

Atualidades

A SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS DE CRÉDITOS GERADOS EM OPERAÇÕES DOS BANCOS — A RESOLUÇÃO N. 2.493 EM SUA PERSPECTIVA JURÍDICA

CASSIO MARTINS C. PENTEADO JR.

OS PRINCÍPIOS BÁSICOS DA SECURITIZAÇÃO. OS TÓPICOS ESSENCIAIS DA RESOLUÇÃO N. 2.493: Da natureza dos créditos cedidos — Das características da securitizadora — Das condições dos créditos cedidos — Pagamento de rendimentos e amortização das debêntures.

Configurada na resolução n. 2.493 de 7.5.98, após intensa ação de associações e de entidades do mercado financeiro, a *ampliação* das possibilidades de *cessão de créditos*, originados de financiamentos bancários e de arrendamento mercantil, a *terceiros* — sob forma de *securitização de recebíveis* — dá forma a produto de captação de recursos para os bancos, que pode ser extremamente eficaz.

Integrando as instituições financeiras aos mecanismos e modos de *securitização*, que já se encontravam disponíveis para os segmentos comercial, industrial, de serviços e de crédito imobiliário, a Resolução em destaque, que será complementada por ato normativo da CVM, esperado para breve, possibilitará que os bancos alavanquem recursos de suas operações de crédito, acrescentando-as aos meios usuais de captação.

Seguem comentários de índole jurídica, ainda que preliminares sobre o teor da Resolução n. 2.493, enfatizando os principais aspectos:

OS PRINCÍPIOS BÁSICOS DA SECURITIZAÇÃO

1. A proposta essencial das chamadas operações de *securitização* fica algo enco-

berta, de certo modo, sob a denominação comum, que tem recebido no mercado financeiro, embora não albergada no texto da Resolução n. 2.493, prestando-se a confusões terminológicas com as atividades de seguro, usualmente chamadas de *securitárias*.

2. Provém a designação do aportuguesamento, infeliz como todos que são comuns nos dias de hoje (v.g. *deletar, formatar*) da expressão *securities*, que em inglês se refere a valores mobiliários, de tal forma que *securitizar* tem o significado de *converter os créditos bancários* ou de outra natureza em *lastro* para a emissão posterior de *títulos* ou *valores mobiliários*.

3. Logo, *securitizar* não significa, como se poderia pensar, *conversão* direta de créditos em títulos mobiliários, mas, tê-los (os créditos) como:

a) *suporte* da emissão; e,

b) *origem* das receitas (advindas da liquidação dos créditos) que *remuneram* os valores mobiliários subscritos pelos *investidores*.

4. Em essência, portanto, a *securitização* completará três etapas distintas, a saber:

a) *cessão* de créditos pela *instituição financeira cedente* (que se designará, tam-

bém, como *originadora*) à empresa *securitizadora concessionária*, que formará com os créditos, o adequado *lastro* da emissão de valores mobiliários; e,

b) *colocação* junto aos *investidores* desses *valores mobiliários*, disponibilizando *recursos* para *liquidar* com a *cedente*, a operação da etapa anterior.

c) *recebimento* pela *securitizadora* (e *cessionária*) das prestações referidas aos empréstimos, financiamentos e operações de arrendamento mercantil (*créditos cedidos*), transferindo esses montantes aos *investidores*, na proporção dos valores mobiliários subscritos.

4. Os títulos ou valores mobiliários, nessa espécie de operação, seguem necessariamente — quanto aos *rendimentos* que prevêm — o *destino* dos créditos que lastreiam a emissão, ou seja, somente serão percebidos pelos investidores à medida que liquidados pelos respectivos devedores ou financiados.

5. Portanto, o *resultado* do investimento nesses títulos ou valores mobiliários partilha o *risco* das operações de crédito *cedidas*, nada obstante a *securitização*, na forma normatizada pela resolução em tela, *admita* que *terceiros*, que não a própria instituição *originadora*, se *coobriguem* com os devedores principais (prestamistas) pela boa liquidação dos créditos.

6. Outro princípio essencial da *securitização* repousa na perspectiva de *segregação* do *risco* empresarial e negocial da *originadora*, em face dos créditos que cede, no sentido de que, uma vez cedido o lastro para a *securitizadora*, não deve remanescer nenhum *vínculo jurídico* entre a *securitizadora* e a *originadora*, em relação aos créditos cedidos; a Resolução, entretanto, não obsta que a *securitizadora* seja *controlada* ou *relacionada societariamente* com a instituição financeira, detentora dos créditos, com a ressalva de que, nesta hipótese, a *securitizadora* não pode efetivar a *aquisição a prazo* de créditos. (art. 2º, § 1º, I).

7. Essa separação entre *securitizadora* e *originadora*, na verdade, é de ordem

patrimonial e de risco da *própria atividade* da instituição, vale dizer, os investidores, titulares dos valores mobiliários, lastreados nos créditos, não se sujeitam — em tese — aos eventos que se relacionem a aspectos ligados a oscilações do patrimônio da *originadora* e nem de intervenções ou liquidações; nesse sentido, deflui da legislação que cuida desses atos interventivos do Banco Central, bem assim da *praxis*, em relação aos casos concretos, que as empresas não financeiras, associadas a grupos financeiros não são *atingidas ou comprometidas*, diretamente, por essas ações.

8. O derradeiro princípio, poderíamos dizer, da operação de *securitização* integra-se pela peculiaridade de ser a *companhia securitizadora*, uma empresa de *caixa zero*, isto é, efetua recebimento de créditos e faz pagamentos de remunerações e despesas correspondentes, sem *margin de lucratividade*, como objetivo, destinando-se, prioritariamente, a desempenhar o papel da chamada *van*, isto é, *meio de transporte* entre a *originadora* que deseja captar recursos e os investidores que pretendam aplicá-los; logo, o fluxo de caixa da *securitizadora* deve, usualmente, tender a zero, equilibrando suas *receitas* (originadas dos créditos recebidos e aplicações de seu capital próprio) e *despesas* (pagamento de remuneração aos investidores, despesas administrativas e gastos com a cobrança dos créditos).

9. Como decorrência desse pressuposto poder-se-ia dizer que a existência da *securitizadora* e o objetivo da operação de *securitização* vinculam-se à *antecipação* em favor da instituição *originadora* dos montantes correspondentes aos *recebíveis* de que esta dispõe, não sendo concebida a *securitizadora* como um fim em si mesmo.

OS TÓPICOS ESSENCIAIS DA RESOLUÇÃO N. 2.493

Da natureza dos créditos cedidos

10. Resumindo as notas principais da Resolução n. 2.493, cuidando da *securiti-*

zação de *recebíveis*, cabe referência ao art. 1º que cuida dos créditos que podem ser objeto da operação, definindo-os, *estritamente*, como os originados de empréstimos, financiamentos e arrendamento mercantil.

11. Nesse sentido, não tem curso, a nosso ver, interpretações *ampliativas* desse rol de créditos para incluir, v. g., outras operações, facultadas às instituições financeiras, como a aquisição de créditos provenientes de vendas a prazo, como os recebíveis de cartões de crédito.

12. Tem-se como *numerus clausus* e não exemplificativa, a relação das espécies de créditos, insertas no art. 1º da Resolução, como *habilitadas* à securitização.

Das características da securitizadora

13. A empresa, que se dedicará a operacionalizar a securitização será, necessariamente, constituída sob a forma de *sociedade anônima*, constando de sua denominação, a expressão *Companhia Securitizadora de Créditos Financeiros*, tendo objeto social *exclusivo*, isto é, dedicado apenas aos procedimentos, aqui comentados, nos moldes das *Special Purpose Companies* (SPC) do direito norte-americano.

14. As *securitizadoras*, mais, somente podem captar *recursos* no País pela *emissão pública ou privada de ações*, representativas de seu Capital Social, e pela *emissão pública de debêntures*, e no Exterior pela *emissão e colocação de títulos e valores mobiliários*, na forma da legislação vigente.

15. Assim, é vedado à *securitizadora* transacionar com bancos, em termos de empréstimos ou financiamentos, ou mútuos de modo geral, restringindo-se suas fontes de recursos à capitalização e à emissão de debêntures ou títulos no Exterior.

16. Observa-se, também, que os instrumentos de securitização em relação aos créditos que a securitizadora adquirir estão restritos às debêntures e às *ações res-*

gatáveis, em face da disciplina imposta pela Resolução n. 2.493.

17. Outra característica peculiar das securitizadoras é a *vedação*, constante no inciso III do § 1º do art. 1º, relativamente à prática de certos atos societários e sobre cessão de crédito, até que corra o *pagamento integral* dos valores mobiliários, emitidos em operação de securitização, quais sejam:

a) transferência do controle acionário da sociedade;

b) redução do capital, incorporação, fusão, cisão ou dissolução; e,

c) cessão dos créditos, que lastreiam a emissão de debêntures, ou atribuição de direitos sobre eles, em favor do controlador ou a qualquer pessoa a ele ligada, em condições distintas das previstas nos instrumentos de emissão.

18. Contudo, os §§ 2º e 3º do art. 1º da Resolução criam exceções à *vedação*, descrita na letra c supra, considerando-se *possíveis* os atos ali elencados, quando autorizados por detentores de 50% do valor nominal das debêntures ou títulos, emitidos no Exterior, sem se computar aqueles pertencentes ao controlador da securitizadora ou por sociedade a ele coligada (§ 2º).

19. A cessão de créditos é permitida, excepcionalmente, na hipótese de se dar por valor *igual ou superior ao valor nominal* dos créditos, deduzidos os *juros* ainda não incorridos e os *encargos financeiros*, incorporados ao referido valor nominal; obviamente, aqui a idéia é que a securitizadora, nessa hipótese, se capitalizará suficientemente para pagar a remuneração devida aos debenturistas (§ 3º).

Das condições dos créditos cedidos

20. Tratando dos créditos, que serão objeto de cessão, o normativo admite que possam abranger os de *curso anormal* (art. 2º, I) porém não admite, como já se disse, a prestação de coobrigação de parte da instituição cedente (inciso II).

21. Profere-se no atinente à cessão de créditos, consoante dispõe a Resolução, ora examinada, o seguinte:

a) *cessão* de créditos *a prazo* para securitizadora com a qual a cedente mantém *ligações*, nos termos da Lei 4.595 e Lei 7.492, sendo que esta vedação, em essência fundada nas restrições de relacionamento entre as instituições financeiras e pessoas ligadas, cria a necessidade eventual de que, nessas hipóteses, a securitizadora esteja *capitalizada*, antes de proceder à aquisição dos créditos, medida em que, pelo menos teoricamente, a emissão de debêntures, fonte primordial de recursos, como vimos, se dará *a posteriori* da cessão de créditos, esta presumidamente efetuada *a prazo*; o que se pode anotar, nesta passagem, é a possibilidade de que a operação de cessão com instituição ligada à securitizadora, para efeitos de viabilizar a emissão de debêntures, seja feita *com prazo para pagamento* do valor da cessão, o que difere de cessão para *pagamento a prazo*; e,

b) *recompra*, pela instituição cedente, de créditos cedidos; *aquisição*, pela instituição cedente, das debêntures emitidas com lastro nos créditos que ela cedeu; ou a *realização* de qualquer transação que implique, ainda que indiretamente, no retorno do mesmo risco de crédito a cedente.

Pagamento de rendimentos e amortização das debêntures

22. Como já se enfatizou e agora dispõe a Resolução, o *rendimento* e a *amortização* das debêntures, emitidas pela securitizadora, terão sua liquidação, em qualquer caso, *condicionada* à *realização* dos créditos (*lastro*) especificados nos instrumentos de emissão, havendo a possibilidade da prestação de *garantias adicionais* quanto a essa liquidação, exceto parte da instituição cedente.

23. Sobre esse tópico, convém notar, as debêntures, com a natureza jurídica de *título de crédito*, *ex vi* da Lei 6.404/76, não

conferem, todavia, ao *investidor* debenturista direitos de crédito *genéricos* contra a emissora, vale dizer, que apenas e tão-somente o *lastro* (recebíveis adquiridos por via de cessão) responde pela *liquidação* das debêntures e/ou o coobrigado, se existir.

24. O aspecto talvez mais saliente, em termos jurídicos, nos procedimentos de securitização, ora normatizados, diz com a aguda questão de transferência, na cessão, da instituição cedente à securitizadora, das garantias e privilégios atinentes aos recebíveis, envolvidos na operação.

25. O disposto no inciso III do art. 2º da Resolução, em exame, parece bastante claro e específico nesse sentido *verbis*:

“Art. 2º. A cessão referida no art. 1º:

“I - ... *omissis* ...

“II - ... *omissis* ...

“III - implica a *transferência a cessiônária*, dos *contratos, títulos, instrumentos e garantias necessárias à sua execução*”.

26. Com base nesse supedâneo regulamentar, dir-se-ia que a securitizadora ou até o investidor, em caso de nova cessão dos créditos, estarão habilitados — ainda que não revistam a condição jurídica de instituições financeiras — a compelir o devedor, inclusive pela via *constitutiva* jurisdicional, a adimplir o crédito, excutindo as garantias constituídas.

27. Contudo, sem embargo do propósito regulamentar, expresso na Resolução 2.493, dúvidas podem ser opostas a essa espécie de sub-rogação, decorrente da cessão, vez que o cessionário ao adquirir os créditos junto ao cedente, quitou-os nessa operação, observações essas nascidas, genericamente, da consideração de que a garantia de alienação fiduciária; a imposição da cobrança de comissão de permanência; e a aplicação de taxas de juros, desobrigadas da Lei de Usura, são próprios das instituições financeiras.

28. Em comentários ao instituto da garantia da alienação, o ilustre Ministro Moreira Alves (*Da Alienação Fiduciária*

em *Garantia*) observa que, em decorrência do previsto no art. 6º do DL 911/69, dá-se a figura de *sub-rogação legal no crédito e na garantia constituída pela alienação fiduciária*, desde que o fiador, avalista ou terceiro interessado liquidem a dívida pelo devedor principal; todavia, em seguida, anota o jurista que, em se tratando de *terceiro não interessado* (aqui, o *cessionário* na operação de securitização), a sub-rogação será de espécie *convencional*, o que permite — especialmente — *que esse terceiro possa ser qualquer pessoa, e não apenas as legitimadas a celebrar, originariamente, a alienação fiduciária em garantia* (...), conforme transcrição na nota 84ª, p. 152.

29. No v. acórdão do E. Tribunal de Justiça do Rio de Janeiro (Ap. Civ. 1.509/97) colhe-se que: “A cessão (...) não pode, de modo algum, causar *qualquer enfraquecimento no vinculum juris, piorando a situação do credor*” (grifos).

30. E, em continuação, ainda nesse *decisum* a importante remissão ao reconhecido Carvalho de Mendonça (*Doutrina e Prática das Obrigações*) realça, com absoluta propriedade: “O que parece, porém, fora de dúvida é que o que constitui a *essência da obrigação é o seu conteúdo* — a prestação e o modo dela — que pode ser considerado *independentemente do sujeito*” (grifos).

31. O renomado Paulo Restiffe Neto na sua clássica obra *Garantia Fiduciária*, todavia, parece repudiar a extensão do en-

tendimento sobre a aplicação genérica da sub-rogação *convencional*, em matéria de créditos garantidos por alienação, opondo-se, aqui, ao pensamento do ministro Moreira Alves, antes citado, observando que a disposição do art. 6º do DL 911/69 é *restrita* em termos de sub-rogação ao avalista, fiador e terceiro interessado, aplicando-se ao pagamento efetuado por *terceiro não interessado* (simples *cessionário*) as normas dos arts. 930, § único e 931 do Código Civil, ou seja, ocorre na espécie, *o pagamento de dívida em nome e por conta do interessado, ou em nome próprio, mas nunca com sub-rogação nos direitos do credor* (p. 279).

32. A questão, suscitada aqui em caráter preliminar, deve merecer especial atenção dos operadores da securitização, ainda que ao nosso ver somente possa ser solucionada concretamente perante o Judiciário, pois que é *essencial* para o êxito da operação, tanto para as ações de cobrança de parte da securitizadora, como de parte dos investidores.

33. Nesse sentido, a própria disposição da Resolução 2.493, atinente à sub-rogação do cessionário dos créditos, ainda que de natureza ancilar, *incapaz* por isso de *derrogar* previsão legal, há de ser realçada pois que implica, no mínimo, em *indicação* da intenção da autoridade monetária em facultar — na linha defendida pelo Ministro Moreira Alves — o amplo alcance da sub-rogação *convencional*.