

Doutrina & Atualidades

FACTORING E SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS MERCANTIS

ROGÉRIO ALESSANDRE DE OLIVEIRA CASTRO

1. Considerações iniciais. 2. Etimologia das palavras factoring e securitização. 3. Conceito de factoring e securitização. 4. O crédito mercantil como alavanca do factoring e da securitização. 5. Breve histórico do factoring e da securitização no Brasil. 6. Breve histórico do factoring e da securitização em outros países. 7. Da estrutura e da função do factoring. 8. Da estrutura e da função da securitização de recebíveis mercantis. 9. Semelhanças e diferenças entre o factoring e a securitização. 10. Vantagens e desvantagens da securitização de recebíveis mercantis em relação ao factoring. 11. Factoring como possível atividade complementar da securitização de recebíveis mercantis. 12. Conclusões. 13. Bibliografia.

Palavras-chave: factoring; securitização; comparação; desintermediação financeira; mobilização de crédito.

1. Considerações iniciais

A pesquisa sobre o tema ora sugerido buscará dar continuidade aos trabalhos que já desenvolvemos por ocasião do Mestrado¹ e do Doutorado² envolvendo o instituto do factoring e suas várias faces, porém, agora com um foco mais específico, qual seja a securitização de recebíveis mercantis, créditos esses que também alavancam as operações de factoring no Brasil.

A securitização de potenciais créditos de operações de factoring, com a consequen-

te criação de Fundos de Investimento em Direito Creditórios (FIDC), ganham destaque numa área específica do Direito Comercial, qual seja o direito do mercado de capitais.

Pretendemos, com o presente artigo, comparar estruturas de créditos distintas, mas com funções similares, que: (i) transformam créditos a prazo em dinheiro à vista para os empresários deles detentores; (ii) transformam créditos heterogêneos em créditos homogêneos, com o fim de titularizá-los, fazendo cessarem quaisquer relações entre tais títulos e os negócios que lhes deram origem; e (iii) massificam os créditos titularizados em valores mobiliários, de modo a permitir o seu comércio em vias negociais próprias do mercado de capitais.

Procuraremos, com este artigo, desenvolver, sob o método comparativo,³

1. A Dissertação de Mestrado foi transformada no livro: *Factoring: seu Reconhecimento Jurídico e sua Importância Econômica*, 2ª ed., Leme, LED, 2004, 333 pp.

2. A Tese de Doutorado também resultou em livro, a saber: *Factoring no Brasil e na Argentina*, Curitiba, Juruá, 2009, 544 pp.

3. Marina de Andrade Marconi e Eva Maria Lakatos trazem, como um dos métodos específicos das ciências sociais, o método comparativo (*Metodologia Científica*, 4ª ed., São Paulo, Atlas, 2004, p. 92).

diversos aspectos relacionados ao factoring e à securitização de recebíveis mercantis no Brasil, tais como a etimologia das palavras, os seus conceitos, as suas estruturas e funções, as suas legislações e regras pertinentes, as vantagens e desvantagens de suas operações, os Fundos de Investimento em Direito Creditório (FIDC), dentre outros pontos de interesse que serão identificados no decorrer deste trabalho.

2. *Etimologia das palavras factoring e securitização*

Etimologia vem a ser o estudo dos étimos, isto é, das fontes de nossos vocábulos.⁴ No presente caso, investigaremos a origem, a formação e a evolução das palavras factoring e securitização.

Como a atividade de factoring teve sua origem nas relações comerciais decorrentes do processo de colonização do continente americano pela Inglaterra, não é difícil entender porque a expressão fora forjada em vernáculo anglo-saxão e disseminada aos demais países, como França, Espanha, Itália, Portugal, Alemanha, Estados Unidos, México, Brasil, Argentina, dentre outros.

A palavra factoring advém do latim, *factor(oris)*, pode tanto ser entendida como “autor, fabricante, criador” quanto como “executor, cumpridor”.⁵ Aquele que faz alguma coisa, que desenvolve ou fomenta uma atividade.⁶ Esse substantivo (*fator*, no caso nominativo; e *factoris*, no caso genitivo) tem seu radical no supino do verbo *facere*, cujos tempos primitivos são *fado, facis, feci e factum*.⁷

4. Do grego étimos = verdadeiro + *logia* = estudo (Napoleão Mendes Almeida, *Gramática Metódica da Língua Portuguesa*, 10ª ed., São Paulo, 1958, 304).

5. *Dicionário Latim-Português*, 2ª ed., Porto, Porto, 2001, p. 280.

6. Luiz Lemos Leite, *Factoring no Brasil*, 11ª ed., São Paulo, Atlas, 2007, p. 2; Arnaldo Rizzardo, *Factoring*, 3ª ed., São Paulo, Ed. RT, 2004, p. 19.

7. *Dicionário Latim-Português*, 2ª ed., cit., p. 280; *Novo Dicionário Eletrônico Aurélio*, versão 5.0, Regis

Tanto o *Novo Dicionário Eletrônico Aurélio* como o *Dicionário Eletrônico Houaiss* trazem, respectivamente, as seguintes definições para factoring:

Substantivo masculino; 1. Econ. Sistema pelo qual uma empresa produtora de bens ou serviços transfere seus créditos a receber, resultantes de vendas a terceiros, a uma empresa especializada (*factor* ou empresa de fomento mercantil) que assume as despesas de cobrança e os riscos de não pagamento; fomento comercial; fomento mercantil.⁸

Substantivo masculino; Rubrica: economia, termo jurídico. Contrato pelo qual um comerciante ou industrial cede, total ou parcialmente, a uma instituição financeira créditos de vendas feitas a terceiros, em troca do pagamento de certa comissão, assumindo a instituição o risco do não recebimento dos créditos.⁹

Podemos afirmar que a palavra factoring, grafada na língua inglesa, já foi incorporada por esses dois dicionários em nosso vernáculo sem nenhuma transliteração.

Contudo, não podemos esquecer que a autoridade para reconhecer as palavras oficialmente existentes em nosso léxico é o *Vocabulário Ortográfico da Língua Portuguesa* (VOLP), editado pela Academia Brasileira de Letras.¹⁰ O VOLP apenas registra a palavra e a classe gramatical, deixando a definição para os dicionários. Segundo José Maria da Costa, “isso significa que, se o VOLP registra determinado vocábulo como existente em nosso idioma, ele o faz com autoridade legal para tanto, de modo que a referida palavra há de ser tida como oficialmente existente em nosso léxico”. Em complemento, conclui o

Ltda., 2004, 1 CD-ROM; Luiz Lemos Leite, *Factoring no Brasil*, 11ª ed., cit., p. 382; Arnaldo Rizzardo, *Factoring*, 3ª ed., cit., p. 19.

8. *Novo Dicionário Eletrônico Aurélio*, cit.

9. *Dicionário Eletrônico Houaiss da Língua Portuguesa*, versão 1.0, 2009, 1 CD-ROM.

10. De acordo com o art. 2º da Lei n. 5.765, de 18.12.1971, a Academia Brasileira de Letras tem competência para atualizar o vocabulário ortográfico da língua portuguesa.

mesmo autor que “se, por outro lado, não há o respectivo registro, a palavra não existe oficialmente, e, assim, não estamos autorizados a empregá-la na linguagem formal”.¹¹

Ocorre que o sistema de busca de palavras estrangeiras disponibilizado pelo VOLP registra o vocábulo *factoring* como substantivo masculino de origem inglesa, o que vale dizer, já faz parte de nossa língua oficial, sem qualquer aportuguesamento ou transliteração,¹² diferentemente do que ocorreu com outras palavras do uso cotidiano da população (v.g., computador e não *computer*, futebol e não *football*, bife e não *beef*, suéter e não *sweater*, coquetel e não *cock-tail* etc.).¹³ Outros termos técnicos também já constam do VOLP, como é o caso do *leasing* (substantivo masculino) e da *franchising* (substantivo feminino), o que já não ocorre, por outro lado, com o *joint-venture*.

Entendemos que no Brasil a palavra *factoring* já integra oficialmente o léxico do país para todos os efeitos, o que vale dizer, não deve ser mais escrita em itálico, negrito, com sublinha ou entre aspas, como ocorreria com um vocábulo pertencente a outro idioma.¹⁴ Houve um empréstimo integral

do termo em língua inglesa no Brasil, sem qualquer adaptação para o vernáculo do país. Aliás, a nosso entender, não podemos mais falar, aqui no Brasil, que o *factoring* é um exemplo de estrangeirismo ou barbarismo, ao menos enquanto entendidos como vício de linguagem, sendo aceitável, contudo, a utilização do termo estrangeirismo apenas para indicar simples empréstimo vocabular ao português.¹⁵

Já com relação à securitização, alguns importantes dicionários da língua portuguesa publicados no Brasil registram o seguinte:

Substantivo feminino. 1. Operação de crédito em que entram títulos como garantia de pagamento; 2. Conversão de empréstimos e outros ativos em títulos ou obrigações que podem ser vendidos a investidores.¹⁶

Substantivo feminino. 1. Ato de tornar uma dívida qualquer com determinado credor em dívida com compradores de títulos no mesmo valor. 1.1 Conversão de empréstimo (bancário, p.ex.) e outros ativos em *securities*, a serem vendidas a investidores.¹⁷

Substantivo feminino. 1. Econ. Operação de crédito caracterizada pelo lançamento de títulos com determinada garantia de pagamento.¹⁸

De acordo com alguns dicionários da língua portuguesa, a palavra *securitização* origina-se do termo inglês *security*, que significa *papel com valor mobiliário, título, obrigação, valor*.¹⁹ Por sua vez, *security*

em itálico (Welber Barral, *Metodologia da Pesquisa Jurídica*, 2ª ed., Florianópolis, Fundação Boiteux, 2003, p. 151).

15. Estrangeirismos são as expressões tiradas de outras línguas e que constituem vício quando os vocábulos estranhos não são indispensáveis. Tem por sinônima a palavra barbarismo (José Maria Costa, *Manual de Redação Profissional*, 2ª ed., cit., p. 574).

16. Aulete Digital, *Dicionário Contemporâneo da Língua Portuguesa*, Lexikon Ed. Digital Ltda., disponível em <http://www.auletedigital.com.br/>, acesso 30.1.2013.

17. *Dicionário Eletrônico Houaiss da Língua Portuguesa*, cit.

18. *Novo Dicionário Eletrônico Aurélio*, cit.

19. Consultar: *Dicionário Eletrônico Houaiss da Língua Portuguesa*, cit.

11. José Maria Costa, *Manual de Redação Profissional*, 2ª ed., Campinas, São Paulo, Millennium, 2004, p. 574.

12. Outra palavra que se incorporou em nosso vernáculo sem aportuguesamento ou transliteração foi *expertise* (perícia, competência), que tem origem francesa, muito embora também se encontre grafada da mesma forma em língua inglesa. Outros exemplos: *performance*, *doping* e *dumping* (*Dicionário Eletrônico Houaiss da Língua Portuguesa*, cit.; *Novo Dicionário Eletrônico Aurélio*, cit.; *Dicionário de Francês-Português (Minidicionário)*, São Paulo, Ática, 1994, p. 144; *Dicionário de Inglês (English Mini Dictionary)*, 2ª ed., Londres, Harrap's, 1991, p. 181).

13. O sistema de busca de palavras estrangeiras do VOLP, 5ª ed., 2009 (Academia Brasileira de Letras, *Busca de Palavras Estrangeiras do Vocabulário Ortográfico da Língua Portuguesa*, disponível em <http://www.academia.org.br/abl/cgi/cgi.lua.exe/sys/start.htm?sid=24>, acesso 16.2.2013).

14. Welber Barral também entende que palavras estrangeiras incorporadas ao vernáculo, como é o caso de *shopping center* e *dumping*, não precisam ser escritas

advém do latim, especificamente da palavra *securitas* (*securitatis*), que significa segurança, tranquilidade, sossego.²⁰

Segundo Lewis Ranieri o termo securitização fora utilizado inicialmente, na conformação atual, em 1977, nos Estados Unidos, em uma coluna do *Wall Street Journal*, de autoria de Ann Monroe, sobre operação no mercado imobiliário.²¹

Os dicionários da língua portuguesa consultados trazem que o substantivo feminino securitização advém do verbo securitizar, acrescido do sufixo “-ação”. Na verdade, a palavra securitização origina-se do termo técnico em inglês *securitization*,²² razão pela qual entendemos que houve, nesse caso, processo de aportuguesamento, conforme ocorreu com outros termos técnicos, como é o caso do arrendamento mercantil (*leasing*) e da franquia (*franchising*).

Na França, utiliza-se o termo *titrisation*, neologismo que sugere a ideia de *transformation en titres*, isto é, transformação em títulos, em valores mobiliários.²³ Em Portugal, alguns autores adotaram a terminologia *titularização de créditos* para designar securitização.²⁴ Oportuno lembrar que os

autores portugueses, em clara proteção à sua língua, também já preferiam a terminologia *cessão financeira* em vez de *factoring*.

No Brasil, a palavra securitização é largamente utilizada, apesar de alguns autores entenderem que essa terminologia acaba gerando confusão com as atividades securitárias (seguro).²⁵ Outros autores acreditam que a palavra securitização não remete nem foneticamente à operação que ela designa.²⁶

A nosso ver, a palavra securitização já se encontra incorporada em nosso vocabulário oficial. Contudo, conforme já destacado anteriormente, a autoridade para reconhecer as palavras oficialmente existentes em nosso léxico é o Vocabulário Ortográfico da Língua Portuguesa (VOLP), editado pela Academia Brasileira de Letras.

Assim, o fato de uma palavra já constar dos dicionários não significa que ela se encontra oficialmente reconhecida em nosso vocabulário. Há que se pesquisar o sistema de busca de palavras disponibilizado pelo VOLP. E esse sistema não identifica o vocábulo securitização.²⁷ Vale dizer, essa palavra não existe oficialmente em nosso léxico. Trata-se de termo técnico utilizado inicialmente nos Estados Unidos, adotado em outros países e aportuguesado para a nossa língua, ou seja, trata-se de mais um neologismo, cujo som se aproxima do vocábulo inglês (*securitization*/securitização) e nos dá a ideia de conversão de créditos em títulos mobiliários. Houve um empréstimo no Brasil do termo adotado na língua inglesa, com adaptação para o vernáculo do nosso país.

Podemos concluir que no Brasil a palavra securitização já integra os dicionários

20. Idem.

21. Lewis S. Ranieri, “The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential”, in Leon T. Kendall, Michael J. Fishman (Eds.), *A Primer on Securitization*, Cambridge, Mass., MIT Press, 2000, p. 31; Uinie Caminha, *Securitização*, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 2007, p. 36; Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, *Securitização de Recebíveis Mercantis*, São Paulo, Quartier Latin, 2010, p. 34; Cláudio Gonçalves dos Santos, Luiz Roberto Calado, *Securitização: Novos Rumos do Mercado Financeiro*, São Paulo, Saint Paul Editora, 2011, p. 21.

22. Também não encontramos o termo *securitization* nos dicionários da língua inglesa, mas apenas a palavra *security* (*Longman Dictionary of Contemporary English*, 4ª ed., Harlow, Pearson, 2008).

23. Paul Le Cannu, Thierry Granier, Richard Routier, *Instruments de Paiement et de Crédit – Titrisation*, 8ª ed., Paris, Dalloz, 2010, p. 465.

24. Diogo Leite Campos, “A titularização de créditos (securitização)”, *Revista de Direito Comparado* 17, Rio de Janeiro, 1999; João Calvão da Silva, *Titularização de Créditos*, Coimbra, Almedina, 2003.

25. Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, *Securitização de Recebíveis Mercantis*, cit., p. 31.

26. Uinie Caminha, *Securitização*, 2ª ed., cit., p. 36.

27. Consultar o sistema de busca do Vocabulário Ortográfico da Língua Portuguesa (VOLP), disponível em <http://www.academia.org.br/abl/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=23>, acesso 31.3.2013.

da língua portuguesa, mas, não oficialmente o léxico do país, tendo em vista a inexistência do seu registro no VOLP. A despeito disso, em função do seu aportuguesamento, entendemos desnecessário escrever o termo securitização em itálico, negrito, com sublinha ou entre aspas, como ocorreria com um vocábulo pertencente a outro idioma.

3. Conceito de factoring e securitização

Lembramos inicialmente do ensinamento de Waldirio Bulgarelli no sentido de que os novos tipos de negócios devem ser entendidos como resultado da criatividade posta a serviço da circulação da riqueza.²⁸ E, a nosso entender, tanto o factoring quanto a securitização de recebíveis fazem parte desses novos tipos de negócios.

Fábio Konder Comparato, o primeiro autor brasileiro a publicar um estudo sobre o factoring, conceituou sua operação como venda de faturamento de uma empresa, agregada a um serviço de gestão de créditos e a uma garantia contra o risco de inadimplimento dos créditos transferidos, podendo ainda comportar um financiamento, se os créditos cedidos são liquidados no momento da cessão.²⁹

De forma semelhante, Carlos Alberto de São Tiago Hagstrom afirma que o

factoring apresenta-se como técnica financeira e como técnica de gestão comercial, que comporta serviços de gestão de créditos e garantia contra o risco de inadimplência dos devedores.³⁰

28. Waldirio Bulgarelli, “Empresa de factoring e suas atividades”, *Revista de Direito Bancário* 14/205-210, São Paulo, out.-dez. 1991, p. 210.

29. Fábio Konder Comparato, “Factoring”, *RDM* 6/59-66, São Paulo, set. 1972, pp. 59-60.

30. Carlos Alberto São Tiago Hagstrom, “O factoring no Brasil”, *RDM* 48/39-47, São Paulo, out.-dez. 1982.

Fran Martins, por sua vez, explica o que se entende por técnica financeira e técnica de gestão comercial no factoring: “Como técnica financeira, representa um financiamento da empresa faturizada, adquirindo o faturizador os créditos dessa, pagando-lhe e assumindo o risco com a cobrança e o não pagamento das contas, sem ter o direito de regresso contra o faturizado. Como técnica de gestão comercial, nota-se na faturização a interferência do faturizador nas operações do faturizado, selecionando os clientes deste, fornecendo-lhe informações sobre o comércio em geral, prestando-lhe, enfim, serviços que, de qualquer modo, diminuem os encargos comuns do vendedor”.³¹

Para Maria Helena Diniz, o factoring consiste numa técnica de mobilização do preço oriundo de vendas comerciais, cuja finalidade está ligada à necessidade de reposição do capital de giro das pequenas e médias empresas.³²

Com uma amplitude bem maior, Luiz Lemos Leite, presidente da ANFAC, traz um conceito para o factoring – que, aliás, é encontrado em algumas legislações tributárias que dispõem sobre sua atividade³³ –, no sentido de que:

é a prestação contínua de serviços de alavancagem mercadológica, de avaliação de fornecedores, clientes e sacados, de acompanhamento de contas a receber e de outros serviços, conjugada com a aquisição

31. Fran Martins, “Faturização ou factoring”, in Fran Martins, *Contratos e Obrigações Comerciais*, 15ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2001, p. 475. Maria Helena Diniz também analisa as técnicas de gestão comercial e financeira do factoring (Maria Helena Diniz, “Faturização ou ‘Factoring’”, in Maria Helena Diniz, *Tratado Teórico e Prático dos Contratos*, 4ª vol., São Paulo, Saraiva, 1993, p. 59).

32. Essa autora acrescenta que o faturizador é geralmente uma instituição financeira (“Faturização ou ‘Factoring’”, in Maria Helena Diniz, *Tratado Teórico e Prático dos Contratos*, 4ª vol., cit., p. 58).

33. Art. 28, § 1º, alínea c-4, da Lei n. 8.981/1995; art. 15, § 1º, III, “d”, da Lei n. 9.249/1995; art. 58 da Lei n. 9.430/1996; art. 58 da Lei n. 9.532/1997; art. 246 do Regulamento do Imposto de Renda (RIR).

de créditos de empresas resultantes de suas vendas mercantis ou de prestação de serviços, realizadas a prazo.³⁴

Percebe-se, nesse conceito, uma oferta de serviços bastante ampla. Concordamos que a doutrina brasileira não diverge ao relacionar o factoring a uma cessão de créditos (ou venda e compra) e prestação de serviços. Entretanto, entendemos que, por ser “complexa e multiforme”,³⁵ a operação resulta num contrato “camaleão”, na medida em que existe uma gama extensa de atividades possíveis e que, dependendo da necessidade do cliente, uma, algumas ou todas elas far-se-ão presentes. Ou, adaptando a expressão de Alberto Asquini no presente caso, diríamos que o *factoring* é um contrato poliédrico e multifacetado.³⁶

A securitização de recebíveis, por sua vez, é outra possibilidade de estrutura de financiamento para os empresários que necessitam de recursos para o seu negócio, não como o empréstimo bancário convencional ou a operação de factoring, mas com a venda de seus ativos para lastrear emissões de valores mobiliários. A securitização está atrelada à ideia de se buscar financiamentos outros que não os do sistema bancário (desintermediação financeira).

Da mesma forma que o factoring, a securitização surge na seara econômica, como inovação do tráfego negocial, e ganha atenção do mundo jurídico, que procura encontrar sustentação no ordenamento vigente para dar segurança às partes envolvidas na mobilização e circulação do crédito.

Unie Caminha compreende que a securitização, em sentido amplo, pode ser entendida como a substituição das formas

tradicionais de financiamento bancário pelo financiamento através do mercado de capitais, enquanto, em sentido restrito, 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.³⁷

De forma semelhante, Ilene Patrícia de Noronha Najjarian afirma que a securitização pode ser entendida sob dois aspectos, um macro, como um mecanismo novo de autofinanciamento empresarial (semelhante ao adotado pelas sociedades anônimas) e um contratual, ou seja, como um contrato mercantil de cessão de lastro para emissões de valores mobiliários.³⁸

Já Thais Romano Cançado e Fábio Gallo Garcia definem a securitização como “a *monetização* de título de crédito, ou seja, o processo de transformação de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais, através da utilização de determinados veículos”.³⁹

Entendemos que a securitização, no Brasil, pode ter vários significados, alguns mais restritos, outros mais amplos, alguns sob o enfoque financeiro, outro sob o jurídico, porém, de forma geral, pode ser entendida como uma mobilização de ativos, ou seja, agrupamento de créditos que serve de lastro para emissão de títulos padronizados negociáveis no mercado de capitais. Em concepção ainda mais genérica, a securitização pode ser entendida como um negócio jurídico que transforma instrumentos de dívidas ou créditos em títulos ou valores mobiliários.

34. Luiz Lemos Leite, *Factoring no Brasil*, 11ª ed., cit., p. 4.

35. O termo “operação complexa e multiforme” (*opération complexe et multiforme*) é utilizado por Louis Edmond Sussfeld (*Le Factoring*, Paris, PUF, 1968, p. 1).

36. Alberto Asquini, “Profili dell’impresa”, *Rivista del Diritto Commerciale*, vol. XLI, Milão, Francesco Vallardi, pp. 1-20, 1943.

37. Unie Caminha, *Securitização*, 2ª ed., cit., pp. 37-38.

38. Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, *Securitização de Recebíveis Mercantis*, cit., p. 25.

39. Thais Romano Cançado, Fábio Gallo Garcia, *Securitização no Brasil*, São Paulo, Atlas, 2007, p. 5.

4. O crédito mercantil como alavanca do factoring e da securitização

Como registrava o poeta Carlos Drummond de Andrade, “o dinheiro gosta de circular na área dos que não precisam dele”. Partindo dessa premissa, a criação de instrumentos que facilitem a circulação do dinheiro daqueles que o possuem para os que não o possuem, como é o caso do factoring e da securitização, ganha destaque no campo econômico e jurídico.

Tanto o factoring como a securitização estão intimamente ligados ao crédito, à sua mobilização e à sua circulação. Podemos entender o crédito como a soma das condições econômicas e morais, pelas quais se obtém uma prestação presente, contra promessa de uma prestação futura.⁴⁰

José Ferreira Borges, redator do primeiro código comercial português, ao analisar o verbete crédito, destacava o seguinte: “Se bem se refletir, em última análise, o crédito é o único contrato mercantil em que todos os demais se fundem. Esta verdade, quando geralmente conhecida, e bem avaliada, reduzirá a jurisprudência mercantil a uma simplicidade, de que não é suscetível a jurisprudência civil propriamente dita”.⁴¹

Como alertava Oscar Barreto Filho, o crédito é um pressuposto necessário da atividade econômica atual. Não se discute que é graças ao crédito que os empresários em geral conseguem imprimir a seus negócios o volume exigido pela intensidade da vida atual.⁴² E o crédito está principalmente

ligado ao direito comercial, tido pelo referido autor, embora de modo sumário e incompleto, como a disciplina jurídica da atividade econômica.

Sem sombra de dúvidas, o crédito é objeto de estudo tanto da ciência econômica como da ciência jurídica. Ele acaba estabelecendo um diálogo entre essas duas áreas do conhecimento. Dentre outros juristas, o italiano Tullio Ascarelli⁴³ foi um dos que sempre estudaram com atenção as relações entre direito e economia, considerou o direito, sobretudo, no seu valor instrumental em relação aos fins econômicos da sociedade, a ponto de Norberto Bobbio defini-lo como um jurista-economista.⁴⁴

Conforme já dito, o crédito assume importância considerável na economia contemporânea e seus vários mecanismos de concessão acabam representando uma “desmaterialização” da atividade econômica, na medida em que se tem a passagem das trocas imediatas de bens por moedas e, em seguida, por crédito.⁴⁵

As vendas mercantis a prazo são, em regra, materializadas em títulos de crédito, como as duplicatas, muito embora esse ato de emissão implique em desmaterialização da atividade econômica comercial. Esses títulos, ao representarem um direito de crédito, podem ser utilizados pelos empresários que os detêm para levantar recursos ao seu negócio. Esse autofinanciamento pode ser buscado pelo empresário tanto quando cede esses créditos a um banco, a uma sociedade de factoring ou a uma securitizadora de recebíveis.

40. Ferraris *apud* Oscar Barreto Filho, “O crédito no direito”, in Gustavo Tepedino, Luiz Edson Fachin (orgs.), *Edições Especiais Ed. RT 100 Anos: Obrigações e Contratos: Obrigações: Funções e Eficácia*, vol. 2, São Paulo, Ed. RT, 2011, p. 308.

41. José Ferreira Borges, *Dicionário Jurídico-Comercial*, 2ª ed., Porto, 1866, p. 108.

42. Oscar Barreto Filho, “O crédito no direito”, in Gustavo Tepedino, Luiz Edson Fachin (orgs.), *Edições Especiais Ed. RT 100 Anos: Obrigações e Contratos: Obrigações: Funções e Eficácia*, vol. 2, cit., p. 307.

43. Tullio Ascarelli entendia que o direito comercial era o direito que nascera das exigências da sociedade capitalista (in *Saggi di Diritto Commerciale*, Milão, Giuffrè, 1949, pp. 7-33).

44. Norberto Bobbio, *Da Estrutura à Função: Novos Estudos de Teoria do Direito*, trad. Daniela Baccaria Versiani, Barueri, Manole, 2007, p. 269.

45. Fábio Konder Comparato, *O Seguro de Crédito*, São Paulo, Ed. RT, 1968, p. 9.

Enfim, a cessão do crédito comercial e industrial pode alavancar várias atividades de financiamento empresarial, como o factoring e a securitização de recebíveis, tidos como instrumentos de desintermediação financeira.

5. Breve histórico do factoring e da securitização no Brasil

Segundo relata Luiz Lemos Leite,⁴⁶ o registro da palavra factoring foi encontrado inicialmente em 1968, por ocasião de inspeção realizada pelo Banco Central do Brasil (BACEN) num balancete de um banco de investimento de São Paulo, integrante de um conglomerado financeiro.⁴⁷ Conforme esse mesmo autor, os inspetores do BACEN identificaram a palavra factoring no lugar de “financiamento de capital de giro”, enquanto o Departamento Jurídico dessa mesma instituição concluiu tratar-se de simulação de desconto bancário de duplicatas. Apesar desse registro, não podemos entender que o factoring começou efetivamente a ser operado no Brasil nesse período.

A nosso ver, o tema passou a ser discutido academicamente neste país com o artigo de Fábio Konder Comparato, intitulado “Factoring” e publicado na *RDM* n. 6, Ano XI, da Editora Revista dos Tribunais, no ano de 1972. Esse autor foi, a nosso entender, o primeiro a publicar um estudo sobre o factoring no Brasil e o primeiro a estabelecer algumas premissas que permanecem intactas até o

presente momento. Entre essas premissas, cabe citar a busca de capital de giro para as pequenas e médias empresas, a autogeração de recursos através da dispersão dos riscos empresariais, o triplice objeto do factoring (garantia, gestão de créditos e financiamento), dentre outras que ainda envolvem muita discussão, como a cessão definitiva sem regresso (cláusula *pro soluto*). Além dessas, outras duas delas não se confirmaram na prática: o nome “faturização” em vez de factoring; e ser uma atividade somente permitida a instituições financeiras que não captem recursos do público, ou a bancos comerciais com ótimos índices de liquidez patrimonial.⁴⁸

Já em 1978, Fran Martins aborda a questão do factoring no Seminário Nacional de Contratos promovido pela Fundação D. Cabral, de Belo Horizonte.⁴⁹ Na mesma época, Orlando Gomes registra em sua obra que, conquanto não estivesse regulado especificamente em nosso direito, o factoring é um contrato bancário atípico e, portanto, as partes têm de ser, de um lado, um comerciante ou um industrial e, do outro, uma instituição bancária.⁵⁰

Todavia, o tema passou a ser analisado por um maior número de autores brasileiros somente na década de 1980, quando a atividade de factoring começa a ser praticada no país.⁵¹ Logo, então, surgem as primeiras

48. Fábio Konder Comparato, “Factoring”, *RDM* 6/59-66, cit.

49. Fran Martins, “O contrato de factoring e sua introdução no direito brasileiro”, *Revista Forense* 262/9-14, Rio de Janeiro, Forense, 1978, p. 9; “Faturização ou factoring”, in Fran Martins, *Contratos e Obrigações Comerciais*, 15ª ed., cit., p. 469.

50. Orlando Gomes, *Contratos*, 6ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 1978, pp. 573-574. Já na 26ª edição desse livro, utiliza-se do termo “empresa de factoring” em vez de “instituição bancária”, e não fala mais que o factoring é um contrato bancário atípico, simplesmente que é um contrato atípico, já que a jurisprudência do STJ entende que a operação não é privativa de instituição financeira (REsp 489.658-RS, j. 5.5.2005) (*Contratos*, 26ª ed., Rio de Janeiro, Forense, 2008, p. 580).

51. Diversos artigos sobre o assunto são publicados na década de 1980, tais como: Carlos Alberto

46. Luiz Lemos Leite registra no prefácio à 1ª edição do seu livro *Factoring no Brasil*, publicada em 1993, que a decisão de escrevê-lo “se prende primordialmente ao fato de estudar o factoring desde 1968, quando ainda funcionário do Banco Central” (*Factoring no Brasil*, 6ª ed., São Paulo, Atlas, 1999, p. 23).

47. Luiz Lemos Leite, *Factoring no Brasil*, 6ª ed., cit., p. 10; Luiz Gastão Paes de Barros Leães, “A operação de factoring como operação mercantil”, *RDM* 115/239-254, São Paulo, jul.-set. 1999; Carlos Alberto de São Tiago Hagstrom, “O factoring no Brasil”, *RDM* 48/39-47, cit.; Wilson do Egito Coelho, “O factoring e a legislação bancária brasileira” *RDM* 54/73-82, São Paulo, abr.-jun. 1984.

normas dispoendo sobre o factoring. Aliás, a primeira delas, a Circular do Banco Central n. 703, datada de 16 de junho de 1982, veio esclarecer que, enquanto a matéria não fosse regulamentada pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), as operações conhecidas por factoring, compra de faturamento ou denominações semelhantes, por apresentarem, na maioria dos casos, características e particularidades próprias daquelas privativas das instituições financeiras, somente por estas poderiam ser praticadas, sob pena de multa pecuniária e detenção de um a dois anos.

De 1982 a 1988, temos, na verdade, uma proibição por parte do Banco Central brasileiro quanto à prática do factoring por instituições que não fossem financeiras. Apesar desse período de indefinição, entendemos que o passo decisivo para consolidar a atividade de factoring no Brasil foi tomado em 11 de fevereiro de 1982, quando foi fundada a Associação Nacional das Empresas de Fomento Comercial (ANFAC) por Luiz Lemos Leite.

Em função da restrição imposta pelo BACEN por meio da citada Circular n. 703/1982, algumas sociedades de factoring foram à justiça para questionar a norma e, em 1986, o Tribunal Federal de Recursos (TFR) decidiu que as autoridades administrativas não poderiam impedir a constituição e o registro de sociedades de factoring no Brasil, enfim, sinalizou que a sociedade de factoring desenvolvia uma atividade comercial e não uma atividade privativa de instituição financeira.⁵² Essa decisão judicial, dentre

de São Tiago Hagstrom, "O factoring no Brasil", *RDM* 48/39-47, cit.; Wilson do Egito Coelho, "O factoring e a legislação bancária brasileira" *RDM* 54/73-82, cit.; Tulio Freitas do Egito Coelho, "O factoring e a Lei 4.595/64", *RDM* 67/109-114, São Paulo, jul.-set. 1987.

52. Ementa: "(...) 2. Factoring ou faturização. Enquanto não regulada por lei a constituição ou registro de sociedades que se proponham ao exercício desse tipo de atividade comercial, não cabe às autoridades administrativas, com apoio em simples opiniões doutrinárias opor-lhes, a priori, restrições de qualquer natureza. Se, no exercício efetivo de suas atividades comerciais, se

outras,⁵³ influenciou o BACEN a editar, em 30 de setembro de 1988, a Circular n. 1.359, que revogou expressamente a Circular n. 703/1982. Entretanto, não foram somente as decisões judiciais que contribuíram para essa revogação. Segundo Newton De Lucca, a revogação da citada circular deu-se, conforme informação passada por Carlos Alberto Hagstrom, advogado do Banco Central, às novas reflexões sobre o tema a partir da participação do Brasil na Conferência do UNIDROIT sobre factoring internacional, ocorrida em 1988, no Canadá.⁵⁴

A revogação da Circular n. 703/1982 implicou, na prática, na possibilidade de as sociedades de factoring arquivarem livremente seus atos constitutivos nas Juntas Comerciais brasileiras, sem a necessidade de autorização do BACEN.

Podemos dizer que, a partir de outubro de 1988, a atividade de factoring, entendida então como comercial e não financeira, passou a ser utilizada cada vez mais pelos empresários brasileiros de pequeno e médio portes, a ponto de o volume anual de operações dessa natureza apresentar um considerável crescimento a partir de 2000.

Contudo, o factoring ainda continua a não ser regulado por lei específica no Brasil, muito embora existam projetos tramitando há anos perante o Congresso Nacional. Com o aumento das operações, inúmeras legislações

verificar que interferem em atividades financeiras não autorizadas, então, sim, caberá ao Banco Central agir na forma da lei" (AMS 99.964, 2ª T. do TFR, rel. Costa Lima, j. 13.5.1986, Sérgio Leal Martinez e Darso Saraiva de Moraes impetraram MS contra ato do Presidente da JUCERS que negou registro ao contrato de constituição da sociedade Serda Interpart Administração e Assessoria Financeira Limitada). Esse acórdão é encontrado na íntegra ao final do artigo escrito por Maria Elizabete Vilaça Lopes ("O contrato de factoring e o sistema financeiro nacional", *RDM* 74/57-71, São Paulo, abr.-jun. 1989).

53. Carlos Renato de Azevedo Ferreira, *Factoring*, 3ª ed., São Paulo, Ed. RT, 2004, p. 38.

54. Newton De Lucca, "O contrato de factoring", in Carlos Alberto Bittar (coord.), *Os Contratos Empresariais*, São Paulo, Ed. RT, 1990, p. 155.

sucederam-se abordando os mais diversos aspectos relacionados à atividade de factoring,⁵⁵ principalmente os tributários,⁵⁶ muito embora até o presente momento inexistam ainda uma lei específica regulamentando o seu contrato.

Já com relação à securitização, podemos dizer que as suas operações no Brasil passaram a ser utilizadas após a Reforma Bancária, ocorrida com a Lei n. 4.595/1964, e a Reforma do Mercado de Capitais, determinada pela Lei n. 4.728/1965. Essas reformas trouxeram mecanismos de controle e fiscalização das instituições públicas e privadas do sistema financeiro nacional, estabelecendo ainda a formação de instituições financeiras especializadas na captação e aplicação de recursos a médio e longo prazos. Merece também destaque a Lei n. 6.385/1976, que cria a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade autárquica vinculada ao Ministério da Fazenda, que tem por finalidade disciplinar, fiscalizar e desenvolver o mercado de valores mobiliários, entendido como aquele em que são negociados títulos emitidos para captar recursos junto ao público.

Segundo Emerson Norio Chinen, as primeiras operações realizadas no Brasil assemelhadas à securitização ocorreram no início da década de 1980, quando eram oferecidos títulos em caução ou como garantia do capital de giro obtido pela empresa tomadora.⁵⁷ Seria um tipo de securitização

parcial, já que a própria empresa tomadora dos recursos realizava a emissão do título ou valor mobiliário.

Na década de 1990, quando se tem a abertura dos mercados e as privatizações, começam a surgir as operações de securitização nos moldes das práticas atualmente adotadas, como a envolvendo companhias prestadoras de serviço público, de energia elétrica, de serviço de telefonia e de água, como a Companhia Energética de São Paulo (CESP), que emitiu, em 1994, o Certificado a Termo de Energia (CTE).

O histórico da securitização no Brasil é encontrado nas normativas editadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), razão pela qual passaremos a analisar algumas delas.

Em 1993, o Conselho Monetário Nacional (CMN) edita a Resolução n. 2.026, que facultou aos bancos múltiplos com carteira comercial, de investimento e/ou de crédito, financiamento e investimento, aos bancos comerciais, aos bancos de investimento e às sociedades de crédito, financiamento e investimento a aquisição de direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços, com pessoas físicas, junto a sociedades anônimas cujo objeto social fosse única e exclusivamente a aquisição de direitos creditórios. Enfim, possibilitou que os bancos em geral e as instituições financeiras nela mencionadas adquirissem os direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviços. Segundo Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, a securitização ganha força com essa Resolução CMN n. 2.026/1993.⁵⁸

Em 7 de maio de 1998, o CMN edita a Resolução n. 2.493, que revoga a de n. 2.026/1993 e autoriza a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento e de arrendamento mercantil

55. O Conselho de Controle de Atividades Financeiras (COAF) editou a Resolução n. 21, de 20.12.2012, para dispor sobre os procedimentos a serem adotados pelas empresas de fomento comercial (factoring), em qualquer de suas modalidades, inclusive a securitização de ativos, quanto à prevenção da prática de lavagem de dinheiro e do financiamento ao terrorismo.

56. Lei n. 9.249, de 26.12.1995, em seu art. 15, § 1º, III, trata da forma de apuração do IR; Lei n. 9.532, de 10.12.1997, em seu art. 58, trata da incidência do IOF; Ato Declaratório n. 9, de 25.2.2000, do Secretário da Receita Federal, define a base de cálculo das contribuições para o PIS/PASEP e COFINS; Lei Complementar n. 116, de 31.7.2003, dispõe sobre o ISSQN.

57. Emerson Norio Chinen, *Securitização de Recebíveis*, Dissertação de Mestrado em Direito Comercial, Faculdade de Direito da USP, 1995.

58. Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, *Securitização de Recebíveis Mercantis*, cit., p. 79.

contratadas por bancos múltiplos, bancos comerciais, bancos de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil e companhias hipotecárias a sociedades anônimas que tenham por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos. A Resolução CMN n. 2.493/1998 condicionava a cessão de créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamento e de arrendamento mercantil à sociedade anônima que trouxesse em sua denominação a expressão “Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros”. Entendem alguns autores que a Resolução CMN n. 2.493/1998 foi importante para a securitização na medida em que passou a permitir que as instituições financeiras realizassem operações dessa natureza.⁵⁹

Em 26 de janeiro de 2000, a Resolução CMN n. 2.493/1993 é revogada pela de n. 2.686, que estabelece condições para a cessão de créditos a sociedades anônimas de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos imobiliários. Em 30 de maio de 2001, é editada pelo CMN a Resolução n. 2.836, ainda em vigor, que altera a de n. 2.493/1993 e consolida as normas sobre cessão de créditos, autorizando as instituições financeiras a ceder, a instituições da mesma natureza, créditos oriundos de operações de empréstimos, de financiamento e de arrendamento mercantil.

Importante passo para a securitização de recebíveis fora do sistema financeiro foi a Resolução CMN n. 2.907, de 29 de novembro de 2001, ainda em vigor, que autorizou a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios.

59. Walter Douglas Stuber, Enrico Jucá Bentivegna, Henrique Bonjardim Filizzola, *O Instituto da Securitização de Créditos no Brasil*, disponível em <http://www.revistadofactoring.com.br/artigos/pagina=2>, acesso 14.4.2013.

Outra normativa importante para a securitização de recebíveis foi a Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 356, de 17 de dezembro de 2001, com as alterações introduzidas pela Instrução CVM n. 393, de 22 de julho de 2003.

6. Breve histórico do factoring e da securitização em outros países

É possível, com certas restrições, encontrar alguns traços de semelhança do factoring com as tradicionais figuras de colaboração encontradas no comércio da antiguidade. Contudo, a moldura atual do contrato de factoring encontra-se efetivamente nos Estados Unidos, por ocasião da expansão colonial inglesa.

De forma sintética, o processo de desenvolvimento do factoring moderno, cuja origem está atrelada à expansão do comércio britânico para o continente norte-americano, pode ser dividido em três fases: o *colonial factoring*, no qual o *factor* atua como distribuidor (século XVI até meados do século XIX); o *factoring old line*, em que o *factor*, como cessionário dos créditos decorrentes de venda e compra mercantil, cumpre uma função complexa de gestão, assume o risco de insolvência e financia o cliente (final do século XIX); por fim, o *new style factoring*, que surgiu no final da década de 1930, por meio do qual o *factor* se compromete a disponibilizar ao seu cliente um conjunto de serviços financeiros.⁶⁰

Porém, a nosso entender, somente após a Primeira Guerra Mundial, as características do contrato de factoring se tornaram mais claras, ganhando destaque inicialmente nos Estados Unidos, depois na Inglaterra e em outros países europeus, espalhando-se, mais tarde, por todos os continentes. Segundo Karl

60. Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, *Dos Contratos de Cessão Financeira (Factoring)*, Coimbra, Coimbra, 1999, p. 27.

Kaufhold, o factoring foi introduzido na Alemanha pela empresa *Mittelrheinische Kreditbank Dr. Horbach* em 1958. Nos primeiros anos, as empresas de factoring na Alemanha operavam principalmente o “factoring com recurso”, ou seja, com a cláusula *pro solvendo*, cujo termo em alemão é conhecido como *Factoring mit Rückgriff, unechtes Factoring* (factoring atípico, não puro).⁶¹ Na França, o contrato de factoring nasce em 1964, ou seja, alguns anos após o seu surgimento na Grã-Bretanha e na Alemanha.⁶² Na Itália, a atividade de factoring, com os contornos atuais, também surgiu recentemente, mais precisamente na década de 1970.

O factoring desenvolveu-se nos mais diversos campos de atividade, na busca de se adaptar às necessidades contemporâneas da atividade comercial.

Já a securitização, nos termos que atualmente é adotada, apresenta uma história relativamente recente, que se dá no início da década de 1970, ou seja, não mais que quarenta anos.

Contudo, alguns autores identificam em certas operações no passado traços de semelhança à securitização atual.

Meir Kohn, do Departamento de Economia da Faculdade de Dartmouth, Estados Unidos, identifica na França do século XII um possível embrião da securitização, consistente na cessão dos aluguéis da terra como garantia do financiamento contraído pelo proprietário do imóvel rural, os conhecidos *bail à rente* ou *rent-sale*.⁶³

Vinod Khotari entende que a securitização teria surgido na Dinamarca, no início do

século XVIII, quando os britânicos incendiaram Copenhague e, para a sua reconstrução, foi necessário utilizar-se do instrumento de hipoteca para garantir os interesses das instituições hipotecárias liberadoras dos recursos. Segundo referido autor, a Dinamarca seria o local de nascimento da securitização (*the birthplace of securitization*).⁶⁴

De forma similar, a Alemanha desenvolveu um instrumento de financiamento com garantia hipotecária, denominado *pfandbrief*, criado em 1769, a pedido de Frederico, o Grande da Prússia, instrumento esse que ainda é utilizado no mercado germânico.⁶⁵

Apesar dessas tentativas de identificar a origem da securitização no passado mais remoto, existe certo consenso que a securitização, nos padrões atuais, foi construída nos Estados Unidos, pelo mercado financeiro hipotecário, em meados da década de 1970. Daquele momento em diante, é possível perceber que as autoridades americanas passaram a editar várias normativas sobre a securitização, marco regulatório esse que deu sustentação ao crescimento das operações dessa natureza naquele país no decorrer dos anos.⁶⁶

Com o sucesso do mercado de securitização americano, suas operações passaram também a ser utilizadas em diversos outros países, inclusive no Brasil.

7. Da estrutura e da função do factoring

Cesare Vivante já advertia os estudantes e estudiosos do direito a não se aventurarem a uma análise jurídica sem conhecerem a fundo a estrutura técnica e a função econômica do instituto objeto de seus estudos.⁶⁷ Segundo

61. Karl Kaufhold, “Der deutsche Factoringmarkt”, in K. F. Hagenmüller, Heinrich Johannes Sommer, Ulrich Brink, *Handbuch des nationalen und internationalen factoring*, 3ª ed., Frankfurt, Fritz Knapp, 1997, p. 55.

62. Sobre o factoring na França, consultar: Louis Edmond Sussfeld, *Le Factoring*, cit.; Jean Gerbier, *Le Factoring*, Paris, Dunod, 1970.

63. Meir Kohn, *The Capital Market Before 1600*, fev. 1999, p. 4, disponível em <http://www.dartmouth.edu/~mko/m/Papers/99-06.pdf>, acesso 4.4.2013.

64. Vinod Khotari, *Securitization: the Financial Instrument of the Future*, Singapura, Wiley, 2006, pp. 127-128.

65. Idem ibidem, pp. 119-120.

66. Idem ibidem, pp. 112-113.

67. Cesare Vivante, *Trattato di Diritto Commerciale*, 1º vol., Milão, Francesco Vallardi, 1934, p. IX.

Norberto Bobbio, é possível encontrar no pensamento de Tullio Ascarelli uma advertência para a necessidade de o jurista estudar um instituto tanto sobre o prisma de sua estrutura normativa como de sua função econômica.⁶⁸

O estudo de qualquer aspecto do contrato de factoring parte de um dado específico, ou seja, de um elemento característico dele, no caso, a transmissão de créditos do cliente para a sociedade de factoring com a qual foi celebrado. Em outras palavras, em princípio, não há factoring sem a transmissão de créditos. A dúvida que permanece está em saber qual é a relação estrutural, e não funcional neste momento, entre os créditos.

Com efeito, o contrato de factoring pode realizar-se, basicamente, de duas formas distintas. Na primeira, o cliente se obriga a ofertar em cessão seus próprios créditos, podendo, contudo, a sociedade de factoring, de forma discricionária, aceitá-la ou não. Na segunda, o cliente expressa imediatamente o seu consentimento na cessão dos créditos já existentes como também dos créditos futuros, e a sociedade de factoring declara, por sua vez, que aceita todos os créditos que não sejam expressamente por ela rejeitados.

No primeiro caso, o contrato de factoring se instrumentaliza na qualidade de um pacto de opção, também chamado de contrato preliminar. Segundo essa tese, o contrato de factoring é um contrato preliminar (pré-contrato ou *pactum de contrahendo*) de posteriores contratos de cessão.⁶⁹ O cliente, por um lado, se obriga a ofertar à sociedade de factoring as faturas que nascerem de sua atividade comercial, em virtude do compromisso de exclusividade (globalidade). A sociedade de factoring, por sua vez, se

reserva a faculdade de aceitar ou recusar todas ou parte das faturas oferecidas pelo cliente faturizado. Enfim, a cessão, uma vez materializada, seria para esta tese o contrato definitivo, enquanto o contrato de factoring, propriamente dito, o contrato preliminar.⁷⁰

Já no segundo caso, surge como um contrato de cessão imediatamente translativo ou definitivo. Os defensores dessa tese entendem que o factoring é um contrato definitivo do qual nascem direitos e obrigações para ambas as partes, tendo os créditos efeito translativo na medida em que venham a surgir.⁷¹

Contudo, existem algumas posições divergentes às teses do contrato preliminar (ou pacto de opção) e do contrato definitivo (imediatamente translativo), como são as teses do contrato normativo e do contrato quadro, também chamado de contrato base ou contrato de coordenação.

A tese que qualifica o factoring como contrato normativo ganhou força com o italiano Aldo Frignani,⁷² ao qual se uniram outros autores, como Giorgio Fossati e Alberto Porro.⁷³ Segundo eles, o contrato de factoring é um contrato normativo bilateral individual, ou seja, um acordo direto dirigido a prever as regras que disciplinarão as futuras relações a serem estabelecidas entre as partes contratantes. A consequência é clara, ou seja, tem-se uma separação entre o contrato

70. Silvio V. Lisoprawski, Carlos G. Gerscovich, *Factoring*, Buenos Aires, Depalma, 1997, pp. 74-76.

71. Defendem a tese do contrato definitivo, dentre outros: Ugo Carnevali, "I problema giuridici del factorin", in Giuseppe B. Portable (org.), *Le Operazioni Bancarie*, 2ª t., Milão, Giuffrè, 1978, pp. 299-305; Serge Rolin, *El Factoring*, Madri, Pirâmide, 1975.

72. Aldo Frignani, "L'avan-progetto di legge uniforme sul factoring internazionale (UNIDROIT)", *Rivista Diritto Civile*, vol. XXIX, p. 96, 1983; Aldo Frignani, *Factoring, Leasing, Franchising, Venture Capital, Concorrenza*, Turim, G. Giappichelli, 1987, pp. 260-272.

73. Giorgio Fossati, Alberto Porro, *Il Factoring. Aspetti Economici, Finanziari e Giuridici*, 3ª ed., Milão, Giuffrè, 1985, pp. 153-173.

68. Norberto Bobbio, *Da Estrutura à Função: Novos Estudos de Teoria do Direito*, cit., pp. 250-251.

69. Defendem essa tese: Renzo Bianchi, *Il Factoring i Problema Gestionali che Comporta*, Turim, G. Giappichelli, 1970, pp. 60-61; Louis Edmond Sussfeld, *Le Factoring*, cit., p. 29; Goffredo Zuddas, *Il Contrato di Factoring*, Nápoles, Casa Editrice Dott, 1983, p. 156.

de factoring e a transmissão dos créditos, a qual será materializada em futuras relações negociais entre as partes que celebraram o referido contrato.

Além das teses de contrato definitivo, preliminar e normativo, surge outra, que busca conciliar as anteriores por meio do que se denominou contrato de coordenação, também chamado de contrato quadro.⁷⁴

Essa tese intermediária do contrato de coordenação surgiu com Roberto Pardolesi, que procurou reconhecer alguns pontos das teses anteriores.⁷⁵ Ao analisar o problema da estrutura contratual do factoring, esse autor considerou dois aspectos: (a) a pluralidade negocial ínsita nessa complexa operação; e (b) o fato de que uma parte está vinculada, na origem, a realizar uma oferta de cessão, enquanto a outra é livre para atuar como desejar.⁷⁶ Segundo ele, não se pode identificar um contrato definitivo numa convenção complexa em que se encontra o contrato de factoring, no qual as obrigações se materializam num momento posterior à sua celebração.⁷⁷ Isso é dizer, para Roberto Pardolesi, que as relações entre o contrato de factoring e os consequentes negócios de transmissão (cessões) levam-no à categoria de “contratos de coordenação”.

74. Utilizam os termos contrato de coordenação e contrato quadro com o mesmo significado: Silvio V. Lisoprawski, Carlos G. Gerscovich, *Factoring*, cit., p. 76; José Antonio García-Cruces González, *El Contrato de Factoring*, Madrid, Tecnos, 1990, pp. 98-99. Contudo, Luís Miguel D. P. Pestana Vasconcelos entende que o contrato de coordenação não tem o mesmo significado do contrato quadro, já que este apresenta conteúdo mais abrangente do que aquele, isto é, enquanto do contrato de coordenação decorre unicamente os devedores de concluir contratos, no contrato quadro, onde se enquadra o factoring, há também o dever de o faturizado comunicar o devedor e não transferir o crédito cedido a outrem (*Dos Contratos de Cessão Financeira (Factoring)*, cit., pp. 160-161).

75. José Antonio García-Cruces González, *El Contrato de Factoring*, cit., p. 98.

76. Roberto Pardolesi, *I Contratti di Distribuzione*, Nápoles, Jovene, 1979, p. 264.

77. Idem, *ibidem*, p. 264.

Para o já citado Roberto Pardolesi, o contrato de factoring é um contrato quadro, já que apresenta as características próprias do contrato normativo, mas também é fonte de obrigações.⁷⁸ Se trilharmos a tese defendida por esse autor, estaremos diante de um contrato quadro de caráter unilateral, já que somente é vinculante para o cliente da sociedade de factoring.⁷⁹

Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos também entende que o contrato de factoring consiste num contrato quadro, na medida em que envolve uma estrutura contratual apta a servir de suporte aos diferentes tipos contratuais, com conteúdos e funções diversas entre si, desempenhando, inclusive uma função organizatória das relações a serem estabelecidas entre as partes.⁸⁰

Quando não se conta com legislação especial ou precedentes jurisprudenciais consolidados, como é o caso do Brasil, o devido enquadramento do contrato de factoring fica dificultado.

Muito embora a doutrina brasileira não tenha tratado de forma específica de sua estrutura contratual, entendemos que o factoring se enquadra melhor como contrato quadro, na medida em que nele as partes contratantes não só estabelecem previamente as cláusulas e condições das futuras e eventuais cessões, como também as obrigações de aplicação imediata, como as de prestação de serviços a cargo da sociedade de factoring. Enfim, o contrato é fonte mediata e imediata de obrigações para as partes. Com essa estrutura contratual, apesar de as funções serem complexas e variadas, enfatiza-se tanto a financeira como a prestação de serviços de gestão.

Para entendermos as funções do factoring, é oportuno questionar quais as razões

78. Idem, *ibidem*, p. 264.

79. No mesmo sentido: José Antonio García-Cruces González, *El Contrato de Factoring*, cit., p. 99.

80. Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, *Dos Contratos de Cessão Financeira (Factoring)*, Coimbra, Coimbra, 1999, p. 156.

que levam o cliente faturizado a procurar uma sociedade de factoring, ou seja, quais as funções operacionais que o atraem.

De forma geral, podemos destacar diversas razões que podem levar um empresário a recorrer a uma sociedade de factoring, tais como as necessidades de: (a) terceirizar, total ou parcialmente, o seu departamento administrativo de gestão de controle de créditos e cobranças; (b) terceirizar, total ou parcialmente, a gestão do seu departamento contábil e de análise de risco; (c) garantir-se frente ao risco da insolvência de seus compradores (factoring sem direito de regresso) ou melhorar as possibilidades de recebimento de seus créditos (factoring com direito de regresso); (d) aumentar a sua capacidade creditícia.

Essas necessidades do cliente faturizado acabam por transformarem-se nas funções que a sociedade de factoring passa a desempenhar, ou seja, nas funções do factoring.

Nesse cenário, Renzo Bianchi sintetiza as diversas funções do factoring em três: (a) a de um instrumento de gestão (*strumento di gestione*); (b) a de um instrumento de financiamento (*strumento di finanziamento*); e (c) a de um instrumento de desenvolvimento empresarial (*strumento di sviluppo aziendale*).⁸¹

Goffredo Zuddas procura articular as diferentes funções que o factoring pode desempenhar, trazendo o seguinte esquema: (a) se houver uma cessão com direito de regresso (*pro solvendo*) e com antecipação de recursos, verifica-se apenas a função creditícia; (b) se houver uma cessão sem direito de regresso (*pro soluto*), ou parte *pro soluto* e parte *pro solvendo*, em ambas as hipóteses sem antecipação de recursos, verifica-se apenas a função assecuratória (garantia); (c) se houver uma cessão sem direito de regresso (*pro soluto*), ou parte *pro soluto* e parte *pro solvendo*, em ambas as hipóteses com antecipação de recursos,

81. Renzo Bianchi, *Il Factoring i Problema Gestionali che Comporta*, Turim, G. Giappichelli, 1970, p. 176.

verifica-se uma função mista, isto é, creditícia e assecuratória (garantia); (d) se houver uma cessão com direito de regresso (*pro solvendo*) e sem antecipação, verifica-se uma função de gestão (prestação de serviços).⁸²

Por sua vez, Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos apresenta um esquema funcional com algumas pequenas alterações em relação ao anterior, a saber: (a) se o crédito for transferido sem direito de regresso (sem recurso, *pro soluto*) e com antecipação de recursos, concretizam-se as três funções (financeira, garantia e de cobrança/gestão de crédito); (b) se o crédito for transmitido com direito de regresso (com recurso, *pro solvendo*) e com antecipação de recursos, associam-se as funções de cobrança e de financiamento; (c) se o crédito for transferido sem direito de regresso (sem recurso, *pro soluto*), mas sem adiantamento, coligam-se as funções de garantia e de cobrança.⁸³

As três funções essenciais (gestão, garantia e financiamento),⁸⁴ que levam à construção e configuração do contrato de factoring, não permitem dizer, em absoluto, que devam estar necessariamente presentes nesse contrato, ou, ainda, que, se nele previstas, terão de obrigatoriamente ser adotadas para todos os créditos transmitidos pelo cliente faturizado.⁸⁵ Na verdade, essas distintas funções podem combinar-se ou não dependendo do que as partes estipularem.

Em outras palavras, o cliente faturizado procura encontrar na sociedade de factoring uma parceria para o fomento dos seus ne-

82. Goffredo Zuddas, *Il Contratto di Factoring*, Nápoles, Casa Editrice Dott, 1983, p. 160.

83. Luís Miguel D. P. Pestana de Vasconcelos, *Dos Contratos de Cessão Financeira (Factoring)*, cit., p. 167.

84. Fábio Konder Comparato também destaca essas três funções essenciais do factoring, por ele chamadas de "tríplice objeto" ("Factoring", *RDM* 6/59-66, cit., p. 61).

85. Javier García de Enterría, *Contrato de Factoring y Cesión de Créditos*, 2ª ed., Madri, Civitas, 1996, p. 51.

gócios, muitas vezes carecedores, de forma conjugada ou não, de gestão de créditos, de assessoramento, de financiamento, de garantia, dentre outras funções.

Podemos afirmar que é característica do contrato de factoring apresentar um quadro funcional complexo, articulado e variável, uma vez que as citadas funções se organizam de forma diferente nas diversas transferências de créditos, dependendo das necessidades do cliente faturizado e dos termos contratados.

8. Da estrutura e da função da securitização de recebíveis mercantis

Para destacar o seu aspecto estrutural e funcional, Francesco Carnelutti faz uma comparação interessante entre um instituto de Direito e uma máquina: “Que fazemos quando queremos observar uma máquina? Oriente-me deste modo. A primeira questão que se propõe em tal caso é: para que serve? Isso quer dizer que se a considera, antes de mais nada, pelo lado de sua função; fixa-se a atenção sobre o *opus* que ela proporciona. É uma máquina de escrever ou uma máquina de coser? Depois vem outra pergunta que muda a posição do observador: como está feita? Esse é o ponto de vista da estrutura. A distinção que comecei a estabelecer entre o lado funcional e o lado estrutural dos institutos jurídicos não é mais do que uma questão de multiplicação dos pontos de vista na observação, isto é, multiplicação das imagens resultantes da observação como remédio àquela inferioridade de nossa percepção, pela qual toda imagem, em relação a seu objeto, é parcial”.⁸⁶

Assim, procuraremos desenvolver tanto uma análise estrutural do contrato de securitização como também as suas funções em relação ao cedente do crédito e o investidor.

86. Francesco Carnelutti, *Metodologia do Direito*, trad. Frederico A. Pachal, 3ª ed., Campinas, Bookseller, 2005, p. 52.

Conforme já destacado anteriormente, a securitização, de forma geral, pode ser entendida como “o ato de tornar uma dívida qualquer com determinado credor em dívida com compradores de títulos no mesmo valor”.⁸⁷

A estrutura da securitização pode ser compreendida como uma coligação de contratos mercantis autônomos, ou seja, um contrato mercantil atípico denominado de securitização e alguns outros contratos acessórios dela decorrentes. Por meio do contrato de securitização, propriamente dito, tem-se a venda dos créditos por seu detentor a um veículo securitizador,⁸⁸ que os utilizará como garantia, isto é, lastro para emissão de títulos, denominados valores mobiliários, a serem vendidos aos investidores.

Cássio Martins C. Penteado Júnior sintetiza a securitização clássica em três etapas, a saber: 1ª) cessão de crédito (*pro soluto*) pela originadora dos ativos; 2ª) colocação dos valores mobiliários junto aos investidores; 3ª) recebimento pela securitizadora dos montantes pagos investidores.⁸⁹

Segundo Ilene Patrícia de Noronha Najjarian: “A securitização é um contrato mercantil de cessão de lastro, ou seja, cessão de recebíveis para emissões de valores mobiliários, de vez que o contrato de cessão de crédito firmado em uma operação de securitização cede não só o crédito puro e simples, mas cede ‘lastro’, ou melhor, ativos que atendam o condão de servir de base

87. *Dicionário Eletrônico Houaiss da Língua Portuguesa*, cit.

88. No Brasil, temos três espécies de veículos securitizadores: EPE (Entidade de Propósito Específico), FIDC (Fundo de Investimento em Direito Creditório) e a sociedade anônima a ser constituída com propósito específico denominada com frequência de Trust (Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, *Securitização de Recebíveis Mercantis*, cit., p. 73).

89. Cássio Martins C. Penteado Júnior, “A securitização de recebíveis de créditos gerado em operações dos bancos: a Resolução n. 2.493 e sua perspectiva jurídica”, *RDM* 111/120-124, São Paulo, ano XXXVI, jul.-set. 1998.

subjacente para emissão de valores mobiliários, lastreando, pois, emissões públicas e privadas”.⁹⁰

Porém, entendemos que a securitização, enquanto cessão de recebíveis, é um contrato coligado a outros de prestação de serviços, tais como contrato para classificação de riscos com agência de *rating*, contrato de auditoria, contrato de serviços de custódia dos valores mobiliários, dentre outros, que viabilizarão a emissão de valores mobiliários.

Nesses termos, Uinie Caminha define a securitização como uma estrutura composta por um conjunto de negócios jurídicos, ou um negócio jurídico indireto, que envolve a cessão e a segregação de ativos em uma sociedade, ou em um fundo de investimento, os quais servirão de lastro para emissão de títulos a serem vendidos aos investidores.⁹¹ Nesse sentido, a mesma autora esclarece que não há um negócio jurídico único tipificado denominado securitização, pois compreende diversos atos sucessivos e constantes, ou seja, vários contratos são utilizados para estruturar um negócio único, tais como a cessão de créditos, constituição de sociedades, emissão de títulos, prestação de garantias e compra e venda de títulos.⁹² Segundo ela, trata-se de um negócio indireto, pois se utiliza de contratos já existentes em nosso ordenamento jurídico.

Fábio Ulhoa Coelho registra que “a operação de securitização de créditos consiste na emissão de título negociável lastreado em obrigação ativa a vencer” e destaca que “se trata normalmente de mecanismo de financiamento da atividade empresarial abrigado no mercado de capitais (não necessariamente no de valores mobiliários, esclareça-se)”.⁹³

90. Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, *Securitização de Recebíveis Mercantis*, cit., p. 27.

91. Uinie Caminha, *Securitização*, 2ª ed., cit., pp. 38-39.

92. Idem, pp. 126, 130-131.

93. Fábio Ulhoa Coelho, *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*, 2ª ed., São Paulo, Saraiva, 2005, p. 359.

Podemos dizer que o processo de securitização de recebíveis mercantis caracteriza-se pela criação de estruturas organizadas e juridicamente independentes com o objetivo de separar, minimizar e, em alguns casos, eliminar o risco de crédito das empresas.⁹⁴ Essas estruturas organizadas podem ser os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC). Por exigência da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), especificamente por meio de sua Instrução n. 356/2001, o FIDC deverá contar com o trabalho de diferentes participantes, tais como: (a) o administrador, que é responsável legal pelo fundo; (b) o gestor, responsável pela alocação do patrimônio do fundo; (c) o custodiante, responsável pela elaboração das informações contábeis e controle das transações financeiros do fundo; (d) o auditor, que faz a auditoria das demonstrações contábeis, que devem ser aprovadas pelos cotistas e enviadas à CVM; (e) a agência de *rating*, que é responsável pela avaliação do risco e da estrutura do fundo.

Existem três tipos de cotas de FIDC. A cota sênior, em que o investidor recebe a remuneração antes dos demais; a cota mezanino, em que o pagamento é feito em segundo lugar; e a cota subordinada, cujos investidores recebem por último. O FIDC pode ser aberto ou fechado. No aberto, o investidor pode realizar resgate a qualquer momento, conforme estabelecido em seu regulamento, já no FIDC fechado não.

Enfim, a securitização permite a substituição do modelo clássico da intermediação financeira por um novo modelo, no qual o mercado de capitais exerce um papel fundamental no financiamento dos mais diversos tipos de ativos, caso do crédito decorrente das vendas e compras mercantis a prazo, ou seja, o mesmo crédito que pode alimentar a operação de factoring.

94. Newton Freitas, *Dicionário Oboé de Finanças*, 10ª ed., Fortaleza, Imprensa Universitária, 2004, p. 234.

A constituição do FIDC no Brasil é regida pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) n. 2.907/2001, como também pelas Instruções da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 356/2001, alterada pela 393/2003 e 531/2013, e n. 504/2011, alterada pela 532/2013.

Na prática, uma determinada empresa cede ao FIDC, na condição *pro soluto* (via de regra), os créditos decorrentes de suas vendas mercantis a prazo. Esses créditos deverão ser representados principalmente por duplicatas mercantis para pagamento a prazo e amparados em documentação que comprove a sua existência (notas fiscais, comprovantes de entrega, contratos, dentre outros). Toda cessão de direitos creditórios será precedida de análise pela administradora do fundo, a fim de evitar concentração de títulos de um mesmo sacado.

Entendemos que o FIDC envolve uma comunhão de recursos destinados preponderantemente à aquisição de direitos creditórios, que acaba transformando vendas a prazo em recursos imediatos para o empresário que os detém, mediante taxas de juros de mercado.

Segundo Uinie Caminha, a função econômica da securitização pode ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento.⁹⁵

Podemos resumir a função da securitização, sob a ótica dos empresários detentores de recebíveis, como a de prover a antecipação de recursos financeiros sem a necessidade de haver a participação direta dos bancos nesta operação.⁹⁶ Trata-se de um instrumento de desintermediação financeira. Já sob a ótica dos investidores, é uma alternativa que pode ser mais lucrativa do que os investimentos convencionais realizados junto aos bancos.

95. Uinie Caminha, *Securitização*, 2ª ed., cit., p. 38.

96. Ilene Patrícia de Noronha Najjarian, *Securitização de Recebíveis Mercantis*, cit., p. 43.

9. Semelhanças e diferenças entre o factoring e a securitização

Tanto o factoring como a securitização trazem, muitas vezes, entendimentos paradoxais sobre essas técnicas financeiras. O factoring no Brasil, não raras vezes, é associado por alguns à agiotagem e à lavagem de dinheiro, enquanto outros o defendem como eficiente instrumento, desvinculado dos bancos, de financiamento e assessoria aos pequenos e microempresários.⁹⁷ A securitização também é cercada, muitas vezes, por avaliações antagônicas, de um lado, os que a entendem como uma solução miraculosa às dificuldades de financiamento dos agentes econômicos, e, do outro, os que defendem que a sua utilização irresponsável foi determinante para a crise financeira que se iniciou nos Estados Unidos em 2007 e se espalhou pela Europa e diversos outros países.⁹⁸

Dentre outras semelhanças entre o factoring convencional e a securitização de recebíveis mercantis, entendemos oportuno destacar as seguintes: (a) o factoring e a securitização não integram diretamente o Sistema Financeiro Nacional; (b) de forma geral, tanto o factoring como a securitização de recebíveis mercantis são alternativas ao financiamento bancário convencional, ambos são instrumentos de desintermediação financeira; (c) tanto o factoring como a securitização são mecanismos de financiamento da atividade empresarial, ou seja, formas distintas de o titular dos créditos cedidos transformá-los em dinheiro à vista; (d) tanto o factoring como a securitização envolvem contratos mercantis atípicos, ou seja, não estão disciplinados em lei específica; (e) tanto o factoring como a securitização de

97. Sobre os desvios na utilização do factoring, consultar: Rogério Alexandre de Oliveira Castro, *Factoring no Brasil e na Argentina*, Curitiba, Juruá, 2009, pp. 227-231.

98. Paul Le Cannu, Thierry Granier, Richard Rouzier, *Instruments de Paiement et de Crédit – Titrisation*, 8ª ed., cit., p. 465.

recebíveis mercantis podem ser entendidos como operações estruturadas de antecipação de receita, muito embora o primeiro possa envolver ainda prestação de serviços diversos ao cedente do crédito; (f) o contrato de cessão de créditos é a espinha dorsal do factoring e da securitização de recebíveis mercantis; (g) ambos podem ser entendidos como negócios indiretos, na medida em que se valem de institutos já existentes no ordenamento jurídico; (h) quando se trata de factoring na condição *pro soluto*, ambos transferem o risco do inadimplemento a terceiros (sociedade de factoring e FIDC).⁹⁹

Por outro lado, podemos destacar as seguintes diferenças entre o factoring e a securitização de recebíveis mercantis: (a) a atividade de factoring é fiscalizada, principalmente, pelo Conselho de Controle das Atividades Financeiras (COAF),¹⁰⁰ enquanto a securitização pelo Banco Central, Conselho Monetário Nacional (CMN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (b) a atividade de securitização é mais complexa do que a atividade de factoring, na medida em que exige inúmeras contratações acessórias, tais como contrato de agência de *rating*, contrato de auditoria, contrato de serviços de custódia dos valores mobiliários, dentre outros; (c) a estruturação e o funcionamento do FIDC, mecanismo adotado para a securitização de recebíveis mercantis, são complexos, além do que implica em custos maiores para a sua implantação e exige valores maiores de captação para sua viabilização se comparado

99. Sobre as semelhanças entre o factoring e a securitização de recebíveis, consultar também: Natália Cristina Chaves, *Direito Empresarial: Securitização de Crédito*, Belo Horizonte, Del Rey, 2006, pp. 71-76; Fernando Schwarz Gaggini, *Securitização de Recebíveis*, São Paulo, LEUD, 2003, pp. 73-79.

100. Resolução COAF n. 21, de 20.12.2012, dispõe sobre os procedimentos a serem adotados pelas empresas de fomento comercial (sociedades de factoring), como forma de prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. Essa normativa alcança todas as modalidades de factoring, inclusive a securitização de ativos, títulos ou recebíveis mobiliários e gestoras afins.

com a atividade convencional do factoring;¹⁰¹ (d) a sociedade de factoring não utiliza os créditos adquiridos do cedente para emissões de valores mobiliários, enquanto a securitizadora os utilizará como lastro para essas emissões; (e) a cessão de créditos para uma sociedade de factoring implica a incidência do IOF enquanto a cessão de créditos para um fundo de investimento não; (f) a operação de factoring não distribui o risco, mas o concentra numa sociedade de factoring, que a adianta receitas, por meio da aquisição de títulos a vencer, enquanto na securitização há dispersão dos riscos entre diversos investidores;¹⁰² (g) o FIDC tem como maior objetivo vender cotas para investidores, ele possui CNPJ, mas não é uma empresa; ao contrário, a sociedade de factoring é uma empresa independente, cujo objetivo principal é adquirir os recebíveis dos seus clientes.¹⁰³

10. Vantagens e desvantagens da securitização de recebíveis mercantis em relação ao factoring

Quanto às vantagens da securitização de recebíveis mercantis frente ao factoring, podemos destacar as seguintes: (a) para os investidores em cotas do FIDC, há a segregação do risco da empresa cedente dos recebíveis com sua eventual recuperação judicial ou falência;¹⁰⁴ (b) para as empresas

101. Segundo o art. 9º, III, da Instrução CVM n. 356/2001, alterada pela n. 393/2003, o fundo poderá ser liquidado se manter patrimônio líquido médio inferior a R\$ 500.000,00 pelo período de três meses consecutivos.

102. Unie Caminha, *Securitização*, 2ª ed., cit., p. 138.

103. Sobre as diferenças entre o factoring e a securitização de recebíveis, consultar também: Natália Cristina Chaves, *Direito Empresarial: Securitização de Crédito*, cit., pp. 71-76; Fernando Schwarz Gaggini, *Securitização de Recebíveis*, cit., pp. 73-79.

104. De acordo com o art. 136, § 1º, da Lei n. 11.101/2005 (Lei de Falências), 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

cedentes dos recebíveis para o FIDC, se houver montante satisfatório de captação de recursos, poderá ter um custo menor se comparado à operação de factoring; (c) para os investidores em cotas do FIDC, há diversificação dos ativos e possibilidade de adquirir títulos com *rating* (classificação do risco); (d) não há concentração do risco, como ocorre com a sociedade de factoring, ao adquirir os créditos; (e) não incidência do IOF.¹⁰⁵

Já com relação às desvantagens da securitização de recebíveis mercantis frente ao factoring, destacamos as seguintes: (a) operações mais complexas do que as de factoring; (b) custos mais elevados para a sua estruturação se comparado com as operações de factoring; (c) precisa de captações de valores elevados para compensar os custos fixos,¹⁰⁶ diferentemente do que ocorre com as operações de factoring.

11. Factoring como possível atividade complementar da securitização de recebíveis mercantis

Unie Caminha destaca algumas utilizações desvirtuadas da securitização, especialmente no que se refere a sociedades de factoring, por entender que a dimensão restrita do fluxo de créditos de seus clientes (pequenas e médias empresas) não justifica

pelo securitizador. Ademais, no início de 2013, o Superior Tribunal de Justiça, em duas decisões, entendeu que o art. 49, § 3º, da Lei n. 11.101/2005 exclui dos efeitos da recuperação os créditos garantidos por cessão fiduciária, ao interpretar que a expressão “bens móveis” contida nesse dispositivo abrangia também bens imateriais, como os créditos (REsp 1.263.500-ES; REsp 1.202.918-SP).

105. A Confederação Nacional do Comércio (CNC) ajuizou, em 19.1.1998, ADI contra a cobrança do IOF sobre as operações de factoring, tendo a liminar negada e o mérito dessa ação ainda não julgado (ADI 1.763-DF, rel. Min. Dias Toffoli, em substituição ao Ministro Sepúlveda Pertence).

106. A CVM poderá liquidar o fundo que apresente patrimônio líquido médio inferior a R\$ 500.000,00 pelo período de três meses consecutivos (art. 9º, III, da Instrução CVM n. 356/2001, alterada pela 393/2003).

a estruturação de uma operação de securitização.¹⁰⁷

Concordamos com a referida autora que a utilização da securitização de recebíveis não pode ser desvirtuada, no entanto, por outro lado, entendemos que esse instrumento de desintermediação financeira pode apresentar-se como uma alternativa aos detentores de créditos quando as sociedades de factoring não possuem recursos suficientes para sua aquisição, ou que não pretendam, por qualquer razão, dispô-los.¹⁰⁸

Conforme já destacado anteriormente, a securitização permite a substituição do modelo clássico da intermediação financeira por um novo modelo, no qual o mercado de capitais exerce um papel fundamental no financiamento dos mais diversos tipos de ativos, caso do crédito decorrente das vendas e compras mercantis a prazo, ou seja, o mesmo crédito que alimenta a operação de factoring.

O *BankBoston* foi o primeiro banco dos Estados Unidos a introduzir o “sistema factoring” no mercado de capitais. Aqui no Brasil, a partir de 2005, o factoring também passou a ser introduzido no processo securitização de ativos, que coloca o mercado de capitais como alternativa de acesso a fontes de financiamento à atividade econômica.¹⁰⁹ E

107. Unie Caminha, *Securitização*, 2ª ed., cit., pp. XIV e 138.

108. Sobre esse tema, consultar: Fernando Schwarz Gaggini, *Securitização de Recebíveis*, cit.

109. Dentre outros, destacamos o FIDC Lastro Performance LP, constituído em 2005, sob a forma de condomínio aberto, e que tem por objetivo a aplicação de recursos na aquisição de direitos creditórios decorrentes de vendas mercantis já entregues ou serviços já prestados, recebíveis esses indicados e selecionados pela consultora especializada Lastro Factoring Fomento Comercial Ltda. A Lastro RDV DTVM Ltda. é o administrador/gestor, o Santander S/A é o banco custodiante, o Bradesco S/A é o banco cobrador e a BDO RCS é a auditoria contábil. A Agência de risco é a Austin Rating que, em reunião realizada no dia 14.2.2013, atribuiu a classificação “AA-” às cotas seniores deste FIDC, o que significa baixa probabilidade de que os cotistas não recebam o pagamento referente às suas aplicações, acrescido do rendimento esperado, em caso de resgate

os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) passam a ser os instrumentos do processo de securitização desses ativos.¹¹⁰

O mecanismo da operação de securitização de recebíveis mercantis envolve, em regra, uma instituição responsável pela administração e escrituração das cotas do FIDC, um banco custodiante encarregado pela controladoria e cobrança regular dos recebíveis e um consultor, que pode ser uma sociedade de factoring, que passa a ser responsável pela análise e seleção dos recebíveis que serão adquiridos pelo fundo. Diríamos que, nessa formatação, as sociedades de factoring concentrariam suas atividades apenas na prestação de serviços, pois a aquisição de créditos é feita pelo FIDC. Além disso, uma agência será responsável pela avaliação e classificação do risco que envolve cada classe de quotas do FIDC, e uma empresa especializada realizará uma auditoria independente nas operações e demonstrações financeiras desse fundo.

Entendemos que, no Brasil, a securitização de recebíveis mercantis poderá prover recursos aos potenciais clientes das sociedades de factoring quando estas não os possuam ou não desejam dispô-los. Nesse caso, acabará também por redirecionar o papel das sociedades de factoring para a

das cotas (Austin Rating, disponível em http://www.austin.com.br/Ratings/Financas_Estruturadas/FIDCs, acesso 2.5.2013).

110. “Entre outros fatores, a desregulamentação financeira e monetária dos mercados, a liberalização do fluxo de capitais, a capacidade de negociação instantânea de ativos financeiros, proporcionada pela telemática, o crescimento e a sofisticação da oferta de aplicações financeiras e o desenvolvimento dos mercados de derivativos, criaram condições para que os indivíduos e as empresas prefiram entregar parte de sua poupança a profissionais que, conhecendo bem a complexidade das finanças, conseguem administrar os recursos recebidos de seus clientes dentro de uma estrutura organizacional que lhes permite escala para, de um lado, ter melhores condições de negociar a redução de taxas, e, de outro lado, diversificar os investimentos coletivos, permitindo uma redução dos riscos individuais” (Ricardo de Santos Freitas, *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimentos*, São Paulo, Quartier Latin, 2005, p. 267).

prestação de serviços de análise e seleção dos recebíveis que serão adquiridos pelo FIDC, prestação de serviços que, na prática, é pouco utilizada nas operações convencionais de factoring neste país.

A securitização de recebíveis mercantis pode ser entendida como uma alteração da estrutura de crédito que envolve as operações de factoring, ou seja, uma passagem da estrutura mercantil de financiamento para uma estrutura do mercado de valores mobiliários. Também entendemos que a securitização de recebíveis mercantis poderá resultar em novo nicho de mercado para as sociedades de factoring, ou seja, valer-se do seu expertise na análise e seleção dos recebíveis que serão adquiridos pelo FIDC. Essa prestação de serviços por parte da sociedade de factoring, voltada não mais ao cliente faturizado mas ao administrador do fundo, poderá contribuir para o fortalecimento do seu papel no fomento da atividade econômica do empresário detentor de créditos, agora sob uma nova vertente, a do mercado de capitais.

Enfim, a securitização de recebíveis mercantis não substitui ou exclui a atividade de factoring, na medida em que não são atividades concorrentes. A nosso entender, a sociedade de factoring pode contribuir para a seleção e análise de créditos mercantis, contribuir para uma das etapas da securitização. Desse modo, visualizamos certa complementariedade e colaboração do factoring com a securitização de recebíveis mercantis.

12. Conclusões

Procuramos, com o presente artigo, analisar diversas questões envolvendo o factoring e a securitização de recebíveis mercantis. Dessa nossa análise, extraímos algumas conclusões, que passamos a registrar nas linhas abaixo.

Quanto à etimologia das palavras, tanto o factoring como a securitização são termos técnicos incorporados pela língua portu-

guesa no Brasil. Com relação ao factoring (do latim *factor, factoris*), já classificado pelo VOLP como substantivo masculino, houve empréstimo integral do termo em língua inglesa, sem qualquer adaptação, não podendo ser entendido como estrangeirismo ou barbarismo, enquanto vício de linguagem. Por sua vez, a palavra securitização (do latim *securitas, securitatis*), encontrada nos dicionários da língua portuguesa, mas não reconhecida pelo VOLP, é um neologismo, cujo som se aproxima do termo em inglês (*securitization*), razão pela qual entendemos ter havido aportuguesamento.

Quanto ao conceito, o factoring é entendido como uma atividade mercantil (e não financeira) de aquisição de créditos resultantes de vendas mercantis ou de prestação de serviços, realizadas a prazo, conjugada com a prestação de serviços diversos ao cliente faturizado, que pode compreender a gestão de créditos (avaliação dos sacados), a garantia contra o risco de inadimplemento e um financiamento (transforma vendas a prazo em vendas à vista). Já a securitização, apesar de várias vertentes conceituais, pode ser entendida como uma atividade não financeira de mobilização de ativos, ou seja, agrupamento de créditos que serve de lastro para emissão de títulos padronizados negociáveis no mercado de capitais.

O factoring passou a ser discutido academicamente no Brasil com Fábio Konder Comparato, em 1972, quando publicou artigo sobre o tema na *RDM* n. 6, muito embora sua operacionalização tenha ocorrido somente na década de 1980. Inicialmente, a Circular BACEN n. 703, de 16.6.1982, restringiu suas operações apenas às instituições financeiras, o que implicou em sua pouca utilização até 1988, quando o mesmo BACEN edita Circular n. 1.359, revogando a anterior. A partir de então, o factoring passa a ser operado por empresas mercantis e não por instituições financeiras, o que resulta o aumento expressivo do volume de suas operações. Ainda hoje não existe uma lei

específica disciplinando o factoring, apenas legislações esparsas, principalmente na área tributária (IOF, IR, COFINS, ISSQN), como também normativas editadas pelo COAF, como a Resolução n. 21, de 20.12.2012, que estabelece procedimentos a serem adotados pelas sociedades de factoring para prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo.

A securitização também começa a se desenvolver no Brasil na década de noventa, merecendo destaque a Resolução CMN n. 2.026/1993, que permitiu aos bancos adquirirem direitos creditórios oriundos de operações comerciais ou de prestação de serviço. A securitização no Brasil ganha maior ênfase na década de 2000, ainda de forma não tão expressiva como nos Estados Unidos, quando surge um marco regulatório mais claro editado pelo CMN e CVM, merecendo destaque, com relação à securitização de recebíveis mercantis, a Resolução CMN n. 2.907/2001 e as Instruções CVM n. 356/2001, 393/2003, 531/2013 e 532/2013.

Tanto o factoring como a securitização ganham quando destaque nos Estados Unidos e depois passam a ser utilizados em outros países. O factoring surge nos Estados Unidos, por ocasião da expansão colonial inglesa (século XVI), muito embora a sua utilização, no formato atual, desenvolveu-se no final da década de 1930 junto aos bancos americanos, tendo ainda hoje destaque naquele país. Muito embora alguns autores entendam que a Dinamarca tenha sido o local de nascimento da securitização (reconstrução de Copenhague no século XVIII), há certo consenso de que essa atividade, nos padrões atuais, tenha sido também construída nos Estados Unidos, no mercado hipotecário da década de 1970, sendo ainda hoje o mercado americano o que apresenta o maior volume dessas operações.

Entendemos que o factoring está estruturado num contrato quadro apto a servir de suporte aos diferentes tipos contratuais (principalmente, cessão de crédito e pres-

tação de serviços), com funções diversas, que compreendem gestão de créditos, assessoramento, financiamento e garantia por parte da sociedade de factoring ao cliente faturizado. Já a securitização de recebíveis apresenta uma estrutura contratual mais complexa, caracterizada por uma coligação de contratos mercantis autônomos, tais como o contrato de cessão dos créditos que irão lastrear a emissão de valores mobiliários a serem negociados com os investidores, os contratos de prestação de serviços de análise dos créditos cedidos, classificação de risco (*rating*), auditoria e custódia dos valores mobiliários. Sob a ótica dos empresários detentores de recebíveis, a securitização tem a função de prover a antecipação de recursos sem a intermediação financeira convencional, ou seja, essencialmente financiamento. Concordamos com Unie Caminha quando destaca como funções da securitização da mobilização de riquezas, a dispersão de riscos e a desintermediação financeira do processo de financiamento.

Dentre outras semelhanças entre o factoring convencional e a securitização de recebíveis mercantis, entendemos oportuno destacar as seguintes: (a) o factoring e a securitização não integram diretamente o Sistema Financeiro Nacional; (b) de forma geral, tanto o factoring como a securitização de recebíveis mercantis são alternativas ao financiamento bancário convencional; ambos são instrumentos de desintermediação financeira; (c) tanto o factoring como a securitização são mecanismos de financiamento da atividade empresarial, ou seja, formas distintas de o titular dos créditos cedidos transformá-los em dinheiro à vista; (d) tanto o factoring como a securitização envolvem contratos mercantis atípicos, ou seja, não estão disciplinados em lei específica; (e) tanto o factoring como a securitização de recebíveis mercantis podem ser entendidos como operações estruturadas de antecipação de receita, muito embora o primeiro possa envolver ainda prestação de serviços diversos

ao cedente do crédito; (f) o contrato de cessão de créditos é a espinha dorsal do factoring e da securitização de recebíveis mercantis; (g) ambos podem ser entendidos como negócios indiretos, na medida em que se valem de institutos já existentes no ordenamento jurídico; (h) quando se trata de factoring na condição *pro soluto*, ambos transferem o risco do inadimplemento a terceiros (sociedade de factoring e FIDC).

Por outro lado, podemos destacar as seguintes diferenças entre o factoring e a securitização de recebíveis mercantis: (a) a atividade de factoring é fiscalizada, principalmente, pelo Conselho de Controle das Atividades Financeiras (COAF), enquanto a securitização pelo Banco Central, Conselho Monetário Nacional (CMN) e Comissão de Valores Mobiliários (CVM); (b) a atividade de securitização é mais complexa do que a atividade de factoring, na medida em que exige inúmeros contratações acessórias, tais como contrato de agência de *rating*, contrato de auditoria, contrato de serviços de custódia dos valores mobiliários, dentre outros; (c) a estruturação e o funcionamento do FIDC, mecanismo adotado para a securitização de recebíveis mercantis, são complexos, além do que implica em custos maiores para a sua implantação e exige valores maiores de captação para sua viabilização se comparado com a atividade convencional do factoring; (d) a sociedade de factoring não utiliza os créditos adquiridos do cedente para emissões de valores mobiliários, enquanto a securitizadora os utilizará como lastro para essas emissões; (e) sobre a cessão de créditos para uma sociedade de factoring incide o IOF e sobre a cessão de créditos para um fundo de investimento, não; (f) a operação de factoring não distribui o risco, mas o concentra numa sociedade de factoring, que adianta receitas, por meio da aquisição de títulos a vencer, enquanto na securitização há dispersão dos riscos entre diversos investidores; (g) o FIDC tem como maior objetivo vender cotas para investidores, ele possui CNPJ, mas não é

uma empresa; ao contrário, a sociedade de factoring é uma empresa independente, cujo objetivo principal é adquirir os recebíveis dos seus clientes.

Enfim, a securitização de recebíveis mercantis pode ser entendida como uma alteração da estrutura de crédito que envolve as operações de factoring, ou seja, uma passagem da estrutura mercantil de financiamento para uma estrutura do mercado de valores mobiliários. Por outro lado, entendemos também que a securitização de recebíveis mercantis não substitui ou exclui a atividade de factoring, na medida em que não são atividades concorrentes. A nosso ver, a sociedade de factoring pode contribuir para a seleção e análise de créditos mercantis, contribuir para uma das etapas da securitização. Desse modo, visualizamos certa complementariedade e colaboração do factoring com a securitização de recebíveis mercantis.

13. Bibliografia

- ACADEMIA BRASILEIRA DE LETRAS. Vocabulário Ortográfico da Língua Portuguesa (VOLP). *Busca de palavras estrangeiras do vocabulário ortográfico da Língua Portuguesa*. Disponível em <http://www.academia.org.br/abl/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=24>. Acesso 16.2.2013.
- ALMEIDA, Napoleão Mendes. *Gramática Metódica da Língua Portuguesa*. 10ª ed. São Paulo, 1958.
- ASCARELLI, Tullio. *Saggi di Diritto Commerciale*. Milão, Giuffrè, 1949.
- ASHTON, Peter Walter. "A securitização, o mercado de capitais e as sociedades por quotas de responsabilidade limitada". *Revista da Faculdade de Direito da Universidade Federal do Rio Grande do Sul* 11/7-12, Porto Alegre, 1996.
- ASQUINI, Alberto. "Profili dell'impresa". *Rivista del Diritto Commerciale* XLI/1-20, Milão, Francesco Vallardi, 1943.
- AULETE DIGITAL. *Dicionário Contemporâneo da Língua Portuguesa*. Lexikon Editora Digital Ltda. Disponível em <http://www.aulete.digital.com.br/>. Acesso 30.1.2013.
- AUSTIN RATING. Disponível em http://www.austin.com.br/Ratings/Finanças_Estrutura_das/FIDCs. Acesso 2.5.2013.
- AZEVEDO, Antonio Junqueira de. "Natureza de seguro dos fundos de garantia". In TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (orgs.). *Obrigações e Contratos: Obrigações: Estrutura e Dogmática*. vol. 1. São Paulo, Ed. RT, 2011, pp. 571-587.
- BARRAL, Welber. *Metodologia da Pesquisa Jurídica*. 2ª ed. Florianópolis, Fundação Boiteux, 2003.
- BARRETO FILHO, Oscar. "O crédito no direito". In TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Orgs.). *Obrigações e Contratos: Obrigações: Funções e Eficácia*. vol. 2. São Paulo, Ed. RT, 2011, pp. 305-315.
- BIANCHI, Renzo. *Il Factoring i Problema Gestionali che Comporta*. Turim, G. Giappichelli, 1970.
- BOBBIO, Norberto. *Da Estrutura à Função: Novos Estudos de Teoria do Direito*. Trad. Daniela Beccaria Versiani. Barueri, Manole, 2007.
- BORGES, José Ferreira. *Dicionário Jurídico-Comercial*. 2ª ed. Porto, 1866.
- BULGARELLI, Waldirio. "Empresa de factoring e suas atividades". *Revista de Direito Bancário* 14/25-210. São Paulo, out.-dez. 1991.
- CAMINHA, Uinie. *Securitização*. 2ª ed. São Paulo, Saraiva, 2007.
- CAMPOS, Diogo Leite. "A titularização de créditos (securitização)". *Revista de Direito Comparado* 17. Rio de Janeiro, 1999.
- CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fabio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo, Atlas, 2007.
- CARNELUTTI, Francesco. *Metodologia do Direito*. Trad. Frederico A. Pachol. 3ª ed. Campinas, Bookseller, 2005.
- CARNEVALI, Ugo. "I problema giuridici del factorin". In PORTABLE, Giuseppe B. (Org.). *Le Operazioni Bancarie*. 2ª t. Milão, Giuffrè, 1978, pp. 299-305.
- CASTRO, Rogério Alexandre de Oliveira. *Factoring: seu Reconhecimento Jurídico e sua Importância Econômica*. 2ª ed. Leme, LED, 2004.
- _____. *Factoring no Brasil e na Argentina*. Juruá, Curitiba, 2009.

- _____. “Análise do posicionamento do STJ em relação aos juros remuneratórios nas operações de factoring”. In CIAMPOLINI NETO, Cesar; WARDE JR., Walfrido Jorge (Coords.). *O Direito de Empresa nos Tribunais Brasileiros*. São Paulo, Quartier Latin, 2010, pp. 123-144.
- CHAVES, Natália Cristina. *Direito Empresarial: Securitização de Crédito*. Belo Horizonte, Del Rey, 2006.
- CHINEN, Emerson Norio. *Securitização de Recebíveis*. Dissertação de Mestrado. Depto. de Direito Comercial da Faculdade de Direito da USP, 2002.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Nova Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. 2ª ed. São Paulo, Saraiva, 2005.
- COELHO, Tulio Freitas do Egito. “O factoring e a Lei 4.595/64”. *RDM* 67/109-114. São Paulo, jul.-set. 1987.
- COELHO, Wilson do Egito. “O factoring e a legislação bancária brasileira”. *RDM* 54/73-82. São Paulo, abr.-jun. 1984.
- COMPARATO, Fábio Konder. *O Seguro de Crédito*. São Paulo, Ed. RT, 1968.
- _____. “Factoring”. *RDM* 6/59-66. São Paulo, set. 1972, pp. 59-60.
- COSTA, José Maria. *Manual de Redação Profissional*. 2ª ed. Campinas, São Paulo, Millennium, 2004.
- DE LUCCA, Newton. “O contrato de factoring”. In BITTAR, Carlos Alberto (Coord.). *Os Contratos Empresariais*. São Paulo, Ed. RT, 1990, pp. 115-155.
- DICIONÁRIO de Francês-Português (Minidicionário)*. São Paulo, Ática, 1994.
- DICIONÁRIO de Inglês (English Mini Dictionary)*. 2ª ed. Londres, Harrap's, 1991.
- DICIONÁRIO Eletrônico Houaiss da Língua Portuguesa*. Versão 1.0. 2009, 1 CD-ROM.
- DICIONÁRIO Latim-Português*. 2ª ed. Porto, Porto, 2001.
- DINIZ, Maria Helena. “Faturização ou ‘Factoring’”. In DINIZ, Maria Helena. *Tratado Teórico e Prático dos Contratos*. 4ª vol. São Paulo, Saraiva, 1993, pp. 58-59.
- DONINI, Antonio Carlos; GUIA, Fernanda. *Normas do COAF: Factoring & Securitizadoras: Comentários à Resolução 21*. 2ª ed. São Paulo, Klarear, 2013.
- ENTERRÍA, Javier García de. *Contrato de Factoring y Cesión de Créditos*. 2ª ed. Madri, Civitas, 1996.
- FARINA, Juan M. “Fondos comunes de inversión”. In FARINA, Juan M. *Contratos Comerciales Modernos*. vol. 6, 3ª ed. Buenos Aires, Astrea, 2005, pp. 182-185.
- FERREIRA, Carlos Renato de Azevedo. *Factoring*. São Paulo, Fiuza, 2004.
- FOSSATI, Giorgio; PORRO, Alberto. *Il Factoring. Aspetti Economici, Finanziari e Giuridici*. 3ª ed. Milão, Giuffrè, 1985.
- FREITAS, Newton. *Dicionário Oboé de Finanças*. 10ª ed. Fortaleza, Imprensa Universitária, 2004.
- FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimentos*. São Paulo, Quartier Latin, 2006.
- FRIGNANI, Aldo. “L’avan-progetto di legge uniforme sul factoring internazionale (UNIDROIT)”. *Rivista Diritto Civile* XXIX/96, 1983.
- _____. *Factoring, Leasing, Franchising, Venture Capital, Concorrenza*. Turim, G. Giappichelli, 1987, pp. 260-272.
- GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de Recebíveis*. São Paulo, LEUD, 2003.
- GAMBÔA, Celso. *Securitização de Recebíveis. Disclosure das Transações Financeiras*, n. 1. São Paulo, ano 1, out. 1995.
- GARCÍA-CRUCES GONZÁLEZ, José Antonio. *El Contrato de Factoring*. Madri, Tecnos, 1990.
- GERBIER, Jean. *Le Factoring*. Paris, Dunod, 1970.
- GOMES, Orlando. *Contratos*. 6ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 1978; 26ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2008.
- HAGSTROM, Carlos Alberto São Tiago. “O factoring no Brasil”. *RDM* 48/39-47. São Paulo, out.-dez. 1982.
- KAUFHOLD, Karl. “Der deutsche Factoringmarkt”. In HAGENMÜLLER, K. F.; SOMMER, Heinrich Johannes; BRINK, Ulrich. *Handbuch des nationalen un international factoring*. 3ª ed. Frankfurt, Fritz Knapp, 1997.
- KOHN, Meir. *The Capital Market Before 1600*. Disponível em <http://www.dartmouth.edu/~mkohn/Papers/99-06.pdf>. Acesso 4.4.2013.

- KOTHARI, Vinod. *Securitization: the Financial Instrument of the Future*. Singapura, Wiley, 2006.
- LE CANNU, Paul; GRANIER, Thierry; ROU-TIER, Richard. *Instruments de Paiement et de Credit – Titrisation*. 8ª ed. Paris, Dalloz, 2010.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. “A operação de factoring como operação mercantil”. *RDM* 115/239-254. São Paulo, jul.-set. 1999.
- LEITE, Luiz Lemos. *Factoring no Brasil*. 3ª ed. São Paulo, Atlas, 1995; 6ª ed. São Paulo, Atlas, 1999; 11ª ed. São Paulo, Atlas, 2007.
- LISOPRAWKSI, Silvio V. “La securitización. Necesidad de una legislación de fideicomiso financiero”. *Revista jurídica Argentina La Ley* 101. Buenos Aires, 1994.
- _____; KIPER, Cláudio M. *Fideicomiso, Dominio Fiduciario y Securitización*. Buenos Aires, Depalma, 1995.
- LONGMAN *Dictionary of Contemporary English*. 4ª ed. Harlow, Pearson, 2008.
- LOPES, Maria Elizabete Vilaça. “O contrato de factoring e o sistema financeiro nacional”. *RDM* 74/57-71. São Paulo, abr.-jun. 1989.
- MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. *Metodologia Científica*. 4ª ed. São Paulo, Atlas, 2004.
- MARTINS, Fran. “O contrato de factoring e sua introdução no direito brasileiro”. *Revista Forense*. Rio de Janeiro, Forense, 1978.
- _____. “Faturização ou factoring”. In MARTINS, Fran. *Contratos e Obrigações Comerciais*. 15ª ed. Rio de Janeiro, Forense, 2001.
- MICHAELIS. *Moderno Dicionário da Língua Portuguesa*. Disponível em <http://michaelis.uol.com.br/moderno/portugues/index.php?lingua=portuguesportugues&palavra=cultivar>. Acesso 30.1.2013.
- MIRANDA, Pontes de. “Fundos de investimento”. In MIRANDA, Pontes de. *Tratado de Direito Privado, Parte Especial: Direito das obrigações: negócios jurídicos bancários e de bolsa. Corretagem de seguros. Transferência de propriedade mobiliária, em segurança. Subscrição, distribuição e colocação de títulos e valores mobiliários*. vol. 52. Atual. Bruno Miragem. São Paulo, Ed. RT, 2012, pp. 280-284.
- _____. *Direito das Coisas: Propriedade Mobiliária (Bens Incorporáveis), Propriedade Intelectual, Propriedade Industrial*. vol. 16, t. XVI. Atual. Marcos Alberto Sant’Anna Bitelli. São Paulo, Ed. RT, 2012, pp. 639-652.
- NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patrícia de. *Securitização de Recebíveis Mercantis*. São Paulo, Quartier Latin, 2010.
- NOVO DICIONÁRIO ELETRÔNICO AURÉLIO. Versão 5.0. Regis Ltda., 2004, 1 CD-ROM.
- OLIVA, Milena Donato. “Indenização devida ‘ao fundo de investimento’: qual quotista vai ser contemplado, o atual ou o da data do dano?”. In TEPEDINO, Gustavo; FACHIN, Luiz Edson (Orgs.). *Obrigações e Contratos: Serviços e Circulação*. São Paulo, Ed. RT, 2011, vol. 6, pp. 1.303-1.328.
- PARDOLESI, Roberto. *I Contratti di Distribuzione*. Nápoles, Jovene, 1979.
- PARKER, Edmund. *Credit Derivatives: Documenting and Understanding Credit Derivate Products*. Londres, Globe Law and Business, 2007.
- PENTEADO JÚNIOR, Cassio Martins C. “A propósito da securitização de recebíveis: cessão de crédito ou cessão do contrato”. *RDM* 115/124-126. São Paulo, jul.-set. 1999.
- _____. “A securitização de recebíveis de créditos gerados em operações de bancos: a Resolução n. 2.493 e sua perspectiva jurídica”. *RDM* 111/120-124. São Paulo, jul.-set. 1998.
- RANIERI, Lewis S. “The origins of securitization, sources of its growth, and its future potential”. In KENDALL, Leon T.; FISHMAN, Michael J. (Eds.). *A Primer on Securitization*. Cambridge, Mass., MIT Press, 2000.
- RIZZARDO, Arnaldo. *Factoring*. 3ª ed. São Paulo, Ed. RT, 2004.
- ROLIN, Serge. *El Factoring*. Madri, Pirâmide, 1975.
- ROZENTHAL, R.; OCAMPO, R. *Securitization of Credit: Incide the New Technology of Finance*. Chicago, Phobus Publishing, 1988.
- SACCONI, Luiz Antonio. *Minidicionário Sacconi da Língua Portuguesa*. 11ª ed. São Paulo, Nova Geração, 2009.
- SANTOS, Cláudio Gonçalves dos; CALADO, Luiz Roberto. *Securitização: Novos Rumos do Mercado Financeiro*. São Paulo, Saint Paul, 2011.
- SILVA, João Calvão da. *Titularização de Créditos*. Coimbra, Almedina, 2003.

- SOUZA, Adriano Boni de. *Securitização de Recebíveis de Agroenergia: um Estudo de Caso Baseado em Títulos do Agronegócio*. Dissertação de Mestrado. Escola de Economia de São Paulo, 2010.
- SUSSFELD, Louis Edmond. *Le Factoring*. Paris, PUF, 1968.
- STUBER, Walter Douglas; BENTIVEGNA, Enrico Jucá; FILIZZOLA, Henrique Bonjardim. *O Instituto da Securitização de Créditos no Brasil*. Disponível em <http://www.revistadofactoring.com.br/artigos/pagina=2>. Acesso 14.4.2013.
- SZTAJN, Rachel. “Quotas de fundos imobiliários – Novo valor mobiliário”. *RDM* 93/104-107. jan.-mar. 1994.
- TOMÉ, Maria João Romão Carreiro Vaz. *Fundos de Investimento Mobiliários Abertos*. Coimbra, Almedina, 1997.
- VASCONCELOS, Luís Miguel D. P. Pestana de. *Dos Contratos de Cessão Financeira (Factoring)*. Coimbra, Coimbra, 1999.
- VEIGA, V. Alexandre Brandão da. *Fundos de Investimento Mobiliário e Imobiliário*. Coimbra, Almedina, 1999.
- VIVANTE, Cesare. *Trattato di Diritto Commerciale*. 1º vol. Milão, Francesco Vallardi, 1934, p. IX.
- ZUDDAS, Goffredo. *Il Contratto di Factoring*. Nápoles, Casa Editrice Dott, 1983.
- ZWEIG, Phillip L. (Ed.). *The Asset Securitization Handbook*. Homewood-IL, Dow Jones-Irwin, 1989.