nº 11.101/2005, no sentido de que, em se tratando de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis, seu crédito não se submeterá aos efeitos da Recuperação Judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais.

³⁹ O princípio da redução do custo do crédito no Brasil consta expressamente no Relatório da Comissão de Assuntos Econômicos sobre o PLC n. 71, de 2003, oriundo do PL n. 4.376, de 1993, que originaram a Lei n. 11.101, de 2005, nos seguintes termos: "é necessário conferir segurança jurídica aos detentores de capital, com preservação das garantias e normas precisas sobre a ordem de classificação de créditos na falência, a fim de que se incentive a aplicação de recursos financeiros a custo menor nas atividades produtivas, com o objetivo de estimular o crescimento econômico" (MACHADO, Rubens Approbato (Coord.). Comentários à nova lei de falências e recuperação de empresa. São Paulo: Quartier Latin, 2005, PP. 343-383). (FERNANDES, 2009, p. 191).

⁴⁰ RECUPERAÇÃO JUDICIAL. Crédito incluído na classe dos quirografários. Cédula de crédito bancário garantida por cessão de direitos creditórios. Pretensão de exclusão da recuperação. Propriedade fiduciária que se constitui mediante o registro do título no Registro de Títulos e Documentos. Art. 1361 §1º CC. Inexistência, no caso, de prova de registro anterior ao pedido de recuperação judicial. Súmula TJSP nº 60. Crédito, portanto, que se submete à recuperação. Hipótese que não se amolda à exclusão

4.2 SECURITIZAÇÃO

Com objetivo de elucidar a proteção da legislação falimentar aos créditos securitizados, adotamos a linha de raciocínio trazida por GAGGINI [2003] apud CAMINHA [2007], diferenciando (1) a sociedade originadora optando por captação através de emissão própria dos títulos (segregação interna⁴¹) e (2) sociedade originadora realizando a operação de captação de recursos através da securitização de recebíveis via SPE (segregação externa⁴²).

A Lei 11.101/2005 inovou ao trazer em sua redação o art. 136, § 1º:

Art. 136. Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior, e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor.

§1º Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador. (BRASIL, 2005).

Inovação esta, que buscou adequar a legislação brasileira, a uma ferramenta de captação de crédito recorrente em outros países, e para isso, se fez necessário expressamente, garantir a operação, viabilizando esta forma de investimento, como bem expõe Fábio Ulhoa Coelho: “Caso a ineficácia não fosse por lei expressamente afastada na securitização de recebíveis, essa alternativa de financiamento da atividade empresarial simplesmente deixaria de existir.” (COELHO, 2005, pg. 359)

A questão em relação a securitização externa, não encontra grande divergência na doutrina nacional, senão vejamos:

“Com a securitização tem-se um processo pelo qual as empresas podem captar recursos no mercado mediante antecipação no recebimento de créditos vincendos sem afetar o nível de endividamento do seu balanço. Surgiu, assim, interesse de investidores de mercado, que podem conflitar com interesse dos credores do falido. O legislador ao incorporar o dispositivo do § 1º do art. 136, protegeu os portadores de valores mobiliários que adquiriram os recebíveis, pois estes participam do importante papel de financiar as

prevista no art. 49 §3º da LRF. Recurso desprovido. (Ag. Inst. 1152182820138260000. 1ª Câmara – TJSP. Rel. Des. Teixeira Leite. 04/07/2013).

⁴¹ Conceito utilizado por CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo. 2007. Pg. 109.

⁴² *Ibidem*.

atividades empresariais, obtendo como garantia indireta a obrigação ativa de que é credora a empresa beneficiada pela compra dos *securities* e como garantia direta do patrimônio do securitizador.” (PENTEADO JUNIOR, 2003, pg. 120)

Como se vê, na operação de securitização o empresário transfere seus créditos para uma outra empresa, denominada securitizadora e esta, com lastro nos créditos recebidos emite títulos e valores mobiliários que serão colocados, através de oferta pública, no mercado de capitais⁴³. Com os meios obtidos nesta securitização, a securitizadora paga ao empresário o valor dos créditos que lhe foram transferidos.

Tratando-se de processo moderno para a captação de recursos no mercado, a fim de agilizar a atividade empresarial, é evidente que as soluções aventadas na Resolução n. 2493 do CMN, estão de acordo com o legislador que editou a Lei 11.101/2005, especialmente na necessidade de se promover a recuperação de empresas viáveis. A securitização é, na verdade, um dos processos de viabilização para recuperação da atividade empresarial e não poderia, portanto, ser desprestigiada num diploma legal que tem como seu ponto forte, justamente, o incentivo à recuperação das empresas.” (MARTIN, 2006, pg. 463)

Neste mesmo sentido, se posiciona o professor Manuel Justino Bezerra Filho:

Trata-se de disposição de admirável engenhosidade jurídica, que impede ataque ao ato de cessão em prejuízo dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador. Dessa forma, a blindagem do bem imóvel é absoluta, o que estimularia os investimentos no mercado imobiliário de imóveis em construção, pois haveria garantia mesmo em caso de falência da construtora. “Cria-se um cinturão de proteção ao negócio imobiliário como um todo, de tal forma que qualquer instabilidade da incorporadora/construtora, mesmo sua falência, não interferirá na garantia constituída” (BEZERRA FILHO, 2007, pg. 146).

(...)

Antonio Martin (Martin, p. 473) deixa clara a amplitude do instituto, ao anotar que a securitização destina-se a recebíveis em geral, a partir dos quais emitem-se valores mobiliários no mercado de capitais, a serem adquiridos por investidores. Portanto, em princípio, qualquer crédito da empresa pode ser objeto de securitização. (BEZERRA FILHO, 2007, pg. 331).

⁴³ Ressalta-se que não é obrigatório a emissão pública, pode estar ser privada.

Observa-se no caso elencado pelo art. 136, § 1º da Lei 11.101/2005, que o legislador optou pela figura de separação de patrimônio, conhecido também, por afetação/segregação, com o intuito de proteger determinados credores no caso de falência, visto que o patrimônio, como já ressaltado, não integra a massa falida.

As lições de SYLVIO MARCONDES[1956] são elucidativas, posto que este apresenta o conceito, diferenciando patrimônio geral, separado e autônomo, o qual é de suma importância para a irrevogabilidade dos praticados antes da falência, visto que a espécie do patrimônio é característica marcante da operação.

No caso de securitização realizada através de SPE, trata-se de patrimônio autônomo e o risco é inteiramente segregado, não sendo afetado pela falência do originador, desde que a transferência seja realizada de fato e de direito. Caso a constituição seja perfeita, inexistente o risco dos títulos utilizados como lastro da operação integrarem a massa falida do originador caso esta venha a ocorrer, fazendo com que o principal risco para os investidores, seja a possível inadimplência dos devedores dos créditos cedidos. Porém, tal risco, encontra-se diluído/pulverizado dentro destes recebíveis da carteira dos ativos securitizados.

Agora, no caso da operação de securitização ser realizada de forma interna, a problemática aumenta, visto que inexistente no caso, a cessão dos recebíveis para uma SPE, ficando os recebíveis englobados pelo patrimônio geral do originador.

Desta forma, caso venha ocorrer a falência, não poderá o credor se valer do § 1º do art. 136, visto que tais recebíveis não se encontram securitizados e a operação pode ser reconhecida como ineficaz e/ou ser revogada no caso de procedência de ação revocatória.

5. CONCLUSÕES

As operações de securitização realizadas de forma perfeita impedem que o patrimônio afetado, pela transmissão dos créditos para a SPE, seja passível de sofrer as consequências, em eventual falência ou recuperação judicial da originadora dos créditos que lastreiam os títulos da operação, desde que estas, não tenham como intuito fraudar os credores.

Já no caso de securitização sem segregação perfeita, os créditos voltam a integrar a massa falida e o credor até então securitizado, passa a receber seus créditos de acordo com a classificação do art. 83 da Lei 11.101/2005.

Com relação às operações de cessão fiduciária, as instituições financeiras estão conseguindo sobrepor seus interesses aos demais atores envolvidos, no sentido de firmar posicionamento do judiciário favorável a “trava bancária”, impossibilitando que estes credores, venham a ter seus direitos creditórios atingidos pela recuperação ou falência do devedor.

Posto isso, é possível concluir que o regime falimentar possibilita operações que segregam os riscos para os investidores, desde que estes o façam dentro da lei e de forma perfeita, o que acarreta em garantias adicionais aos investidores e custos menores de captação de investimentos as empresas que necessitam de crédito.

REFERÊNCIAS

ANDRADE, I.M.R. BIAPE. Banco Interamericano de Ahorro e Prestamo. Simpósio sobre Securitização de créditos. Brasília, 1994.

ASSUNÇÃO, Márcio Calil. *A alienação fiduciária e a restituição*. Tribuna de Direito, ago. 2005.

BANCO MUNDIAL, *Projeto Doing Business 2013*.

BEZERRA FILHO, Manoel Justino. *Lei de Recuperação de Empresas e Falências*. 3º Ed. São Paulo, 2007.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. *Securitização como parte da segregação de risco empresarial*. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, nº 10, RT. 2000.

CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo. Saraiva. 2007.

CHALHUB, Malhim Namem. *Negócio fiduciário*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Cessão fiduciária de direitos creditórios e sua exclusão da recuperação judicial*. Parecer Jurídico incluso ao Agravo de Instrumento nº 472.508-8, da 18ª Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Paraná. Rel. Des. Ruy Muggiati, 19.05.2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à nova lei de falências e de recuperação de empresas*. 3 ed. São Paulo: Saraiva, 2005.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Manual de Direito Comercial*. 24ª ed. São Paulo. Saraiva, 2012.

FARIAS, Christiano Chaves de; ROSENVALD, Nelson. *Direitos reais*. 4. ed. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2007.

GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. 1ª Ed. São Paulo. Leud. 2003.

GALDI, Fernando Caio; LIMA, Iran Siqueira; LOPES, Alexsandro Broedel. *Manual de contabilidade e tributação de instrumentos financeiros e derivativos*. São Paulo: Atlas, 2009.

HENDERSON, J; SCOTT, J. *Securitization*. New York: New York Institute of Finance, 1988.

KHOTARI, V. *Securitization The Financial Instrument of the Future*. 1º ed. Cingapura. John Wiley e Sons, 2006.

MACHADO, Sylvio Marcondes. *Limitação de responsabilidade de comerciante individual*. 1956.

MARTIN, Antônio. *Comentários à Lei de Recuperação de Empresas e Falência*. 1ª Ed, RT, 2006.

PENTEADO JÚNIOR, Cássio Martins. *A securitização de recebíveis de créditos gerados em operações de bancos*.

RUGGIERO, Roberto de. *Instituições de direito civil*. 6. ed. Trad. Paolo Capitanio. Atualizada por Paulo Roberto Benasse. Campinas: Bookseller, v. 3, 1999.

SECURATO, José Roberto. *Crédito. Análise e Avaliação do Risco. – Pessoas Físicas e Jurídicas*. 2ª ed. São Paulo. Saint Paul. 2006.