

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS - O QUE TEM DE ATRATIVO?

Tiziane Machado(*)

Antes de iniciarmos uma discussão sobre securitização é importante definirmos o termo:

“Securitização é um processo através do qual uma variedade de ativos financeiros e não-financeiros (vamos chamá-los de ativos-base) são “empacotados” na forma de Títulos (títulos financeiros negociáveis) e então vendidos a investidores. Os fluxos de caixa gerados pelos ativos-base são usados para pagar o principal e os encargos das *securities* além das despesas da operação. As *securities*, por seu lado, são lastreadas pelos ativos e são conhecidas por “Asset Backed Securities” (“ABS”, expressão em inglês que significa Securities Lastreadas por Ativos)”.

A securitização é um excelente veículo de segregação de risco do pool de recebíveis daquele do seu originador. O objetivo da operação de securitização de recebíveis é permitir a uma empresa - originadora - obter recursos sem comprometer o seu limite de crédito junto aos credores e sem prejudicar os índices de endividamento do seu balanço - *no caso de operações de mútuo, p/ex.*

Para Alexandre Assaf Neto¹, “a securitização de recebíveis é realizada geralmente por empresas que apresentam uma carteira bastante pulverizada de valores a receber, em que nenhum recebível represente parcela relevante de seu total. A empresa tomadora de recursos negocia sua carteira de recebíveis com uma empresa criada especialmente para essa finalidade, denominada

¹ Neto, Alexandre Assaf. “Mercado Financeiro”, 5ª ed. Editora Atlas, São Paulo, 2003. P. 129.

Sociedade de Fins Especiais (*Special Purpose Company*) a qual levanta recursos no mercado mediante a emissão de títulos (geralmente debêntures) lastreados nesses valores adquiridos”.

Para Eduardo Fortuna ², “Na forma clássica destas operações, cria-se uma SPC cujo objetivo será exclusivamente adquirir os recebíveis da empresa que a constituiu pela emissão de debêntures. Como os recebíveis são normalmente de curto prazo e as debêntures, de longo prazo, a SPC vai ter caixa muito antes do vencimento das debêntures”.

Para outro doutrinador³, “Consiste a securitização de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere créditos para uma outra empresa, que chamaremos de securitizadora, constituída especificamente para a execução deste projeto. Essa empresa adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio desta oferta pública e títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará à originadora pelos créditos a ela cedidos.”

Em nota de rodapé, esclarece o mesmo doutrinador:

“Ressalte-se que, embora estejamos centralizando o estudo da securitização de recebíveis com emissão pública de valores mobiliários, nada obsta que a securitizadora realize uma emissão privada de seus valores mobiliários, destinada a alguns investidores qualificados.”

Portanto, numa visão geral, a operação de securitização ou no inglês “securities” tem por objetivo transformar recebíveis em valores mobiliários, ou

² Fortuna, Eduardo. “Mercado Financeiro - produtos e serviços”. 15ª edição. Quality Ed. Rio de Janeiro, 2003. P. 259.

³ Gaggini, Fernando Schwarz. “Securitização de Recebíveis”. P. 29

seja, a operação de conversão de recebíveis em lastro para a emissão de valores mobiliários.

O CONCEITO LEGAL DO TERMO SECURITIZAÇÃO

Recentemente, com a publicação da Lei nº 11.076, de 30.12.2004 que introduziu novas espécies de título de crédito que poderão ser emitidos com base em operações do denominado "agronegócio" - *Certificado de Depósito Agropecuário (CDA)*, o *Warrant Agropecuário (WA)*, *Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA)*, *Letra de Crédito do Agronegócio (LCA)* e *Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA)*- o termo securitização de direitos creditórios do agronegócio foi definido como " uma operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora (art. 40).

No Brasil, com a edição da Lei 6.385/76, modificada pela Lei nº 10.303/01 - ficou estabelecido um rol taxativo dos valores mobiliários que poderão ser emitidas pelas companhias, são eles:

"I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;

II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;

III - os certificados de depósito de valores mobiliários;

IV - as cédulas de debêntures;

V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;

VI - as notas comerciais;

VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;

VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;

II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures. ”

Portanto, compete somente à sociedade por ações, emitir os respectivos valores mobiliários acima citados.

Observa-se que não estamos tratando de títulos de créditos. Estes por sua vez, poderão ser emitidos por pessoas jurídicas constituídas por quaisquer formas, desde que seja expressamente admitido em lei. Daí a necessidade da edição da Lei 11.076/2004 que criou 05 novos títulos de créditos, além daqueles

já existentes: notas promissórias, duplicatas mercantis, cheques, letras de câmbio, etc.

Portanto, o termo securitização de recebíveis definido em Lei que instituiu novas espécies de títulos de créditos, é uma operação autorizada para quaisquer outras espécies de títulos de créditos (recebíveis), inclusive aqueles que estão definidos em legislações específicas - como cheques, notas promissórias, duplicatas mercantis, etc.

UM BREVE COMPARATIVO ENTRE A SECURITIZAÇÃO ATRAVÉS DO FIDC E EM UMA SPE - Sociedade de Propósito Específico

O Conselho Monetário Nacional - CMN e, posteriormente, a Comissão de Valores Mobiliários - CVM trataram de disciplinar e regulamentar os fundos de investimento em direitos creditórios ou fundos de recebíveis.

Essa modalidade de fundos tem seus alicerces em carteiras que abrangem direitos creditórios - recebíveis - notadamente de operações dos segmentos: comercial, industrial, imobiliário, de prestação de serviços, e outros.

A constituição do fundo é feita por meio de cessões de crédito, que passam a compor, primordialmente, seu ativo. No caso das empresas de fomento mercantil, os títulos adquiridos, seriam cedidos com um desconto pelo adiantamento do pagamento antes do vencimento dos créditos.

Outra técnica que permite o repasse de créditos é o procedimento conhecido como securitização, que se realiza por meio da cessão de créditos a uma Sociedade de Propósito Exclusivo - SPE. A securitização propriamente dita

se concretiza com a emissão de títulos (debêntures) feita pela SPE, sendo estes títulos lastreados nos créditos que se destacam do patrimônio do cedente.

Tanto a constituição de um fundo de investimento em direitos creditórios como a securitização de recebíveis tem a mesma finalidade e ainda apresentam outras semelhanças, uma vez que têm lastro em ativos semelhantes e apresentam a mesma forma de rendimento, embora existam algumas diferenças.

A SPE, por se tratar de uma sociedade, apresentará incidência de tributos sob a forma de pessoa jurídica, o que implica maior recolhimento tributário.

Os fundos de investimento não têm personalidade jurídica, já que se apresentam na forma de condomínios cujas quotas são adquiridas pelos investidores, representando para o investidor um encargo tributário menor em relação à securitização.

EXEMPLO DE OPERAÇÃO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL⁴

CASO MESBLA TRUST - A Mesbla, popular rede de lojas no Brasil, passando por sérias dificuldades financeiras, e não conseguindo obter recursos no mercado, criou uma Sociedade de Propósito Específico, denominada "Mesbla Trust", à qual foram repassados os recebíveis oriundos das vendas da Mesbla.

⁴ FONTE: "SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS". AUTOR: FERNANDO SCHWARZ GAGGINI. Livraria e Editora Universitária de Direito LTDA. Pp.38/39

A "Mesbla Trust", com base nos recebíveis, emitiu debêntures, captando recursos dos investidores, que, subscrevendo valores mobiliários da "Mesbla Trust", não estariam expostos ao risco da Mesbla.

A "Mesbla Trust", por sua vez, repassou os recursos captados dos investidores para a Mesbla, como forma de pagamento dos recebíveis.

Desta forma, a Mesbla conseguiu obter recursos repassando seus recebíveis a terceiros, sem que os investidores tivessem que se expor ao risco da Mesbla (risco este que se confirmou, visto que a empresa veio a quebrar tempos depois).

VANTAGENS TRIBUTÁRIAS

As empresas de factoring, por serem obrigadas a optarem pela forma de apuração do lucro real, e consequentemente pela sistemática da não-cumulatividade em relação ao PIS e à COFINS, apresentam um custo tributário médio de 18% da Receita Bruta. Aliado a isso, com o aumento da taxa básica do Governo Federal, o custo do capital alcançou patamares que oneram a captação do recursos de terceiro no mercado.

O instituto da securitização é uma forma de captação de recurso a um menor custo, aliada à minimização da carga tributária global possibilita às empresas de factoring um aumento no volume das operações a serem realizadas.

Bem analisadas, essas estruturas - FIDC ou SPE - que o mercado oferece, poderão fazer a diferença no incremento nas operações de compra de recebíveis realizadas pelas empresas de fomento mercantil.

(*)Advogada. Mestre em Direito Tributário pela PUC (SP). Especialista em Tributação do Mercado Financeiro e de Capitais (FGV/SP). LLM em Direito do Mercado Financeiros e de Capitais (IBMEC-SP).