

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

Renato M. Buranello

**Securitização do Crédito como Tecnologia para o
Desenvolvimento do Agronegócio**

Proteção Jurídica do Investimento Privado

DOUTORADO EM DIREITO COMERCIAL

SÃO PAULO

2015

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

Renato M. Buranello

**Securitização do Crédito como Tecnologia para o
Desenvolvimento do Agronegócio**

Proteção Jurídica do Investimento Privado

DOCTORADO EM DIREITO COMERCIAL

Tese apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de Doutor em Direito Comercial sob orientação do Professor Doutor Fábio Ulhoa Coelho.

SÃO PAULO

2015

BANCA EXAMINADORA

*Dedico este trabalho aos meus lindos gêmeos
Santiago e Marina.*

*Não poderia deixar registrar neste trabalho o quanto
o Prof. Fábio Ulhoa Coelho tem tutelado o regime jurídico do agronegócio,
e assim na relação direta apoiado este autor.*

*Agradeço imensamente o suporte
na revisão final, fase mais árdua e talvez
a mais importante, do brilhante jovem
advogado Henrique Takeda Kamoi.*

RESUMO

Essa tese buscou descrever a evolução operacional e identificar falhas institucionais no mercado de crédito agrícola brasileiro. Verificou-se que, desde a criação do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), avanços foram realizados e uma nova relação com o mercado financeiro e de capitais foi inaugurada com a edição da Lei n. 11.076, de 31 de dezembro 2004, em uma perspectiva de necessária ruptura com o antigo sistema.

As pesquisas conduzidas neste trabalho diferiram da abordagem jurídica tradicional que analisa a transação financeira de forma isolada. Analisamos o crédito como instrumento de política pública no planejamento da atividade para desenvolvimento do agronegócio. Este estudo pretendeu inovar ao oferecer ampla discussão sobre os fundamentos econômicos e a tecnologia jurídica na formação do Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio e a securitização de direitos creditórios para mobilização de safras e mecanismo de mitigação de risco.

Descrevemos os títulos de crédito que formam esse sistema, responsáveis por uma alocação diferenciada de recursos físicos e financeiros entre produtores, empresas privadas e agentes financeiros. Ainda, evidenciamos que os instrumentos atuais de mobilização de crédito e diversificação de riscos têm permitido suprir parte relevante dos recursos, inclusive em setores de riscos diversificados e de maior complexidade como os internos dos Sistemas Agroindustriais.

Centralizando o desenvolvimento do mercado de crédito privado no âmbito do mercado de capitais como objeto principal deste trabalho, foi possível concluir que há uma ruptura nas formas de financiamento agrícola brasileiro com destaque de *inputs* para políticas públicas e estratégias empresariais: i) retirada gradual e proporcional do recurso controlado pelo governo; ii) entrada de empresas privadas no mercado por meio de *trade credit*; iii) desintermediação do crédito e desenvolvimento do mercado de capitais de dívida agroindustrial; e iv) adoção de mecanismos redutores de incerteza e maior segurança do crédito.

Palavras-chave: Crédito agrícola - Políticas públicas e financiamento dos sistemas agroindustriais - Securitização de recebíveis do agronegócio

ABSTRACT

The purpose of this dissertation is to describe the operating development and to identify institutional shortfalls in Brazil's rural credit market. According to this study, the establishment of the National Rural Credit System (SNCR) has brought forth advances and the enactment of Law 11,076, of December 31, 2004, has provided for a new relationship with the financial and capital market, from the perspective of the necessary break with the former system.

Research conducted for this dissertation differs from the traditional legal approach, which singles out the assessment of financial transactions. Credit is assessed herein as an instrument of public policy, in planning the activity to develop agribusiness. This study also intended to innovate by including a broad discussion on the economic foundations and legal technology in the organization of the Private System for the Financing of Agribusiness and the securitization of receivables to mobilize crops and risk mitigation mechanisms.

This dissertation includes the assessment of the rural credit bonds that are part of such system, which provide for the diversified distribution of both physical and financial resources among producers, private enterprises and financial agents alike. Additionally, this study highlights that the instruments currently available to mobilize credit and diversify risks have guaranteed the supply of a substantial portion of the funds, including in markets with diversified risks and greater complexity, as is the case of the markets of the Agroindustry Systems.

Having focused on the development of the private credit market within the scope of the capital market as the main purpose of this dissertation, it has been possible to conclude that there is a break in the funding methods available in the Brazilian rural industry, especially in relation to the inputs of public policies and corporate strategies: i) gradual and proportional withdrawal of government-controlled funds; ii) entry of private companies in the industry, via trade credit; iii) increasingly direct relations between credit and the development of the rural debt capital market; and iv) use of mechanisms to reduce uncertainty, and credit safety.

Keywords: Rural credit – public policies and funding of agroindustry systems – securitization of agribusiness receivables

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO 1: POLÍTICAS PÚBLICAS E REGULAÇÃO DO AGRONEGÓCIO	20
1.1. Evolução da atividade e os atuais sistemas agroindustriais	20
1.2. Regime jurídico do agronegócio	28
1.3. Concepção jurídica do desenvolvimento e planejamento agrícola	36
1.4. Política monetária e incentivo ao desenvolvimento agroindustrial	44
1.5. Sistema financeiro na interação dos setores produtivo e monetário	52
CAPÍTULO 2: SECURITIZAÇÃO DO CRÉDITO COMO TECNOLOGIA PARA O FINANCIAMENTO AGROINDUSTRIAL	67
2.1. Estrutura atual do financiamento agrícola	67
2.2. Sistema privado de financiamento do agronegócio	84
2.3. Mercado de capitais e mobilização da poupança	93
2.4. Negócios jurídicos agroindustriais e direitos creditórios do agronegócio	114
2.5. Securitização e Certificados de Recebíveis do Agronegócio	135
CAPÍTULO 3: PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIMENTO PRIVADO E DESENVOLVIMENTO DO AGRONEGÓCIO	153
3.1. A cessão para efeitos de securitização e circulação de crédito	153
3.2. Medidas específicas de proteção dos investidores	169
3.3. Retenção e transferência de riscos na securitização	179
3.4. Segregação de ativos e núcleo patrimonial autônomo	189
3.5. Tutela jurisdicional do crédito e desenvolvimento econômico	208
CONCLUSÃO	226
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	229

NOTAS EXPLICATIVAS

O *agronegócio* foi definido pelos professores Davis e Golderg, em 1957, em trabalhos da Universidade de Harvard, como a soma total das operações de produção e distribuição de suprimentos agrícolas, das operações de produção nas unidades agrícolas, do armazenamento, processamento e distribuição dos produtos agrícolas e itens produzidos a partir deles. Os Sistemas (SAGs) ou Cadeias Agroindustriais (CAIs) são todos os participantes envolvidos na produção, processamento e marketing de um *produto específico*.

Em síntese, o agronegócio (*agribusiness*) ou complexo agroindustrial é composto pelos inúmeros sistemas ou cadeias agroindustriais, dos mais diversos produtos de origem vegetal ou animal. Por mera padronização, adotaremos neste trabalho o termo agronegócio como expressão ampla representativa de toda atividade agroindustrial dos produtos de origem agrícola, pecuária de reflorestamento e aquicultura. Em paralelo, falamos de *Sistema Agroindustrial* quando estivermos nos referindo a atividade econômica relacionada a um produto específico. Assim, evitamos a utilização de inúmeras expressões de mesmo conteúdo.

No contexto dos fundamentos do sistema financeiro, utilizaremos mercado financeiro quando referirmos a todo sistema normativo e operativo, sem distinção a qualquer de seus subsistemas. Ao subsistema decorrente da atividade bancária denominamos mercado financeiro em sentido estrito. Ainda, aqui, o termo *mercado de capitais* será adotado como na doutrina em geral, como mercado de valores mobiliários. A expressão *crédito rural* será adotada também em sentido largo, como atividade geral de crédito ao agronegócio, não se fazendo referência ao específico conjunto de normas em sentido estrito do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), que quando vier terá sua expressão assim designada.

Por fim, mas não menos importante, adotaremos o termo titularização não como sinônimo de securitização, como o faz amplamente a doutrina. Por uma questão de coerência com a Lei n. 11.076/2004, e sua interpretação sistemática mais adaptada dos títulos do sistema inaugurado pela lei, estão acobertados sem exceção, por uma espécie de titularização, mas a norma adotou a securitização de direitos creditórios do agronegócio de forma especial, nitidamente buscando uma diferenciação de fonte e destinatários, que entendemos, por coerência e melhor sistematização preservar.

INTRODUÇÃO

O Brasil vive um momento demográfico muito favorável, que se por um lado favorece o crescimento econômico, por outro aumenta a responsabilidade de crescermos para fazermos frente às inevitáveis obrigações futuras. Em suma, como nação, temos que enriquecer antes de envelhecer. Ainda, se são raros os consensos entre economistas, certamente um deles é de que o desenvolvimento econômico brasileiro exigirá um amplo esforço de crescimento dos investimentos.¹ Desenvolver instrumentos e aumentar a eficiência do mercado de capitais como fomentador de investimentos da economia real é um objetivo fundamental para o maior crescimento do agronegócio e mais desenvolvimento para o país.

Para Mendonça de Barros a agricultura brasileira é a maior, mais desenvolvida e diversificada agricultura tropical do planeta. Diante de inúmeras externalidades positivas, o Brasil dispõe da melhor tecnologia nessa região e foram desenvolvidos avanços científicos que resultaram em constante elevação de produtividade da terra e da mão de obra empregada. A agricultura integrou-se para trás a uma cadeia grande de fornecedores de insumos industriais, máquinas e serviços. Para a frente, ligou-se à indústria alimentar, têxtil e de calçados. Ainda para o reconhecido economista, o desenvolvimento tecnológico vem criando novas relações como a produção de energia elétrica, de biocombustíveis e de química fina, com a criação de produtos renováveis e sustentáveis.² Mas a expansão das atividades de alta produtividade e de geração de valor de bioprodutos envolve, além de maiores doses de conhecimento, a maior e constante aplicação de capital.

Atualmente, o Brasil cultiva mais de 80 milhões de hectares se considerarmos todas as culturas, e foram registradas recentemente safras recordes de grãos, cana, carnes, leite e de produtos das florestas plantadas, aumentamos a produção de grãos em 147% nos últimos 17 anos. Com um aumento da área cultivada de apenas 27%, no mesmo período a produção de proteína animal cresceu na seguinte proporção: frangos, 220%; suínos, 140%; e bovinos, 90%. Sabemos, ainda, que aproximadamente 200 milhões de hectares do território nacional são destinados a pastagens, entre os quais cerca de 96 milhões hectares aptos para a agricultura, e uma pecuária intensiva permitiria mais do que dobrar a área de plantio, além de favorecer novas tecnologias para ampliar ainda mais a produtividade por hectare. Assim, não

¹ Michael Reid fala de “um país dotado de motores potentes, que ainda não consegue usar”. In: *Brazil: The Troubled Rise of a Global Power*. London: Yale University Press, 2014.

² BARROS, José Roberto Mendonça de. *Crescer não é fácil: a crise, a economia mundial e o crescimento brasileiro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012. p. 235.

é impossível pensar o País produzindo 350 milhões de toneladas de grãos e 300 bilhões de litros de etanol, e isso sem qualquer competição entre tais atividades.³

Em outubro de 1945, a Organização Mundial das Nações Unidas (ONU) lançava um esforço mobilizador para impulsionar a agricultura nos países pobres e em desenvolvimento, assim, no mesmo ano foi criada a Organização das Nações Unidas para a Agricultura e Alimentação (FAO). Nas décadas que se seguiram à Revolução Verde, os preços foram influenciados pelos choques de oferta, e os ganhos de produtividade, com a incorporação de novas tecnologias, influenciavam a formação do preço final de forma que o custo da cesta básica sofria queda no seu valor real.

Com a globalização dos mercados e a emergência econômica de países populosos,⁴ os preços dos alimentos começaram a ser guiados pela demanda e sabemos que a expansão econômica e populacional continuará levando preocupação às nações no mundo todo por alimentos, fibras e energia. Desde a criação da FAO, o número de pessoas no mundo triplicou, e hoje há 1 bilhão de famintos no planeta que deve ganhar mais 2,2 bilhões de pessoas nas próximas décadas.⁵ Até 2050, o Brasil deverá ser responsável por aproximadamente 40% do volume de alimentos e bioenergia produzido no mundo. Portanto, não é difícil concluir que há uma nova perspectiva para o agronegócio brasileiro no mundo.⁶⁷

³ RODRIGUES, Roberto. Prefácio. In: BURANELLO, Renato M. *Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

⁴ Ver *Ato Nacional de Segurança Alimentar* (NFSA, na sigla em inglês), programa do governo indiano de combate a fome, em *Revista Dinheiro Rural*, n. 113 de abril de 2014.

⁵ Ver também: CONWAY, Gordon; WILSON, Kate. *One billion Hungry: can we feed the world?* London: Cornell University Press, 2012. p. 3 e segs.

⁶ Neste sentido, Marcel Mazoyer e Laurence Roudart afirmam: “Em 2050, nosso planeta contará com aproximadamente 9 bilhões de seres humanos (entre 8 e 11 bilhões) segundo as últimas estimativas das Nações Unidas publicadas em 2001. Apenas para alimentar corretamente uma determinada população, sem subnutrição nem carência, a quantidade de produtos vegetais destinados à alimentação dos homens e dos animais terá que dobrar no mundo inteiro. Ela deverá quase triplicar nos países em desenvolvimento, mais que quintuplicar na África e mesmo aumentar dez vezes mais em muitos países desse continente (Philippe Collomb, *Une voie étroite pour la sécurité alimentaire* [Uma via estreita para a segurança alimentar], 1999). Para obter um aumento da produção agrícola tão significativo, a atividade agrícola deverá ser estendida e intensificada em todas as regiões do mundo em que isso for sustentavelmente possível.” *História das agriculturas no mundo: do neolítico à crise contemporânea*. São Paulo: Editora Unesp, 2010. p. 32.

⁷ Ver também: WEIS, Tony. *The Global Food Economy: the battle for the future of farming*. London: Zed Books, 2007.

Preços de alimentos

Evolução do índice da FAO



Fonte: FAO

Desta forma, está colocada a oportunidade para formulação e aplicação de uma estratégia concertada e coordenada para o aproveitamento da atual janela global com eficiência. O fato é que o setor agropecuário nos dá não apenas uma grande vantagem comercial, representada pelos contínuos superávits das exportações, mas também uma oportunidade única de ganho *geopolítico*: o Brasil tem chance real de atender grande parte da demanda mundial por alimentos, fibras e biocombustíveis, ampliando sua área plantada e seu padrão tecnológico.⁸ Mas para isso são necessárias políticas públicas nesse planejamento para o futuro, em que se discuta e se defina o papel dos setores público e privado no financiamento do agronegócio. Aqui está colocada a principal questão que queremos apresentar no primeiro capítulo desta tese.

Nesse cenário, surge naturalmente a questão da captação e aplicação dos recursos para o custeio de maiores avanços e investimentos em prol do contínuo desenvolvimento do agronegócio brasileiro: ao contrário de países mais desenvolvidos – e cientes da importância da produção agroindustrial para as suas economias –, não temos ainda o instrumental suficiente e nem mesmo uma política de financiamento planejada estrategicamente contra a eficiência de outros mercados agrícolas internacionais. Historicamente, o setor, no Brasil, tem sofrido as consequências de políticas econômicas assistemáticas e que levam a disponibilidade irregular de crédito para financiamento da produção agrícola. É justamente nesse ponto que começa a se delinear o objetivo deste trabalho, com desenvolvimento no segundo capítulo.

⁸ JANVRY, Alain de; SADOULET, Elisabeth. *Agricultural growth and poverty reduction: additional evidence*. World Bank Research Observer, maio 2009.

No mesmo sentido, é correto afirmar que o custeio da produção e distribuição de alimentos e bioenergia necessitará de *mais fontes e maiores volumes de recursos*, e isso num cenário em que: a) não há grande familiaridade nem de financistas, nem de investidores, com as virtudes e vicissitudes do setor agropecuário – o que termina por afastá-los dos mercados correspondentes, e b) não há recursos disponíveis para economias e atividades percebidas como de maior risco.⁹ É preciso, portanto, construir uma ponte entre o mercado financeiro e de capitais e o agronegócio, compreender adequadamente o funcionamento dos sistemas agroindustriais, especialmente na moldura econômica atual, para fazer chegar ao setor os recursos financeiros necessários ao seu funcionamento eficiente e sustentável.

O financiamento ao agronegócio até pouco tempo atrás se apoiava sobremaneira em linhas oficiais disponibilizadas principalmente pelo Banco do Brasil e pelo BNDES, oferecidas sempre a juros abaixo do mercado, por outro lado, exigindo grande reciprocidade através de outras operações. A *politização* do agronegócio não se deu portanto apenas em questões fundiárias e jurídicas, exibindo um viés *dirigista* também na alocação de recursos financeiros. Nesse aspecto, o incentivo externo (i.e., governamental) para versão de recursos no setor agropecuário se deu por meio de um controle artificial dos juros praticados no crédito agrícola.

⁹ São verificados inúmeros estudos neste sentido, com destaque para: “A agroenergia é um assunto que pode mudar a política mundial. Sabe-se que a área dedicada à produção de biocombustíveis no mundo é de aproximadamente 10 milhões de hectares; e que a área para agricultura é de aproximadamente 1,2 bilhão de hectares. Consolida-se, assim, um programa para a área de energia, pois o forte crescimento mundial acarretou crises em muitos lugares do mundo, como na África do Sul, no Cone Sul da América Latina e até mesmo na China. A agricultura está crescendo de forma mais concentrada com domínio de maior tecnologia e entrada de grupos empresariais na produção e comercialização assegurando o abastecimento interno e ainda a formação de excedentes para exportação de produtos e subprodutos agrícolas. É nos países tropicais que a agroenergia se desenvolverá, inclusive com financiamento dos países ricos, grandes consumidores de biocombustível, bioeletricidade e de outras formas de energia de origem agrícola, o que, sem dúvida, pode modificar o cenário geopolítico global. E em breve, seremos cerca de nove bilhões de pessoas no planeta, o que aumentará ainda mais a demanda por alimentos, fibras e energia. Sem uma nova revolução verde, entraremos numa roda-viva de turbulências, em que a crise financeira, a energética e o aquecimento global estão interligados, se retroalimentam e não possibilitam soluções atomizadas” (v. RIFKIN, Jeremy. “Somos viciados em petróleo”. Entrevista concedida à revista *Veja*, São Paulo, 21 dez. 2008).

Saldo das operações de crédito das instituições financeiras públicas e privadas Setembro de 2013 (%)		
	% do PIB	Participação %
Privado	27,41	49,3
Público	28,14	51,7
TOTAL	55,55	100,0

Fonte: Banco Central do Brasil - Sistema de Séries Temporais

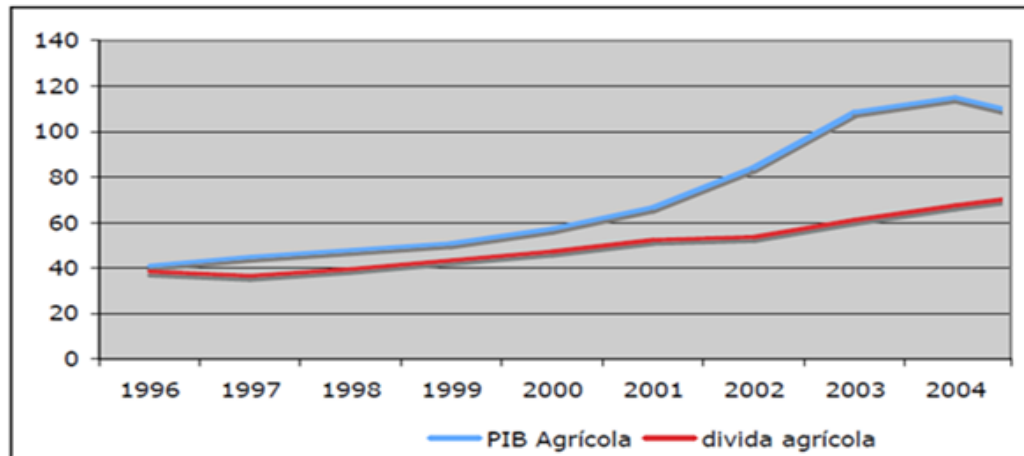
Como costuma acontecer nesses casos, vimos que à ação do Estado correspondeu prontamente uma reação do mercado: pouco dispostos a assumir os riscos ínsitos às atividades de seus tomadores rurais – inclusive após alguns resultados pouco animadores –, os bancos passaram a reduzir a oferta de recursos para o setor, que passou a depender cada vez mais do direcionamento forçado dos depósitos à vista, e não é difícil perceber as consequências desse modelo. Disto segue que essa oferta de crédito *enviesada* política e ideologicamente causa uma concentração do risco apenas no setor bancário, o que se agrava pelo fato de que as taxas (controladas) aí praticadas traduzem fraquíssimo incentivo para o ingresso de novos *players* nesses mercados.

A pequena evolução do crédito não seguia o crescimento da produção e da renda agrícola. Trazendo a lição do renomado economista Armínio Fraga,¹⁰ nesse direcionamento da política monetária em paralelo ao setor, destacamos que uma das grandes lições econômicas do século 20 é a importância da despolitização da moeda. Pesquisas de cunho teórico e histórico demonstram claramente que não há *trade-off* de longo prazo entre inflação e crescimento e que políticas macroeconômicas expansionistas produzem, na melhor das hipóteses, ganhos de curto prazo, mas sempre em detrimento do desempenho de longo prazo.

Como dado inicial, temos, então, um conjunto de fatores decorrentes de uma oferta artificial de crédito ao setor agropecuário, cenário que se seguiu mesmo após a criação da Cédula de Produto Rural (CPR) em 1994, com a edição da Lei n. 8.929, de 22 de agosto de 1994. Em sequência, em 2001 houve alteração da Lei n. 8.929, permitindo a liquidação financeira da cédula (incluído o artigo 4º-A, pela Lei n. 10.200). Para Moisés V. Balestro e Luiz Carlos de Brito Lourenço, a financeirização do setor agropecuário tem uma de suas origens na evolução dos títulos circulados no mercado interno para gerar liquidez através dos adiantamentos em recursos financeiros ou em insumos que culminaram com a CPR. Tal

¹⁰ O Papel do Banco Central no século 21. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 6 set./dez. 1999, p. 21.

princípio foi incorporado na forma de CPR, um título cambial, negociável e passível de execução judicial que inverteu a lógica dominante do *plantar primeiro, vender depois*.¹¹



Volume de crédito agrícola subsidiado e o PIB agrícola (bilhões de R\$)
Fonte: Elaborado a partir de dados do IPEA (2007)

Iniciava-se, assim, apoio direto do mercado financeiro através do crédito privado a atividade de produção. Mais tarde, e visando atender de forma ampla os sistemas agroindustriais em seus ciclos principais, foram criados novos títulos de crédito para financiamento do agronegócio em dezembro de 2004, pela Lei n. 11.076. Instrumentos concebidos exatamente com a finalidade de financiar todos os elos do agronegócio, e, ainda, com o fundamento precípua de circulação do crédito, na transferência ao terceiro titular de todos os direitos nele mencionados.¹² Por intuitivo, estamos diante da transição para um novo modelo de financiamento da atividade, que temos chamado de Sistema Privado de Financiamento.¹³ Foco, ainda, do segundo e central capítulo deste trabalho.

A partir de uma relação evolutiva possível, e que queremos destacar: a captação de recursos da poupança popular, para a emissão em massa de títulos ao mercado, dentro de uma nova dinâmica de funcionamento do crédito agrícola e da proteção do investimento privado.¹⁴ É na instrumentalização do crédito através da titularização que o novo sistema deve ganhar

¹¹ Notas para uma análise da financeirização do agronegócio: além da volatilidade dos preços das commodities. In: *O mundo rural no Brasil do século 21: a formação de um novo padrão agrário e agrícola*. Antônio Márcio Buainain, Eliseu Alves, José Maria da Silveira e Zander Navarro Editores Técnicos. Brasília: Embrapa, 2014. p. 258.

¹² DE LUCCA, Newton. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1979. p. 13.

¹³ BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio: regime jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

¹⁴ Como descreve Henry Peter Blair: "*Domestic capital markets directing savings in this way delivers greater productive efficiency for the economy*" (In *Turn-around Third World Lessons First World Growth*. New York: Basic Books, 2013. p. 117).

atratividade e maior aplicabilidade, traduzindo uma dinâmica mais eficiente, adequada e transparente. Para Amartya Sen, essas liberdades negociais e os mecanismos de mercado são parte integrante do enriquecimento do processo de desenvolvimento.¹⁵ Entendemos, também, que o papel instrumental da liberdade negocial entre os agentes do sistema agroindustrial concerne ao modo como diferentes tipos de direitos, oportunidades e titulação contribuem para a promoção do desenvolvimento.

Assim o é uma vez que a trajetória normal de evolução do sistema financeiro é consequência direta das necessidades dos investidores e tomadores de produtos e serviços financeiros. Agora, são disponibilizados modernos instrumentos através da engenharia financeira, tecnologia¹⁶ que consiste na aplicação de modelos matemáticos e de negócios visando sintetizar novos produtos financeiros que envolvem muitas vezes o desdobramento de títulos – dividindo e alocando fluxos de caixa de um negócio jurídico visando segregar direitos creditórios em um novo título – ou agrupamento – combinando mais de um direito creditório –, criando um título composto.

Nesse sentido, este trabalho se propõe também formular uma definição mais adequada para o objeto agroindustrial (i.e., das atividades econômicas dentro dos chamados sistemas agroindustriais), e enquadrar essas novas fórmulas juridicamente hábeis ao estreitamento com o mercado de capitais, para melhoria do atual contexto de financiamento agrícola no Brasil. Destaca-se, assim, no terceiro e último capítulo, a securitização – através dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, entre as novas fórmulas negociais que informam as bases conceituais da titularização dos ciclos agrícolas traduzindo maior segurança do crédito privado.

Conclui-se necessário dentro do nosso sistema dar maior segurança ao crédito privado, representada na certeza e exigibilidade dos instrumentos e adequação a institutos jurídicos constitutivos e, ainda, a apresentação transparente aos riscos inerentes da atividade. Inevitável, aqui, confirmar os conceitos de funcionamento dos mercados agrícolas, bem como referir-se a atribuições e governança das instituições financeiras; na estruturação, escrituração, custódia e registro de títulos e valores mobiliários, inclusive, para melhor prever e ampliar o papel da regulação do sistema e ao mesmo tempo manter o estímulo a criatividade e a inovação financeira.

¹⁵ SEN, Amartya. *Desenvolvimento como liberdade*. São Paulo: Companhia das Letras, 2000. p. 41.

¹⁶ Ver também: SCRIBNER, Richard O. The technological revolution in securities trading: Can regulation keep up? In: *Technology and the regulation of financial markets, securities, futures and banking*. Washington: BeardBooks, 2003. p. 19.

Em artigo histórico na *Rivista di Diritto Commerciale* de Milão, em 1932, Tullio Ascarelli afirmava que, "se nos perguntassem qual a contribuição do direito comercial na formação da economia moderna, outra não poderíamos talvez apontar que mais tipicamente tenha influído nessa economia do que o instituto dos títulos de crédito".¹⁷ O fenômeno da instrumentalização do crédito – que proporciona a mobilização da riqueza – é função típica da atividade mercantil. Um comando vinculante e obrigatório que determina a produção de certos efeitos, cuja aplicação efetiva se traduz no ordenamento e na segurança das relações sociais. Contextualizando então o conceito econômico aqui estudado, as relações econômicas instrumentalizadas através de títulos de crédito e sua aplicação da tecnologia jurídica, valeria dizer que, seja qual for a relação, esta é passível de formalização em documentos que expressem *direitos* oriundos dos negócios que a engendraram.

Ainda, o Direito Comercial, enquanto interpretação da disciplina jurídico-privatística do exercício da atividade econômica, tende à análise dos fatos econômicos ou, especificamente, desses fatos de mercado.¹⁸ Pode-se vislumbrar então um *Direito do Mercado* como referência delimitadora do Direito Comercial, que mantém entre seus elementos: a) autonomia da vontade expressa na atividade negocial e claro propósito lucrativo e de resultados; b) economia de troca e função organizadora do empresário e; c) garantia da circulação da riqueza e do crédito.

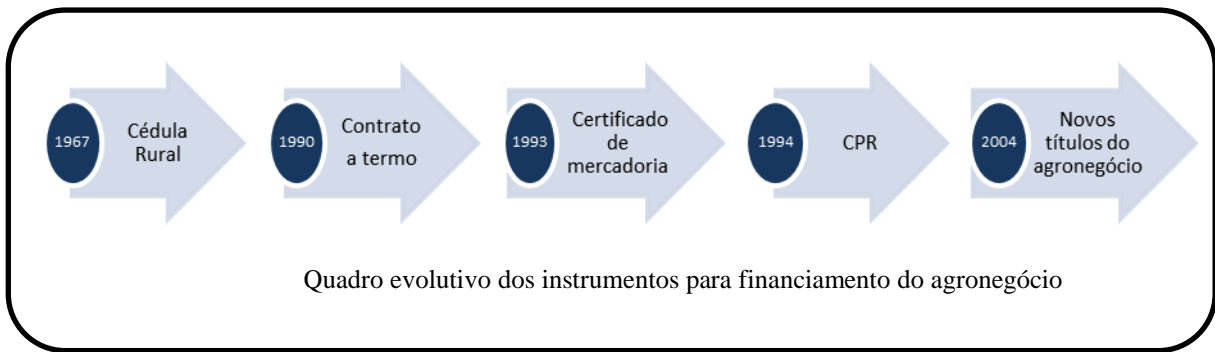
Falamos, assim, de uma inteligência no desenvolvimento de estruturação para a "mobilização das safras". Uma vez que esses *agronegócios*, representados na forma de contratos ou por títulos de crédito, impõem, além do elemento *temporal* entre seu ajuste e execução, a ampla noção do crédito como contraponto de *bens agrícolas* (insumos, produtos agrícolas em formação, beneficiamento ou industrialização, em transporte ou depositados etc.).¹⁹ Principalmente, aqui, nesse trabalho, no que concerne à circulação do crédito, logo, a sua inegável eficiência nessa transmissão de prerrogativas negociais é uma dimensão que não pode de forma alguma ser reduzida em sua análise.²⁰

¹⁷ ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda Editora, 2009. p. 33.

¹⁸ ALEGRIA, Hector. *Reglas y principios del Derecho Comercial*. Buenos Aires: La Ley, 2008. p. 5.

¹⁹ FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, vol. VIII, p. 79-80.

²⁰ Colocam-se, aqui, questões na relação do Direito e Economia. Neste sentido: ARIDA, Pérsio. A pesquisa em direito e em economia: em torno da historicidade da norma. In: ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (Org.). *Direito e economia – Análise econômica do direito e das organizações*. São Paulo: Campus, 2005.



Os títulos de crédito, portanto, são *instrumentos de mobilização indireta de riqueza*, destinados a tornar simples, rápida e segura a movimentação de seus direitos no chamado *tráfego jurídico-comercial*.²¹ Isso significa que, ao lado das formas tradicionais de circulação de riqueza, os títulos de crédito surgem como uma forma alternativa dessa circulação: o dinheiro, mercadoria ou crédito, então, no lugar de circularem diretamente, são representados por documentos que seguem uma eficácia e regime próprios de circulação, o que lhes assegura as significativas vantagens de simplicidade, celeridade e segurança nas transações comerciais.

O mercado de títulos tornou-se crucial e integrante do mercado financeiro e de capitais e são as maiores fontes de inovação dos ordenamentos recentes. Nessa abordagem do papel dos ativos financeiros para economia, é discutida a relação entre títulos e ativos reais, que efetivamente produzem, no contexto desse estudo, insumos, produtos agropecuários, subprodutos, fibras e alimentos aos mercados consumidores. O ordenamento jurídico do crédito pode influir decisivamente nos comportamentos do consumo, da poupança e no investimento e condiciona o jogo da concorrência, instrumentaliza a promoção do pleno emprego e serve aos ideais do desenvolvimento e do bem-estar.²²

Nesse sentido caberá a cada ordenamento jurídico situar-se em relação à questão do conceito e da extensão da ampla liberdade de circulação de capitais. Também, aqui, as tecnologias de informação desempenham papel especial na transferência dos estoques locais ou nacionais de ativos financeiros para o sistema de capital global, porque a maioria de ativos financeiros agora existe na forma de *bytes* criados, armazenados e transmitidos pelas tecnologias atuais.²³ As finanças modernas mobilizam grande parte dessa riqueza através de títulos de dívida ou participação das empresas espalhadas pelo mundo – os economistas

²¹ ANTUNES, José A. Engrácia. *Os títulos de crédito: uma introdução*, p. 11.

²² VIDIGAL, Geraldo Camargo. *Teoria Geral do Direito Econômico*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1997. p. 209.

²³ SHAPIRO, Robert J. *A previsão do Futuro: como as novas potências transformarão os próximos 10 anos*. Rio de Janeiro: Best Business, 2010. p. 171.

chamam esse processo de *titularização*. E nenhum setor se globalizou mais completamente que o setor financeiro em toda história recente no desenvolvimento dos mercados.²⁴

Tradicionalmente, o agronegócio é carente de recursos financeiros – muito em função da percepção dos riscos internos às atividades que o representam, conforme dissemos. Diversos fatores suscitam receio na oferta de crédito ao setor, desde aspectos totalmente além de qualquer forma de controle humano (clima, intempéries, quebras de safra, catástrofes naturais etc.), passando por elementos “conjunturais” (por exemplo, a falta de uma maior familiaridade do público com a dinâmica funcional do segmento), e ainda chegando a fatores sociais, econômicos e políticos. Nesse sentido, buscamos também afastar as falsas dicotomias constituídas nos últimos anos: agricultura *versus* indústria; agricultura *versus* meio ambiente; agricultura familiar *versus* agricultura empresarial. As políticas atuais devem trazer um caráter de transversalidade entre as questões macro e microssetoriais.

Um sistema financeiro eficiente permite oferecer aos poupadores as condições de retorno, risco e liquidez que atendam as suas preferências e transferir recursos ao setor real da economia em volume, prazo e custo compatíveis como o requerido para a realização dos investimentos. A diversificação de portfólios e a utilização de instrumentos com inovação tecnológica e a forma de administração de risco viabilizam a disponibilização de recursos para o desenvolvimento de setores específicos, uma vez que aumentam a velocidade de alocação de recursos e, normalmente, levam à diminuição dos custos de transação.²⁵

Essa criatividade da engenharia de novos produtos de investimento, como o Certificado de Recebíveis do Agronegócio, possibilita a criação de títulos com características de risco sob medida, promovendo a especialização na mobilização e alocação de recursos e impulsionando o crescimento econômico. Os ativos reais agroindustriais geram riqueza e os ativos financeiros representam o direito sobre a totalidade ou parte de tal riqueza. Os ativos financeiros determinam a forma de distribuição da propriedade dos ativos reais entre os investidores, no processo de securitização de direitos creditórios, e o mercado de capitais é muito eficiente para mobilizar a poupança. Cumprem-se, assim, as funções de facilitação da

²⁴ A tecnologia abrange o conjunto de conhecimentos aplicados pelo homem para atingir determinados fins. As inovações tecnológicas determinam, quase sempre, uma elevação nos índices de produção e um aumento de produtividade, e, por vezes, maior rentabilidade. A chamada Teoria da Inovação teve seu início com o economista e professor da Universidade de Harvard, o austríaco Joseph Schumpeter, com a edição da obra *The Theory of Economic Development*. Cambridge: Harvard University Press em 1934. Conceito que pode ser tratado como a adoção de novas tecnologias que permitem aumentar a competitividade de um produto ou serviço ou ainda à redução dos custos de transação.

²⁵ ANDREZO, Andrea F. e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 14-15.

negociação, diversificação e pulverização de riscos e a proteção do crédito na fluência de uma economia desenvolvida de mercado.

CAPÍTULO 1: POLÍTICAS PÚBLICAS E REGULAÇÃO DO AGRONEGÓCIO

1.1. EVOLUÇÃO DA ATIVIDADE E OS ATUAIS SISTEMAS AGROINDUSTRIAIS

É possível afirmar que as primeiras civilizações que se dedicavam à agricultura e ao pastoreio surgiram às margens dos rios Nilo, Tigre, Eufrates, Indo e Amarelo que, em razão das cheias regulares, depositam seus sedimentos no solo, fertilizando-o e tornando-o propício para o desenvolvimento da agricultura.²⁶ Com o passar do tempo, a produção agrícola aumentou devido à utilização da irrigação, bem como pelo melhor aproveitamento da terra e pela diversificação de culturas. Em razão da melhoria no cultivo e criação de animais, os lavradores passaram a produzir mais do que era consumido por suas famílias e animais, o que levou as comunidades a acumular riquezas e a realizar outras atividades relacionadas à produção agropecuária de caráter comercial.

Com a queda do Império Romano do Ocidente, a maioria das terras agrícolas da Europa Ocidental e Central estava dividida em áreas conhecidas como “feudos”, que consistiam apenas em uma aldeia e várias centenas de acres de terra arável que a circundavam, nas quais o povo da aldeia trabalhava. Foi na Idade Média que surgiu o que podemos chamar de agricultura organizada, pois nos campos europeus foram desenvolvidas culturas de cereais e forrageiras, enriquecidas pela introdução de novas espécies trazidas de outros continentes, como a batata e o milho, que eram cultivados nas regiões temperadas da América do Sul, da Austrália e da Nova Zelândia.

Nos primórdios do feudalismo, a terra por si só constituía a medida da riqueza do homem, mas com a expansão do comércio o dinheiro alterou substancialmente a forma de relação na exploração da atividade agrícola e introdução de uma economia monetária. Surge, então, uma classe média que, para ampliar o campo de suas operações e aumentar os lucros, empregava o dinheiro na economia agrícola. A crescente concentração populacional nas cidades levou ainda mais um ciclo de divisão de trabalho na necessidade de obter do campo o suprimento de alimentos. A produção agrícola foi aumentada pelo uso intenso de novas

²⁶ Note-se que o próprio surgimento de ordenamentos jurídicos gerais decorreu de razões econômicas, como a necessidade dos povos desses grandes rios disciplinarem o uso da água, mormente para a atividade agrícola, o estabelecimento das medidas de tempo, de pesos e medidas, e o financiamento das obras de infraestrutura de elevado custo (GIANNINI, Massimo Severo. *Diritto Pubblico dell' Economia*. Bologna: Il Mulino, 1995. p. 21-22). Tratando especificamente do Egito, Maurice Duverger assinala que "as condições geográficas deram ao Egito um avanço considerável na evolução dos sistemas políticos: o excepcional rendimento das terras inundadas pelo rio permite manter um aparelho de Estado centralizado, o qual era indispensável, por outro, para uma irrigação racional" (*Sociologia da Política*. Coimbra: Almedina, p. 348).

técnicas e aumento da extensão de áreas cultivadas, o que fez surgir uma nova concepção de propriedade agrária, determinando o fim do antigo modelo feudal.

Nesse momento encontramos a primeira manifestação agrícola organizada. Ao mesmo tempo, nas regiões tropicais, foi desenvolvido o cultivo de produtos para exportação, principalmente os produtos mais procurados pelos europeus, como o açúcar, o algodão, o café, o cacau etc. Nessa época, os europeus perceberam que deveriam procurar um caminho alternativo para as Índias, de onde os mercadores árabes traziam valiosos artigos, como tecidos e especiarias. Surgiram também outros produtos de grande aceitação comercial, o que despertou o mundo feudal quanto às formas de cultivo e de comercialização praticados, passando, a partir daí, a desenvolver o comércio de outra forma e a buscar novas terras para colonização e exploração. Os portugueses partiram na frente e, à medida que passava o século XV, o Brasil mais se aproximava do seu horizonte histórico. Para colonizar o Brasil, os portugueses se valeram da experiência no cultivo da cana na produção de açúcar, utilizando, para isso, mão de obra escrava.

A experiência adquirida pelos portugueses tinha sua origem no cultivo de lavoura de cana na Ilha da Madeira e São Tomé, atividades que tiveram êxito até a segunda metade do século XV, época em que os venezianos ainda conservavam intactas suas fontes de abastecimento do Mediterrâneo Oriental. Contudo, em primeiro lugar, a metrópole explorou o pau-brasil, atividade econômica desenvolvida por mais de 370 anos, até que o corante extraído da madeira deixou de interessar à indústria têxtil. Posteriormente, a cultura da cana tornou-se a principal atividade, sendo explorada por vários séculos, e muitas vezes o valor das exportações de açúcar era maior que o das remessas de ouro e de pedras preciosas para a metrópole. Os portugueses produziam também a cachaça e o tabaco, produtos que eram trocados por escravos, e, em menor escala, exploravam o algodão e o cacau.

No período colonial, a agricultura de exportação foi parte do novo processo mundial de expansão capitalista, pois na época predominavam o monopólio e a exclusividade da metrópole para o comércio de tudo o que era produzido. O tabaco foi apenas o prelúdio da riqueza que o Brasil viria proporcionar à Casa de Bragança. Havia um fluxo proveniente dos portos atlânticos da América do Sul com destino a Portugal de açúcar, peles, ervas medicinais, diamantes e madeira maciça, o pau-brasil. Empregava-se o sistema do uso extensivo do solo e de técnicas rudimentares para a produção de alguns gêneros, o que causava prejuízos à economia da colônia, pela exaustão da terra.

O sistema de cana-de-açúcar da época processava a cana e exportava o açúcar, produto líder das exportações até as primeiras décadas do século XIX. Em meados do século XVIII, algodão, tabaco e cacau foram exportados e, no século XIX, surgiu um produto novo, o café. Primeiro foi plantado na região do Vale do Paraíba fluminense e paulista, bem como no sul de Minas Gerais, depois, nos anos de 1870 e 1880, no oeste paulista e sudeste de Minas Gerais. O café suplantou o açúcar como principal produto de exportação, posição que foi mantida até os anos 1930. Outro produto importante foi a borracha, explorada na região amazônica, com importante participação nas exportações brasileiras, principalmente no final do século XIX e início do XX.

No contexto mundial, o declínio completo de uma agricultura ultrapassada no mundo desenvolvido foi mais um motivo para o rápido crescimento da produtividade. Esse processo foi socialmente doloroso, mas, sem dúvida, aumentou a eficiência econômica. Antes da Primeira Guerra Mundial, cerca de 1/3 da população de um país industrial padrão era formado por produtores agrícolas. No fim da Segunda Guerra Mundial, essa proporção caiu para menos de 1/6 e diminuía de forma rápida. Tal tendência era evidente até mesmo nos dois casos mais extremos: a França agrária e a Grã-Bretanha industrial. A migração dos trabalhadores das atrasadas fazendas para as avançadas indústrias e serviços, em geral, aumentou a produtividade – embora tenha em parte destruído o estilo de vida e as comunidades rurais, incluindo equipamentos agrícolas, estava intimamente ligado à modernização da agricultura.

A mecanização da produção agrícola norte-americana aumentou de forma radical a possibilidade de alguns poucos trabalhadores cultivarem em grandes fazendas. Entre a Primeira Guerra Mundial e o fim da década de 1940, a produção por fazendeiro disparou nos Estados Unidos. Por volta de 1915, cada agricultor demorava uma hora para produzir um *bushel* de trigo, 1/3 de um *bushel* de milho ou três *bushels* de algodão. Trinta anos mais tarde, um único homem podia produzir três vezes mais trigo e milho e o dobro de algodão durante esse mesmo tempo. Os rendimentos por hectares não aumentaram muito no decorrer do período, mas a introdução de equipamentos reduziu drasticamente a necessidade de trabalhadores agrícolas.

A agricultura europeia, já deficiente por causa da Primeira Guerra Mundial, sofreu ainda mais com as importações de produtores mais eficientes do Novo Mundo, da Austrália e dos países em desenvolvimento. Antes da guerra, a Europa produzia 56% do trigo mundial, mas até o fim da década de 1920 passou a produzir apenas 39%. Mesmo em termos absolutos,

a produção europeia de grãos encolheu: no total, a produção de trigo sofreu uma redução de 20% em 15 anos, de pouco antes da Primeira Guerra Mundial ao fim da década de 1920. A agricultura europeia mais extensiva, como a produção de grãos, sobreviveu apenas por causa dos subsídios da agricultura do governo e da proteção comercial.

Apesar de a experiência europeia ter sido menos dramática que a americana, no continente milhões de produtores agrícolas também abandonaram as zonas rurais e foram para as cidades. A vida rural típica europeia não sobreviveu ao agressivo ataque em conjunto de alimentos importados, mecanização e automóveis. Alguma produção agrícola tradicional foi mantida ao longo da década de 1950, principalmente nas áreas mais atrasadas ou por meio da ajuda financeira dos governos. Contudo, a Europa não era mais agrícola. De forma brutal, os trabalhadores norte-americanos e europeus foram obrigados a sair de onde eram abundantes e rumar para onde eram necessários.

A formação da economia agrícola brasileira teve caráter empresarial. Esta antecede ao próprio país, pois não resultou da necessidade de subsistência de populações que se houvessem fixado no território. A população imigrou exatamente porque era viável organizar a agricultura de exportação. Desta forma, não foi a escassez de terra, como na Europa, ou de mão de obra, como nos EUA, o que condicionou a evolução da estrutura agrária, e sim a escassez de capital e de capacidade empresarial. Desta forma, criou-se a forma de organização empresarial agrícola com base em grandes propriedades rurais.

Em decorrência da abertura dos portos brasileiros, em 1808, houve a derrocada do sistema colonial. Superado o exclusivismo português, iniciou-se o processo de internacionalização do Brasil, o que deu aos principais centros da ex-colônia, especialmente os portuários, um caráter cosmopolita. Ao longo do século, houve um despertar geral de consciência em torno da possível constituição de um Estado Moderno, com a consequente organização e melhoria do comércio, desenvolvimento dos meios de transporte e de comunicação, bem como a instalação de indústrias e investimentos na produtividade agrícola. Lavouras como as de café, cana, algodão, borracha, cacau e fumo respondiam por mais de 85% das exportações, mesmo com a falta de comunicação entre as regiões produtoras e a formação de novos centros econômicos. Assim, aleatoriamente surgiram regiões em que predominava o cultivo do café, como em São Paulo e Rio de Janeiro, áreas de produção de cacau, na Bahia, e áreas de produção de cana, em Pernambuco.

Em decorrência da acelerada industrialização ocorrida entre 1930 e 1980, o Estado brasileiro foi reestruturado, e suas áreas de atuação, ampliadas. Nesse período, ocorreram dois

fatos econômicos marcantes na economia interna e internacional: excesso de produção de produtos agrícolas destinados à exportação e o *crash* de 1929, com a consequente desaceleração da economia mundial. Com o Estado ditatorial após 1930, foram criadas diversas autarquias com a finalidade de regular os vários setores da economia agrária, como o Instituto do Açúcar e do Alcool (IAA), para a indústria açucareira, e o Instituto Brasileiro do Café (IBC), para o café, além de uma política de controle da produção, que comprava e estocava o excedente.

A partir da década de 1960, com a expansão das fronteiras agrícolas, preconizada desde 1930, e a execução do plano de metas elaborado pelo governo JK, concretizou-se a projetada industrialização do Brasil, com o surgimento de moderno parque industrial e políticas voltadas para a condução de uma nova agricultura de exportação. O regime militar resgatou tais propostas, transformando-as em políticas públicas voltadas para a criação de uma agricultura altamente técnica, eliminando-se o atraso existente no setor, que era mantido estagnado pela falta de modernas políticas de produção. As novas diretrizes consistiam na expansão das fronteiras agrícolas, concessão de créditos e subsídios para o setor, utilização de modernas tecnologias e privilégios aos produtos de exportação ou vinculados a programas energéticos, como o Proálcool.

As transformações ocorridas na década de 1960 foram chamadas propriamente de *Revolução Verde*. Essas mudanças diziam respeito ao intenso processo de mecanização da agricultura e da pecuária, o que pôde ser percebido pela quantidade de máquinas e fertilizantes usados e também pelo grande consumo de sementes selecionadas, rações, medicamentos veterinários etc., empregados nas diversas fases de cultivo e criação de animais. Em consequência, os novos produtores rurais, adotando o novo padrão econômico, bem como dominando modernas técnicas de produção e execução das atividades produtivas, fizeram surgir um novo padrão socioeconômico do meio rural.

A partir dos anos 1980, já se notava a nova realidade do setor rural e de sua exploração em moldes empresariais de caráter agroindustrial.²⁷ O processo de industrialização proporcionou consideráveis ganhos de produção, principalmente nos setores voltados para o comércio agrícola mundial. O atual mundo agrícola não é mais pensado como um modelo fechado, mas desenvolvido pela formação de sistemas compostos por empresas fornecedoras

²⁷ Ver ainda: HENSON, Spencer; CIANFIEDL, John. Building The Political Case for Agro-Industries and Agribusiness. In: *Developing Countries in Agribusiness in Development*. FAO and UNIDO, 2009: "Since the early 1990s, there has been a rapid process of agro-industrialization in many developing countries, characterized by the establishment of private and formal sector firms across an increasing array of food and non-food sectors, restructuring of the entire agribusiness complex.", p. 13.

de insumos, por produtores rurais, por indústrias processadoras, distribuidores, armazéns, certificadoras, operadores logísticos, visando atender ao consumidor em suas novas e crescentes demandas, com a necessária participação tanto de agentes públicos quanto do mercado financeiro.²⁸

A crescente implantação de sistemas agroindustriais permitiu a integração de capitais agrícolas, comercial, industrial e financeiro que, hoje, mostram a evolução do mercado agrícola. O novo conceito trouxe métodos para a transformação da agricultura tradicional, associando a isso a constante preocupação dos empresários com a gestão administrativa e econômica, a colaboração de profissionais especializados nas diversas atividades do setor agroindustrial, principalmente os especializados no controle e formação do preço dos produtos, aumentando, com isso, as perspectivas de lucro. Buscando a produtividade e eficiência, sem com isso diferenciar pequenas empresas de grandes companhias.²⁹

Em um contexto amplo, a modernização da agricultura refletiu-se na expansão do trabalho assalariado no campo e no considerável aumento no uso de equipamentos, como tratores, máquinas e insumos agrícolas, reflexos do progresso técnico.³⁰ Um sistema de produção é definido a partir da identificação de determinado produto final, em que são utilizados processos técnicos, comerciais e logísticos necessários. Procurando sistematizar as características da cadeia ou sistema industrial, podemos destacar: a) sucessões de operações de transformação encadeadas passíveis de serem separadas ou ligadas entre si por um procedimento técnico; b) conjunto de relações comerciais e financeiras que estabelecem, entre todos os estágios de transformação, um fluxo de troca entre fornecedores; c) conjunto de ações econômicas que permitam a valorização dos meios de produção e assegurem a articulação de operações. Todo processo de transformação da agricultura acompanhou a evolução do setor agrícola norte-americano.

Nas conclusões aos estudos dos professores da Universidade de Harvard, John Davis e Ray Goldberg, surgiu, em 1957, o termo *agribusiness*, que coloca a matriz insumo-produto no centro dos negócios agrícolas, matriz esta derivada da utilização de diversos processos produtivos e de serviços na nova realidade da agricultura. Segundo esses autores, *agribusiness*

²⁸ McCULLOUGH, Ellen B.; PINGALI, Prabhu L.; STAMOULIS, Kostas G. *The transformation of agri-food systems: globalization, supply chains and smallholders farmers*. London: Earthscan, 2008. p. 87.

²⁹ NEVES, Marcos Fava; CASTRO, Luciano Thomé e. *Agricultura integrada*. p.2.

³⁰ Assim, a visão do processo agrícola como sistema integrado, representado pela fusão da cadeia rural com a agroindústria, integrou-se às empresas processadoras de alimentos e às exportadoras, utilizando-se de financiamentos para o seu desenvolvimento, trazendo uma nova dinâmica, refletida por meio do setor industrial e de agroenergia. As unidades produtoras passam a se especializar e a orientar sua produção para o mercado. A especialização passou a ser elemento cada vez mais importante, buscando sempre as economias de escala, trazendo redução nos custos de produção com vantagens competitivas para os produtores rurais.

é: “[...] a soma das operações de produção e distribuição de suprimentos, das operações de produção nas unidades agrícolas, do armazenamento, processamento e distribuição dos produtos agrícolas e itens produzidos a partir deles”.³¹⁻³²

Neste sentido, Goldberg prossegue este entendimento ao afirmar que

“the agribusiness commodity systems approach makes use of discipline that (1) design and analyze the agribusiness environment; (2) set forth the structure and operations of a particular commodity system in the larger environment; and (3) relate the specific operations of a firm or institution to the total vertical commodity system and to the ultimate purpose of that system, namely, to provide food in an efficient, nutritionally acceptable, and socially desirable manner.”³³

Isso significa que o termo agricultura, que abrange as operações dentro da porteira, vai ganhando especificidade com o desmembramento dessas atividades para antes da porteira e após a porteira. Hoje, perde força o termo agricultura em referência às atividades de plantio, condução ou manejo e colheita e produção de animais. O conceito de agronegócio visa dar amplitude ao termo agricultura, para antes da porteira e pós-porteira em todas suas relações jurídicas representativas de desdobramentos econômicos.³⁴

O complexo agroindustrial, a nosso ver, não é utilizado somente para a produção de alimentos, embora os produza e os comercialize, mas implica também a produção de fibras (madeira, couro, bagaço etc.). A isso podemos acrescentar as operações de fornecimento de insumos, o armazenamento, o processamento e a distribuição de produtos agrícolas e derivados para consumo. Assim, no contexto socioeconômico atual, o agronegócio é mais do que um marco conceitual que delimita os sistemas integrados de produção de alimentos, fibras e biomassa, operando desde o melhoramento genético até o produto final, no qual todos os agentes que se propõem a produzir matérias-primas agropecuárias devem fatalmente se inserir, sejam eles pequenos ou grandes produtores, agricultores familiares ou patronais, fazendeiros ou assentados.³⁵

³¹ DAVIS, J. H.; GOLDBERG, R. A. *A concept of agribusiness*. Boston: Harvard University, 1957. p. 156.

³² Écio Perin Júnior afirma que a “interatividade entre o Direito e a Economia, portanto, fica evidente, sobretudo diante da expansão dos conceitos econômicos no plano internacional e a importância que tais circunstâncias passam a ter na política interna dos países”. As influências das transformações do Estado contemporâneo para o surgimento e aplicabilidade da responsabilidade social corporativa no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de, WARDE JR., Walfrido J.; GUERREIRO, Carlina (coords.). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013. p. 462.

³³ GOLDBERG, Ray A. *Agribusiness management for developing countries - Latin America*. Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1974. p. 5.

³⁴ ALLEN, Douglas W.; LUECK, Dean. *The Nature of the Farm: contracts, risks and organization in agriculture*. Massachusetts: MIT Press, 2003. p. 167.

³⁵ No Brasil, o estudo dos sistemas agroindustriais também foi influenciado no modelo de cadeia agroalimentar (filière) criado na França. A Escola igualmente destaca a convergência dos segmentos antes, dentro e depois da

Os reconhecidos professores da Universidade de Harvard propõem, para que haja uma economia dinâmica, a análise do fluxo de bens e serviços por meio dos agentes econômicos. Nessa proposta, além dos preços, os contratos desempenham um papel relevante como ferramenta de coordenação dos sistemas agroindustriais. Os autores consideram que os agentes privados e governamentais exercem importante influência sobre o SAG, destacando os efeitos das políticas agrícolas e dos mecanismos de intervenção (controle de preços, produção, comercialização, entre outros) sobre o ambiente institucional. O sistema pode, assim, ser conceituado como um conjunto de conhecimentos ordenados, seguidos de determinados princípios. Entendemos que o sistema é um conjunto de relações contratuais e institucionais de caráter dinâmico dos integrantes da atividade econômica agroindustrial.

O consumidor é o ponto de convergência de todo o sistema e tem sido cada vez mais exigente com relação aos bens e serviços adquiridos, o que leva à necessidade da harmonização do fluxo de informações entre os elos de comercialização e a participação do estabelecimento em uma estrutura mais complexa que contemple as funções e responsabilidades de cada agente ao longo do sistema. Ainda nesta relação, quanto à distribuição e ao varejo, observa-se que, devido à expansão das grandes redes varejistas e atacadistas e à volumosa quantidade de informações de que se dispõe sobre as preferências do consumidor, torna-se importante a coordenação do sistema agroindustrial, o qual deve permitir o gerenciamento da alocação e qualidade dos produtos.

Em relação à agroindústria, deve-se adequar seus padrões de qualidade aos exigidos pelos clientes, os varejistas, e disseminar tais padrões aos seus fornecedores, os produtores primários. Com respeito a estes, embora muitos deles, sobretudo no Brasil, ainda tenham dificuldade de acesso a recursos financeiros e não recebam informações sobre o funcionamento do sistema agroindustrial, pode-se dizer que já iniciaram a modernização das atividades, adotando ferramentas de gerenciamento e interagindo com o setor de insumos e implementos.

Portanto, avançando nas definições econômicas anteriormente colocadas e na tradução do âmbito legal ou ordem jurídica, o agronegócio compreende o conjunto organizado de atividades econômicas que envolve a fabricação e o fornecimento de insumos, a produção, o processamento e armazenamento até a distribuição para consumo interno e internacional de

porteira da fazenda. Mas o conceito francês privilegia as relações tecnológicas, enquanto o SAG(s) enfatiza a coordenação (FARINA, Elizabeth M. M. Q. Abordagem sistêmica dos negócios agroindustriais e a economia de custos de transação. In: FARINA, Elizabeth M. M. Q.; AZEVEDO, Paulo Furquim de; SAES, Maria Sylvia Macchione (org.). *Competitividade: mercado, estado e organizações*. São Paulo: Singular, 1997).

produtos de origem agrícola, pecuária, de reflorestamento e de aquicultura, ainda compreendidas as bolsas de mercadorias e futuros e as formas próprias de financiamento, sistematizadas por meio de políticas públicas específicas.

Nesse contexto, de forma sistemática e de acordo com o projeto de Lei do Senado n. 487, de 2013, que trata da reforma do Código Comercial, nos artigos 681 e 682, agronegócio

“é a rede de negócios que integra as atividades econômicas organizadas de fabricação e fornecimento de insumos, produção, processamento, beneficiamento e transformação, comercialização, armazenamento, logística e distribuição de bens agrícolas, pecuários, de reflorestamento e pesca, bem como seus subprodutos e resíduos de valor econômico. Ainda, incluem-se no agronegócio: I – os contratos de financiamento e títulos de crédito a ele relacionados; II – as operações de precificação e sua proteção realizadas em mercado de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros; e III – a gestão de risco agrícola ou agroindustrial, bem como os instrumentos contratados junto ao mercado segurador.”

De outro modo, e de acordo com o artigo 683 excluem-se do regime jurídico da atividade empresarial do agronegócio a exploração da terra de caráter extrativista em regime de economia familiar, por agricultor familiar ou empreendedor familiar, na qual não ocorra a comercialização da extração ou produção. Tal conceituação permeia em vários de seus elementos o estudo desenvolvido nesse trabalho.

1.2. REGIME JURÍDICO DO AGRONEGÓCIO

O conceito imediatamente anterior, item 1.1. acima, abre o ângulo de análise para o regime jurídico do agronegócio. O Direito apresenta-se não apenas como elemento de sociedade, mas também como contexto social normatizado, impregnado de relações econômicas atuais. Se o Direito é condicionado em grande parte pela estrutura econômica, também é verdade que com ela interage dialeticamente em um processo de ação e reação recíprocas. Economia e Direito influenciam-se de um modo complexo, constante e dinâmico, como a infra e superestrutura de um mercado.

Assim, o fenômeno econômico deve ser apreendido na sua integração com as normas, as valorações concretizadas em cada sistema. O caráter orgânico das realidades que compõem a atualidade econômica e a necessidade de ordenação lógica para melhor compreensão dos elementos retirados desta, sob utilidade científica e conveniência pedagógica, levam à

formação do conceito de sistema. Sistema pode, então, ser conceituado como um conjunto de conhecimentos ordenados seguido de determinados princípios.

A concepção do ordenamento jurídico como um sistema de normas demonstra claramente o vínculo existente entre a aplicação das normas jurídicas positivas do meio econômico-social. Assim, podemos caracterizar sistema de normas como complexo de atos jurídicos de criação e aplicação de preceitos jurídicos positivos. Um sistema não é, portanto, uma realidade, mas, simplesmente, o modo de ver a realidade de determinado setor da economia ou mercado específico.

É a ciência do Direito que constrói o sistema, descrevendo por meio do princípio metódico da imputação as relações e a interdependência existente entre os comandos, com o objetivo de reduzi-los a uma unidade inteligível, condicionados mutuamente de modo unitário. O caráter instrumental do Direito corresponde à função que a sociedade atribui às regras jurídicas de servir como ferramenta para disciplinar as condutas de acordo com o interesse social. Assim como na atividade econômica, o Direito prescreve comandos normativos próprios e específicos reguladores também das relações das empresas entre si e entre estas e o Estado.³⁶

A distinção entre direito público e direito privado remonta ao direito romano clássico, que atribuía ao primeiro às matérias do Estado, e ao segundo, os interesses individuais. Essa divisão jamais significou quebra da unidade sistemática do Direito, tampouco a criação de dois domínios apartados e incomunicáveis. A demarcação conceitual entre direito público e direito privado é mais típica dos sistemas fundados na tradição romano-germânica do que da Common Law, tem base científica sustentável e é de utilidade didática. Assim, é possível formular a distinção levando em conta, fundamentalmente, três fatores verificáveis na relação jurídica: (i) os sujeitos; (ii) o objeto; (iii) a sua natureza. Nenhum deles é autossuficiente, exigindo complementação recíproca. Tomando como critério os sujeitos da relação jurídica, tem-se que, caso ela se estabeleça entre particulares (indivíduos ou pessoas jurídicas de direito privado), será naturalmente regida pelo direito privado.

Todavia, se em um ou em ambos os polos da relação figurar o Estado ou qualquer outra pessoa jurídica de direito público, estar-se-á, como regra, diante de uma relação jurídica de direito público. No tocante ao objeto ou conteúdo da relação jurídica, deve-se levar em conta o interesse preponderante tutelado pela norma. Se ela visar, predominantemente, à proteção do bem coletivo, do interesse social, estará no âmbito do direito público. Por fim, há

³⁶ BURANELLO, Renato M. A autonomia do direito no agronegócio. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, ano XLVI, nova série, n. 145, p. 185-193, jan./mar. 2007.

a questão da natureza jurídica da relação, na qual o Estado, como regra, atua no exercício do seu poder de *imperium*, estabelecendo uma relação de subordinação do particular, traço comum das relações de direito público. Já no direito privado, a regra é a igualdade jurídica entre as partes, dado que as normas jurídicas desempenham um papel de coordenação.

A progressiva superação do liberalismo puro pelo intervencionismo estatal trouxe para o domínio do direito privado diversos princípios limitadores da liberdade individual e do primado da vontade, denominados princípios de ordem pública. Ao longo do século XX, todavia, as novas demandas da sociedade tecnológica e a crescente consciência social em relação aos direitos fundamentais promoveram a superposição entre o público e o privado. No curso desse movimento, opera-se a despatrimonialização do direito civil, ao qual se incorporam fenômenos como o dirigismo contratual e a relativização do direito de propriedade, tornando ainda mais questionável a distinção em destaque. Reforça-se, então, o caráter uno do Direito, mas o seu estudo em disciplinas ou subáreas faz-se por motivos didáticos, para a mais adequada identificação e comparação de seus elementos. Na intenção de aprimorar o conhecimento sobre uma determinada área e melhor regular suas relações, identificam-se comandos específicos que viabilizarão tal tarefa.

Os sistemas agroindustriais desenvolvem mecanismos de estabilização, isto é, centros integradores de sentido próprio que conferem certa unidade para determinadas interações econômicas ou operacionais através de contratos. Assim, com intuito de melhor aferir o objeto de seu estudo, o intérprete faz um recorte metodológico em relação à área a ser investigada, a fim de desenvolver com maior precisão o detalhamento do tema. Cabe ao intérprete das referidas regras, por intermédio de um trabalho hermenêutico, identificar no respectivo enredo normativo e dele extrair um subconjunto de normas que apresentem unidade e harmonia, formando um ramo do Direito, para, assim, chegar-se a um conjunto sistematizado de normas que lhe dê identidade.

Dessa forma, posto o acento nas diversas funções que as regras de um ordenamento jurídico desempenham, nota-se, entre elas, a disposição de tornar possível a coexistência de interesses divergentes, por meio da delimitação de esferas singulares de liberdade, e possibilitar a composição de interesses convergentes, mediante a designação de papéis específicos para que se atinja o fim comum. Parece-nos que, para o conjunto de normas jurídicas que regulam o agronegócio, já se podem destacar interesses específicos e convergentes, direcionando necessária autonomia didática, contudo ainda impregnado ao arranjo do direito agrário.

O direito agrário é sistemático porque forma um todo organizado em que princípios informam a aplicação das regras, e estas, assim como aqueles, relacionam-se entre si, devendo ser interpretados todos em conjunto. Tais normas regulam a organização das pessoas e dos bens envolvidos na consecução da atividade agrária, entendida, segundo a melhor doutrina, como a atividade centrada em um ciclo ou processo de exploração econômica da terra, a qual se constitui pela organização das pessoas e dos bens envolvidos na produção de vegetais e de animais destinados ao consumo.

Compreende, assim, as realidades relacionadas ao trabalhador rural e à forma de utilização da terra (reforma agrária, usucapião agrário e imposto territorial rural); sempre de acordo com um contexto geral da função social da propriedade. Assim, as questões relativas à posse e ao uso da terra acabaram consolidando um capítulo especial da ciência jurídica, no qual reside a função social da propriedade rural, a teoria da reforma agrária, etc.

Na maioria das legislações, o direito agrário é dotado de autonomia legislativa, científica e didática. A ciência do direito agrário tem como objeto o próprio direito agrário enquanto conjunto de normas, dotado de autonomia legislativa prevista na Constituição. Essa autonomia garante a autonomia científica e, por conseguinte, a didática. Cumpre, assim, analisar o fundamento de sua especialidade, a teoria da agrariedade, que tem seu centro no fundo agrário, ou melhor, na exploração da terra desenvolvida pelo homem, utilizando bens instrumentalizados para tal. Na atividade agrária, esse fim é a produção resultante do cultivo de vegetais e da criação de animais voltada ao consumo humano, direto e indireto, eis a clara aglutinação do aspecto fundiário do direito agrário.

No Brasil, a atividade extrativa vegetal e certos casos de atividade extrativa animal (como a pesca artesanal) constam do rol das atividades consideradas, por lei, agrárias. A Constituição Federal de 1934, art. 5º, inciso XIX, alínea *c*, já fazia menção à competência da União para legislar sobre normas fundamentais de direito rural. Porém, àquela época, o chamado direito rural era considerado, em doutrina, mero capítulo do direito civil. Aliás, a própria designação rural, em vez de agrário, estava eivada da noção fundiária civilista. Não se podia falar de um direito agrário tal como é estudado hoje. Este só ganhou consagração efetiva na década de 1960, por meio da Emenda Constitucional n. 10 à Constituição Federal de 1946, lançando as bases para a entrada em vigor do Estatuto da Terra na Lei n. 4.504, de 31 de novembro de 1964.

No início daquela década, o governo brasileiro havia assinado, com outros países latino-americanos, o Compromisso de Punta del Leste, empenhando-se para promover uma

reforma integral em sua estrutura fundiária, tendo em vista os princípios da justiça social e da função social da terra. Graves problemas de distorção fundiária assolavam o país de norte a sul, enquanto ligas camponesas exerciam forte pressão por mudanças no campo. O presidente Castello Branco, na mensagem n. 33 aos senhores membros do Congresso Nacional, em 26 de outubro de 1964, encaminhando o projeto do Estatuto da Terra para aprovação, já alertava para a necessidade de uma reforma de nossas estruturas agrárias, constatando que, no Brasil, um indivíduo ativo na agricultura provia alimentos para cinco outros, enquanto na França, Canadá e Estados Unidos a relação era de um para dez, um para vinte e um para trinta, respectivamente. Havia urgência na consolidação de uma legislação agrária adequada para colocar o país no eixo da produtividade e do progresso social. A Emenda datada de 10 de novembro de 1964, verdadeiro marco na técnica e sistemática legislativa nacional, alterou o inciso XV, alínea *a*, do art. 5º da Constituição de 1946, assim determinando: “Art. 5º. Compete à União: XV – legislar sobre: a) direito civil, comercial, penal, processual, eleitoral, aeronáutico, do trabalho e agrário”.

O direito agrário ganhou reconhecimento, sendo consagrado por todas as constituições posteriores. Disso faz prova o teor do art. 8º, inciso XVII, alínea *b*, da Constituição Federal de 1967, permanecendo em idêntico artigo, inciso e alínea na redação dada pela Emenda Constitucional n. 1/69. Foi, porém, com a Constituição Federal de 1988 (CF) que esse ramo especial teve significativa previsão, dedicando-se um capítulo inteiro, no título da ordem econômica, para a sua regulação. É o que se observa no Capítulo III do Título VII da Constituição, sob a denominação Da Política Agrícola e Fundiária e da Reforma Agrária (arts. 184 a 191). Confirmando a especialidade, bem como sua autonomia legislativa, científica e didática, o inciso I do art. 22 da Constituição atual é taxativo, pois dispõe que compete privativamente à União legislar sobre direito agrário.

A CF reconheceu, de forma muito nítida, a importância do direito agrário para o desenvolvimento do país, regulando de modo especial vários de seus princípios e institutos. A presença do ramo agrário no universo jurídico brasileiro é uma realidade irrefutável e irreversível, com forte influência na consecução dos fins estabelecidos pelo Estado. O direito agrário coloca-se, principalmente, no uso racional da terra. Complementar às disposições constitucionais, a Lei n. 8.171, de 17 de janeiro de 1991, dispõe sobre a política agrícola, define os objetivos e as competências institucionais e estabelece as ações e instrumentos da política agrícola. O fundamento constitucional do direito agrário visa à realização da justiça social por meio da reformulação do sistema fundiário com base na função social da

propriedade. Assim, Fernando Pereira Sodero destaca o aspecto publicístico do direito agrário na análise de dois dos principais elementos caracterizadores, oportunidade de acesso à propriedade e função social, com os reflexos da atividade agrária na subsistência e alimentação da população e no abastecimento de matérias-primas fundamentais.

A utilização da terra como fator de produção, a prevalência da noção de fundo social da terra, a estimulação ao aproveitamento econômico do solo e a instituição de mecanismos próprios de acesso à terra, inclusive a desapropriação, entre outros objetivos nitidamente evolucionistas, compõem a gama de pressupostos inspiradores da referida regulamentação específica, que se mantém no ramo autônomo denominado direito agrário. Nesse ramo, também há a tutela, por exemplo, do Módulo Rural (art. 65 do Estatuto da Terra), dos Sistemas de Manejo do Solo Rural (Lei n. 6.225, de 14 de junho de 1975), dos Serviços de Inspeção e de Defesa Sanitária Agropecuária (Lei n. 8.171, de 17 de janeiro de 1991; Lei n. 569, de 1º de junho de 1948), da Questão Fundiária Brasileira (arts. 184, 185 e 186 da CF; Decreto n. 55.891, de 31 de março de 1965; Lei n. 5.868, de 12 de dezembro de 1972; Lei n. 8.629, de 25 de fevereiro de 1993) e do Direito do Trabalho no Âmbito Rural (Convenção n. 14 de 1975 da Organização Internacional do Trabalho; Lei n. 5.889, de junho de 1973).

Contudo, nos parece claro que a prevalência de critérios publicísticos do direito agrário no aspecto de intervenção Estatal na atividade agrária, que coordena a propriedade rural, a sua função social na estabilidade e no desenvolvimento social e econômico do homem rural, não afeta a constatação atual de um contexto econômico privado de atividade agrícola. Às transações atuais de mercado responde a modernização da agricultura, que se encontra basicamente na mudança da base teórica da produção agrícola de subsistência para o sistema econômico, como o modelo de novos atores. Em outras palavras, ocorre uma transformação da produção artesanal camponesa em uma agricultura consumidora de insumos (*inputs*) e com elevado grau de intensidade.

O processo de modernização pode ser aquilatado pela elevação do consumo intermediário na agricultura. Mercados também têm custos associados ao seu funcionamento, surgindo a possibilidade para ampliar os preceitos neoclássicos de minimização de custos, antes associados apenas aos fatores de produção. Também pode ser construída uma ponte entre a economia e a Teoria das Organizações, criando-se um ferramental útil para a compreensão da estrutura e funcionamento das agroindústrias. A noção de atividade passa

pela consideração de uma sequência coordenada de atos, objetivando um fim principal, contexto econômico realizado pelas firmas.³⁷

Assim, a firma moderna pode ser entendida como um conjunto de contratos entre agentes especializados, que trocarão informações e serviços entre si, de modo a produzir um bem final. Eles poderão estar dentro de uma hierarquia, que é o que convencionalmente chamamos de firma, e, de outra forma, estar fora dela, relacionando-se extrafirma por meio das políticas públicas, mas agindo motivados por estímulos que os levam a atuar coordenadamente. As relações contratuais, entre ou dentro de firmas, carecem de algum tipo de coordenação. Se ocorrerem dentro das firmas, entende-se que o coordenador poderá ser o empresário, cujos objetivos em geral são predefinidos em um contexto de mercado internacional de commodities agrícolas. Hoje fala-se em sistemas produtivos sob a égide da organização de empresas, em um novo contexto institucional, dado pela desregulamentação da atividade e redefinição do papel das organizações.

A complexidade dos ordenamentos atuais resulta na igual complexidade dos fatos, relações e problemas socioeconômicos que vêm merecendo – *a priori* e *a posteriori* do momento jurídico-doutrinário – cuidadoso e abundante tratamento científico. Nessa esfera, preponderam, como métodos científicos do conhecimento, a análise econômica, estática e dinâmica; a econometria, enquanto critério de previsão de conjunturas; a mercadologia, enquanto análise de tendências do mercado; as teorias de programação e desenvolvimento econômico nacional (macroeconomia); e a análise das ações econômicas das atividades particularmente consideradas (microeconomia). Tudo isso é depreendido da Análise Econômica do Direito sobre o complexo agroindustrial, em especial no enfoque contratual da economia das organizações, no novo ambiente de mercado e em uma peculiar forma de governar as transações econômicas do agronegócio.

O atual desenvolvimento da atividade agrícola pressupõe, então, a aglutinação de esforços de diversos agentes, interessados nos lucros que essas atividades prometem propiciar. Essa articulação assume, entre as variadas formas jurídicas, a de uma sociedade. Sociedade empresária é a pessoa jurídica que explora uma empresa, o que desde logo conota caráter institucional da titulação e exploração de certo objeto da atividade econômica. De outro ponto de vista, trata-se de conceito mais amplo, que abarca uma das maneiras de se organizar, a partir de investimentos comuns de mais de um agente, a atividade econômica de produção ou circulação de bens ou serviços, neste caso, a produção, comercialização e financiamento de

³⁷ Para o professor Fernando Scaff, o direito agrário não pode ser confundido com o direito da empresa agrária. *Aspectos fundamentais da empresa agrária*. São Paulo: Malheiros, p. 36-37.

produtos, subprodutos e fibras de origem agropecuária. Essa forma de abordar o tema pode ser transportada para o campo da dogmática jurídica.

A industrialização da agricultura corresponde à fase mais ampla dentro da modernização e, por sua vez, envolve a ideia de que a agricultura acaba se transformando em um complexo da produção, industrialização e comercialização. A operacionalização desses mecanismos ou etapas é sustentada nas organizações empresariais, neste caso, a empresa agrária, organização de capital e de instrumentos destinada à produção agropecuária e/ou serviços conexos para o mercado, coordenados pelo empresário. Nota-se que na atividade, como elemento de empresa, restam relações e consequências diversas em um novo contexto global e internacionalização dos mercados. A empresa aparece como meio de dar solução organizativa aos conflitos entre os agentes econômicos no mercado, além de diminuir custos de transação na medida em que reduz tais conflitos.

Quando se fala em industrialização da agricultura, é mister lembrar os seus limites, enquanto não rodeada de organicidade, e hoje a agropecuária possui especificidades (ritmos, ciclos naturais etc.) que traduzem riscos particulares de necessária gestão empresarial. Isso porque o sistema agroindustrial se desenvolve acentuando o processo de internacionalização do capital social, sob alguns eixos: capital produtivo (implantações agroindustriais), capital financeiro (movimento internacional do capital bancário e industrial), operação econômica e seu suporte fático sobre as regras de contratos para distribuição de mercadorias/transferência de tecnologia, na importação e exportação de diversos produtos (comércio exterior).

Como vimos, o regime jurídico do agronegócio caracteriza-se como conjunto de normas jurídicas que disciplinam as relações intersubjetivas decorrentes da produção, armazenamento, comercialização e financiamento do complexo agroindustrial. Assim, a ideia de rede de negócios que integra as atividades econômicas organizadas de fabricação e fornecimento de insumos, produção, processamento, beneficiamento e transformação, comercialização, armazenamento, logística e distribuição de bens agrícolas, pecuários, de reflorestamento e pesca, bem como seus subprodutos e resíduos de valor econômico. Afastando o contexto individual ou não empresarial naquilo que foge da Teoria das Organizações, ainda incluem-se no agronegócio os contratos de financiamento e títulos de crédito a ele relacionados, as operações de precificação e sua proteção realizadas em mercado de balcão e de bolsas de mercadorias e futuros e os instrumentos de gestão de risco agrícola ou agroindustrial.

Também, entendemos que o regime jurídico do agronegócio expressa vários fundamentos através do ordenamento jurídico empresarial,³⁸ uma vez que identifica de imediato o conceito ou elemento de firma entre as relações regradadas. Podem-se extrair da dinâmica integrada de normas que norteiam e conferem harmonia a esse possível subsistema legal pretense de capítulo do direito comercial que reclama cada vez pesquisa e expõe atualidade. Para o professor Fábio Ulhoa Coelho,

“embora centrado na produção rural, o agronegócio – importante segmento da economia brasileira – compreende várias atividades mais extensas, muitas delas concentradas no meio urbano. Trata-se de uma rede de negócios que perpassa os três setores tradicionalmente identificados na economia (primário, secundário e terciário), estando presente em todos eles. O principal conceito do Anteprojeto [do Código Comercial] é que a proteção da rede de negócios, em si, e da alocação de riscos por meio dela viabilizada, atende ao interesse nacional, e este é superior aos interesses individuais dos empresários operantes no agronegócio”.³⁹

Deste modo, no sentido de destacar e examinar as relações atuais existentes dentro de um contexto de mercado e infraestrutura econômica, afastando a usual preponderância em incorporar sob a expressão direito agrário, todo o complexo empresarial das relações agroindustriais, que tem como base esse trabalho.

1.3. CONCEPÇÃO JURÍDICA DO DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO AGRÍCOLA

Uma política econômica procura viabilizar os objetivos tidos como necessários ou desejáveis pela sociedade. Com efeito não importa apenas à sociedade fixar uma determinada meta, mas interessa-lhe igualmente saber de que forma será atingida. A ordem econômica insere o desenvolvimento no programa constitucional. O desenvolvimento econômico está associado à ideia da chamada eficiência dinâmica da economia, ou seja, a capacidade de ampliar a sua capacidade produtiva de longo prazo. Conforme ensina a professora Paula Forgioni,

“a distribuição de recursos por via do mercado implica investir de poder a força concorrencial, erigindo-a como norte das relações econômicas. é ela que empuxará a

³⁸ COELHO, Fábio Ulhoa. Prefácio. In: *Aspectos polêmicos do agronegócio: uma visão através do contencioso*. NETO, Elias Marques de Medeiros (coord.). São Paulo: Editora Castro Lopes, 2003.

³⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Os desafios do direito comercial: com anotações ao projeto de Código Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 75.

diminuição dos preços e o aumento da qualidade dos bens e dos serviços oferecidos pelos produtores. [...] Vemos, então, que o mercado e política entrelaçam-se a partir do momento em que deve ser determinado o papel que o primeiro desempenhará na alocação de recursos em sociedade”.⁴⁰

Diante do avanço desta sociedade industrial o Estado deve definir concretamente sua posição em face do progresso econômico, inserindo na ordem econômica constitucional princípios fundamentais, direitos e suas limitações, mecanismos de controle e de incentivos. Esse conjunto de regras define os limites do intervencionismo econômico e estabelece os respectivos instrumentos como meios jurídicos à consecução para política econômica para o desenvolvimento nacional. Ademais, a escolha dos mecanismos de planejamento, incentivo e controle releva o intuito de conciliar os aspectos essencialmente jurídicos com a atual realidade social, que impõe uma visão renovada do Direito, na tentativa de oferecer o adequado instrumental regulador das transformações da ordem de mercado como uma influência positiva na produção, da distribuição e do consumo.

A ordem econômica passa a ser uma atividade instrumental, e é nesse sentido a formação do conceito dogmático da ordem econômica de que trata a Constituição, que para o professor Modesto Carvalhosa⁴¹ é a atividade econômica condicionada através do sistema jurídico a determinados fins políticos do Estado. A atuação espontânea da ordem econômica se realiza no quadro de uma ordem jurídica que regula as bases de seu desenvolvimento. A esfera pública continua a ser um princípio organizador de nossa sociedade. Se formos bem-sucedidos em compreender, historicamente, em suas estruturas, o complexo que atualmente adotamos, poderemos esperar apreender sistematicamente, nossa própria sociedade a partir de uma de suas categorias centrais.

Constata-se, assim, que a partir da Emenda Constitucional n. 1/69, desenvolvimento foi ligado à condição de princípio constitucional e daí por diante toda a legislação se volta para sua efetivação, constituindo o corpo de diplomas que traduzem a política econômica a ser executada. Constituído o ideal de desenvolvimento uma justa aspiração de todos os Estados, em especial os menos desenvolvidos, o legislador constitucional, também em 1988, buscou direcionar toda política econômica para a consecução desse objetivo. No segundo aspecto, sobressai para os juristas o interesse pelas novas funções que vai adquirir o Direito, conferindo-lhe uma dimensão mais dinâmica.

⁴⁰ FORGIONI, Paula A. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia ao mercado*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012. p. 160-161.

⁴¹ CARVALHOSA, Modesto. *Direito Econômico: obras completas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013. p. 49.

As normas jurídicas ganham um caráter de ferramenta, já não apenas voltadas à mera harmonização de interesses, mas transformadas em instrumentos para obtenção de determinados objetivos materiais. A ação estatal, sujeitando-se ao princípio da legalidade, leva-nos a entender o Direito como instrumental para realização do desenvolvimento. Trata-se, então, não da adoção de uma postura tópica, mas de verificação de que normas contidas em todos os ramos do Direito Econômico e do Direito Empresarial estão voltadas ao desenvolvimento do país como programa constitucional. Hoje, o Direito Comercial, sem perder sua especificidade, passa a influenciar decisivamente a interpretação e o desenvolvimento dos demais ramos do direito, tanto na esfera privada quanto na esfera pública.⁴²

A política econômica nos países em desenvolvimento tem como fim imediato atingir a autossuficiência e os padrões socioeconômicos das economias desenvolvidas. A busca da efetivação destes fins não pode prescindir de uma estrutura jurídica formada de institutos modernos, que se impõem como instrumento de definição da própria política econômica. Ainda, a doutrina jurídica compete situar esses novos institutos dentro da estrutura geral do Direito que regulamenta as atividades econômicas, condicionando os interesses públicos e privados à realização da política econômica adotada.

Temos insistido que o Direito deixa-se assim penetrar de conteúdo econômico, ao mesmo tempo em que a economia torna-se sempre mais administrativa ou regulamentada, isto é, jurídica. A ideia de ordem econômica pressupõe a possibilidade lógica de se distinguirem as normas jurídicas de conteúdo econômico de todas as demais. Dentro de certa unidade sistemática do conjunto de atividades de produção e distribuição de bens e serviços no mercado. O modelo constitucional clássico fundado no Estado Liberal, não previa finalidades públicas na organização social e nessa concepção a função Estatal visava garantir o livre desenvolvimento das atividades privadas na sociedade.

Com o advento do Estado pós-liberal, a partir da primeira guerra, tornou-se incontestável que toda organização política tende à realização de certas atividades gerais. A função no Estado neoliberal passou então a ser a produção de políticas ou programas. Como falamos, o Direito aqui se torna um instrumento na consecução de fins. Ao Estado, na seara econômica, é permitido atuar como agente normativo e regulador e, por meio dessas posições, exercer as funções de fiscalização, incentivo e planejamento. Fala-se assim da intervenção indireta por via de regulação da atividade econômica. O mercado é institucionalizado,

⁴² VIVANTE, Cesare. *Istituzioni di Diritto Commerciale*. Milano: Hoepli, 1915. p. 13-14.

determinado pelo Estado. A composição de conflitos no quadro das relações de intercâmbio reclama grau mínimo de regulamentação estatal.

O sistema jurídico é um sistema aberto, no sentido de incompleto, que evolui e se modifica. Objetivamente o sistema é dinâmico, suscetível de aperfeiçoamento. O Direito é produto histórico cultural, está em contínua evolução. Podemos definir sistema jurídico como uma ordem ideológica de princípios gerais de direito. A conexão aglutinadora das normas que compõem o sistema jurídico como unidade encontra-se nos princípios gerais do direito. Podemos dizer que o direito é um instrumento de organização social e, logo, atua também como instrumento de mudança social, interagindo em relação a todos os demais níveis ou estruturas sociais. Com essas verificações, devemos reconhecer o direito como um sistema, o que o transforma em objeto de pensar sistemático e, em especial, permite-nos interpretá-lo no contexto sistêmico, ou seja, sistematicamente.

Com efeito, em determinadas circunstâncias e sob estritas condições, delega-se ao Poder Executivo a capacidade de edição de normas gerais, de forma que o Estado possa responder mais prontamente as conjunturas econômicas desfavoráveis. Afinal, há clara distinção entre as normas em geral e as normas de Direito Econômico, uma vez que essas últimas apresentam como características próprias a instabilidade permanente dos mercados, assim, na flutuação do consumo, das poupanças, dos investimentos, do nível dos estoques, etc. Portanto, são normas de alta instabilidade, na medida em que informam o regime de variáveis econômicas igualmente instáveis.

Modernamente, é imperativa a adaptação do direito e de sua metodologia às novas tarefas que se lhe apresentam. Um direito metodologicamente compartimentado entre público e privado não está apto a regular e imprimir à sociedade rumos e valores sociais capazes de substituir ou mesmo complementar a ineficiência do Estado. É preciso encontrar um novo elemento organizador. Qualquer que seja o projeto que se tenha para o Brasil, sua realização passa, necessariamente, pelas instituições estatais e de interesse público, isto é, os órgãos de governo e os centros de poder na sociedade. De um lado, não sendo a transformação da sociedade um fenômeno acidental, mas um processo dirigido e ordenado para a realização de fins eleitos pela comunidade, a sua condução é tarefa primordial do Poder. De outro lado, para que os órgãos de governo e os centros de poder na sociedade possam desempenhar a contento essa sua função instrumental, é preciso que sejam estruturados de forma apta.

Dois grandes fatores explicam hoje a necessidade de planejamento da ação estatal: o processo de aceleração da História e o fenômeno do subdesenvolvimento. A rápida evolução

envolveu mudança de comportamentos, valores e instituições. A previsibilidade passou a ser essencial tanto no setor público como no privado. Um governo moderno não pode atuar de forma eficiente sem ser permanentemente instruído sobre o desenvolvimento em cada um dos setores econômicos.⁴³ O processo de desenvolvimento implica a conjugação do crescimento econômico autossustentado com a progressiva eliminação das desigualdades sociais. Insistimos que o desenvolvimento está associado à ideia da chamada eficiência dinâmica da economia, ou seja, a capacidade de ampliar a força produtiva de longo prazo.

O planejamento é indissociável de uma política de formação de capital para investimento e não há desenvolvimento sem crescimento econômico. O agronegócio representa diretamente cerca de 30% (trinta por cento) do que é produzido de riqueza, daí a importância do Estado planejar o agronegócio na análise das funções da agricultura no desenvolvimento econômico.⁴⁴ O planejamento é uma questão técnica e de permanente consulta aos interesses dos grupos ou setores direta e indiretamente envolvidos na execução do programa. Ao Poder Público cabe a função primordial de planejador. É o direito do desenvolvimento que estrutura os processos jurídicos de planificação.

Essa caracterização global do desenvolvimento é importante porque traz a distinção básica entre crescimento e desenvolvimento. O primeiro de caráter meramente quantitativo, baseado no aumento estatístico do produto bruto, e o segundo essencialmente qualitativo, inspirado na mutação histórica, na passagem de um tipo de vida social para outro, na tomada de consciência do processo de industrialização e de seus corolários sociais e pedagógicos.⁴⁵

Para Eros Grau,

“o planejamento, assim, não configura modalidade de intervenção – note-se que tanto intervenção no quanto intervenção sobre o domínio econômico podem ser praticadas *ad hoc* ou, alternativamente, de modo planejado – mas, simplesmente, um método a qualificá-la, por torná-la sistematizadamente racional”.⁴⁶

A questão principal consiste em adaptar o direito a suas novas funções, para que possa cumprir o papel que lhe atribui a sociedade moderna, que, sendo democrática, apresenta uma economia contratual, a nova economia se assenta no âmbito contratual. Além de ser

⁴³ Por outro lado, o baixo desenvolvimento impõe a todos os governos um mínimo de programação de políticas públicas a longo prazo. O subdesenvolvimento é um estado dinâmico de desequilíbrio econômico e de desarticulação social.

⁴⁴ MEIJERINK, Gerdien; ROZA, Pim. *The role in agriculture in economic development*. Stichting DLO: Wageningen, 2007. p. 10 e 11.

⁴⁵ SOUZA, Nali de Jesus. *Agricultura e integração industrial no Brasil*. Trabalho apresentado no 16º Encontro de Economia da ANPEC, realizado em Belo Horizonte, em dezembro de 1988.

⁴⁶ GRAU, Eros R. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 146.

instrumento, o primeiro pressuposto para a elaboração de um direito dirigido para o desenvolvimento consiste em conhecer as condições econômicas e sociais as quais estão inseridas. A racionalização pressupõe o conhecimento do real e o manejo da técnica dos mercados.

A realidade é estudada e interpretada pelos economistas, pelos sociólogos, pelos estatísticos. E a realidade de mercado é uma ordem, no sentido de regularidade e previsibilidade de condutas, cujo funcionamento pressupõe a obediência, pelos agentes que nela atuam. Essa uniformidade de condutas permite a cada um dos agentes desenvolver cálculos que vão informar as decisões a serem assumidas, de parte deles, no dinamismo do mercado. O mercado não é uma instituição espontânea, mas uma ordem que nasce de determinados enquadramentos institucionais operando com fundamento em normas jurídicas que o regulam, o delimitam, o constituem.

Tais cálculos estudados no meio real e aplicados através das políticas públicas através do direito econômico, por vezes, baseiam-se no pressuposto de que sempre os custos e os benefícios de qualquer atividade serão apropriados pelas unidades participantes de um sistema econômico ou cadeia de atividades econômicas integradas. Contudo, determinados sistemas fogem à essa racionalização, e assim, alguns fatores escassos passam a ser mal utilizados, sem ter sua escassez devidamente sinalizada. As externalidades correspondem, pois, a custos ou benefícios circulando externamente ao mercado, vale dizer, que se quedam incomensurados por limitações institucionais. A externalidade ou efeito externo não quer significar fatos ocorridos fora dos sistemas econômicos, mas sim fatos ou efeitos ocorridos fora do mercado, externos ou paralelos a ele.

Adequando um pouco melhor esses conceitos, podemos verificar e compreender que um efeito externo negativo ou externalidades negativas verificam-se quando o arcabouço legal se mostra incapacitado na identificação e na identificação e na atribuição dos custos de forma adequada. Por essa razão, esse tipo de externalidade é chamado custo externo ou custo social, ou seja, aqueles que transferem custos. Aqui, então, a noção dos *custos de transação*. No entanto, existem igualmente benefícios incomensuráveis transferidos a terceiros, ou seja, externalidades ou efeitos externos positivos, chamados ainda de benefícios sociais.

No campo agrícola, por exemplo, cita-se o plantio de uma floresta, a qual, como é sabido, traz uma série de benefícios de caráter ambiental por regularizar a umidade e regime de chuvas, melhorar a qualidade do ar e o clima de uma maneira geral. Claramente esses benefícios são aproveitados pelo dono do apiário local (benefícios externos), como pela

comunidade vizinha da floresta plantada (benefícios sociais). A deficiente provisão de bens coletivos é uma das distorções reais sérias de uma economia, pois o fato de as necessidades por bens coletivos não serem veiculadas adequadamente pelos canais mercantis não significa que eles não existem ou não sejam importantes. Há uma falha de incentivo, a inibir, pelo menos parcialmente, o processo de encaminhamento de recursos aos seus pontos ótimos de adaptação.⁴⁷

Terá o Estado, pois, para melhor realizar o seu intento, de valer-se de qualificações para sua intervenção, o que objetivará através do planejamento econômico que no dizer de Eros Grau, é

“a forma de ação estatal, caracterizada pela formulação explícita dos objetivos e pela definição dos meios de ação coordenadamente dispostos, mediante a qual se procura ordenar, sob o ângulo macroeconômico, o processo econômico para melhor funcionamento da ordem social, em condições do mercado”.

A CF/88, mantendo-se fiel ao esquema clássico de divisão de Poderes, não cuidou de melhor aparelhar o Estado para o exercício de importante função de prever e programar a longo prazo.⁴⁸ A preocupação do constituinte foi a de reduzir o que consideram um excesso de poderes atribuídos ao Executivo e nesse sentido restaurar em sua plenitude o antigo poder normativo do Congresso.

A natureza instrumental do Direito Econômico (instrumento de definição da política econômica) irradia ao problema da delimitação de seu objeto uma condição de variabilidade, decorrente não só da diversidade das medidas possíveis, de acordo com o sistema econômico, como também, daquele dinamismo da vida econômica. Conseqüentemente, a fixação do objeto jurídico-econômico se vincula, inarredavelmente, à política econômica adotada. Desta evidência resulta que, da mesma forma, o objeto do Direito Econômico do desenvolvimento somente pode ser configurado através do exame das medidas legais de cada sistema jurídico-

⁴⁷ NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 8. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014. p. 159.

⁴⁸ Eros Roberto Grau, em suas "Notas a respeito do direito do planejamento: uma hipótese a discutir", coloca que a existência do Direito do Planejamento é sugerida por Geraldo Vidigal, a partir da observação de que, costumeiramente, sob a designação de "Direito Econômico" são tratados três territórios jurídicos nitidamente distintos, territórios esses indicados como o Direito do Planejamento, o Direito Administrativo Econômico e o Direito da Organização dos Mercados. Indicando-o como disciplina autônoma, inserida no quadro do Direito Público, a sua concepção é desenhada sobre a distinção que opõe o Direito Administrativo ao Direito Constitucional. Esta fundamentar-se-ia na circunstância de que as regras constitucionais se atêm a definir um determinado equilíbrio político, a traçar limitações aos agentes do poder e a compor o quadro dos fins essenciais e permanentes que a comunidade se prescreve, ao passo que as normas de Direito Administrativo visam ao ordenamento dos meios, em concreto, para a consecução de fins previamente definidos (Notas a respeito do direito do planejamento: uma hipótese a discutir. *Revista de Direito Público*, n. 41-42, p. 281).

econômico. De conformidade com cada sistema econômico, as normas do Direito Econômico do desenvolvimento apresentam diversas gamas de objetos.

Poderíamos compreender como seu objeto, de modo genérico, a realização de uma política voltada para um processo de transformação da realização econômica, abrangendo não só as medidas que visem diretamente ao desenvolvimento, mas, ainda, o seu controle, direção, aceleração, desaceleração, harmonização, integração e coordenação. Prendendo-se a um sistema econômico, este objeto vai ser moldado no momento de elaboração da norma jurídica com base em princípios ideológicos preexistentes. Estabelece-se, assim, um nexo indestrutível entre o Direito Econômico do desenvolvimento e o Direito Econômico do planejamento. As normas relativas do desenvolvimento setorial reúnem medidas destinadas a determinados setores de atividades econômicas. No conjunto, estas medidas têm sido incorporadas ao sistema jurídico-econômico através de “programas” de desenvolvimento restritos a certas atividades econômicas, o que se coloca adequadamente para a atividade agroindustrial.

Na doutrina internacional também são discutidos e apontados os aspectos de políticas públicas para a agricultura, sob o argumento de que

“creative public policy in this dynamic global economy seeks to sustain efficient and equitable outcomes for the agrifood sector that call for government to develop essential enablers, promote innovative institutions, advance facilitative policies and maintain competitiveness.”⁴⁹

Internamente, nas afirmações do professor Celso Bastos,

"dotar o Brasil de uma política agrícola consistente e estável é uma tarefa inadiável. É preciso que as medidas casuísticas e desordenadas cedam lugar à edição de um conjunto de diretrizes com vigência de médio e longo prazo para proporcionar ao agricultor a possibilidade de acesso ao investimento e planejamento".⁵⁰

Também, no discurso de Flávio Telles de Menezes na condição de Presidente da Sociedade Rural Brasileira levado a efeito perante a Comissão de Agricultura e política Rural da Câmara dos Deputados, em 23 de maio de 1984:

"fazer agricultura é, basicamente, firmar um contrato de risco com a natureza e uma política agrícola somente se constituíra em sólidas bases se consagrar como seus alicerces fundamentais os princípios da liberdade, de iniciativa da economia de

⁴⁹ SILVA, Carlos de A. et al. *Agro-industries for development*. Food and Agriculture Organization of the United Nations. Cambridge: CABI, 2009. p. 170.

⁵⁰ BASTOS, Celso Ribeiro. Da política agrícola e fundiária e da reforma agrária. In: *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1990. v. 7. p. 241.

mercado, e do direito à rentabilidade proporcional dos riscos à atividade". A política agrícola deve ser compreendida como um conjunto de princípios básicos e normas instrumentadoras do desenvolvimento do setor agrícola. Devendo alinhar mecanismos de crédito rural e de subsídios restritos e auto-elimináveis e orientação para o investimento, infraestrutura e de extensão à pesquisa, assim, na prospecção de uma agricultura que se pretende moderna, profissionalizada e especializada".

1.4. POLÍTICA MONETÁRIA E INCENTIVO AO DESENVOLVIMENTO AGROINDUSTRIAL

Como vimos, a parte da teoria econômica que estuda questões de longo prazo é denominada teoria do desenvolvimento econômico. Analisa, também, os grandes agregados, mas com um enfoque um pouco diferenciado, preocupando-se com a trajetória de longo prazo da economia. A teoria do desenvolvimento e crescimento econômico dedica-se fundamentalmente às questões estruturais, que não envolvem apenas a utilização de instrumentos econômicos, mas também de fatores institucionais, tecnológicos e de renda. Envolvem políticas cujos efeitos demandam um período maior de tempo para apresentarem resultados e os principais instrumentos para atingir tais objetivos são as políticas fiscal, cambial e comercial de renda e monetária.

Em especial, aqui, a política monetária refere-se à atuação do governo também sobre a regulamentação do crédito, já que um mercado financeiro e de capitais desenvolvido é um fator essencial na mobilização de recursos para investimento. Crescimento e desenvolvimento econômico são dois conceitos diferentes. O crescimento econômico é o crescimento contínuo da renda *per capita* ao longo do tempo. O desenvolvimento econômico é um conceito mais qualitativo, inclui as alterações positivas da composição do produto e a alocação dos recursos pelos diferentes setores da economia de forma a melhorar os indicadores de bem-estar econômico e social, falamos aqui de um desenvolvimento econômico inclusivo.⁵¹

Conforme fundamentos iniciais, no alinhamento de uma estratégia de desenvolvimento, pensamos em usar a economia do conhecimento para levar os investimentos em intangíveis a todos os setores da economia, inclusive setores de produção primária como agronegócio para todos os segmentos da sociedade, compreendendo também aí os de renda menor. Em um país com a nossa riqueza de recursos naturais é possível estabelecer um

⁵¹ VELLOSO, João Paulo dos Reis (coord.). *Rumo ao Brasil desenvolvido (em duas, três décadas)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 5.

posição de liderança da agroindústria de modo a beneficiar a economia, com avanços significativos da indústria ligada ao setor, na conseqüente maior agregação e distribuição de valor. Ainda, a integração com serviços modernos relacionados a produção e financiamento agrícola.

O elemento que dá unidade às diversas atividades dos complexos agroindustriais é que todas elas são atividades do capital, com uma regulação macroeconômica mais geral. As ligações intercapitais não são apenas técnicas, mas sobretudo financeiras. A compra de insumos pela agricultura, por exemplo, impõe-se a princípio como necessidade técnica, mas implica de imediato a necessidade de financiamento. Este não será mais feito a partir de agentes isolados, e sim através do sistema financeiro instalado, o qual se torna um parâmetro a soldar o movimento da agricultura com movimento geral da economia. Um conceito-chave por trás desse padrão mais recente de desenvolvimento da agricultura é o de integração de capitais, isto é, o processo de ‘centralização de capitais industriais, bancários, agrários, etc.’⁵²

O Direito Econômico, no momento em que define a política econômica destinada à realização do desenvolvimento nacional, simultâneo à justiça social, implicitamente impõe condições aos agentes das atividades econômicas. Mas a matéria não se esgota na fixação de condicionamento do comportamento do sujeito do ato jurídico-econômico. Outra finalidade da norma – quando analisadas as que compõem o Direito Econômico dos países neoliberais – destaca-se pelo fato da não restrição absoluta da liberdade de iniciativa e da ausência de coação em muitas circunstâncias, mas da indução do agente a um comportamento mais vantajoso, que o desvia de objetivos costumeiros ou pragmáticos. São estas normas que possibilitam a transformação da realidade econômica por processos mais tênues e que levam à conciliação dos interesses empresariais com o maior desenvolvimento.

Os incentivos creditícios consistem na abertura de linhas de crédito especiais, visando ao atendimento da necessidade de aumento dos investimentos em determinados setores. Anteriormente, um incentivo creditício criou um sistema de crédito especial, vinculado à atividade econômica, no qual a aplicação do investimento fica sujeita à fiscalização. A Lei n. 4.829, de 5 de novembro de 1965, instituiu o “Sistema de Crédito Rural”, a ser “distribuído e aplicado de acordo com a política de desenvolvimento da produção rural” (art. 1º). Destina-se a fornecer ao produtor rural recursos financeiros originados de entidades financeiras públicas e privadas, atendendo a objetivos definidos pela própria lei.

⁵² DELGADO, Guilherme Costa; GASQUES, José Garcia; VILLA VERDE, Carlos Monteiro. *Agricultura e políticas públicas*. Brasília: IPEA, 1996. p. 122 e 123.

Outros incentivos, os fiscais, os quais não destacamos amplamente aqui, mantêm relação com as dificuldades da implantação dos sistemas de prêmios de rentabilidade e o restrito alcance dos incentivos creditícios forçam-nos a uma abordagem mais detalhada dos incentivos fiscais. Na realidade atual os incentivos são os instrumentos mais utilizados como fatores de promoção do desenvolvimento econômico. Justifica-se, portanto, a preocupação de elaborar uma teoria dos incentivos fiscais. A política fiscal como instrumento de dinamização do mercado de capitais. Todavia, as induções da vontade empresarial, através das medidas de estímulos ou incentivos, devem ser analisadas em relação ao todo socioeconômico, para que não se transformem em instrumentos de agravamento das desigualdades regionais e setoriais e das distâncias sociais entre as classes participantes do processo produtivo.

O Estado, por intermédio de órgãos apropriados, orienta e fiscaliza as atividades bancárias no propósito de ajustar à sua política econômica a política monetária. Entre nós, esse controle se exerce pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central. O primeiro desses órgãos tem competência para cumprir funções importantíssimas, dentre as quais a adaptação do volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento, cabendo-lhe, outrossim, regular o valor interno e externo da moeda e autorizar as emissões de papel-moeda. Cumpre-lhe privativamente, ademais, disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas. Já o Banco Central exerce função executiva no cumprimento das normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional, executando os serviços do meio circulante, exercendo o controle de crédito e fiscalizando todas as instituições financeiras do país (Lei n. 4.595, de 31 de dezembro de 1964).

No desempenho de suas funções, esses órgãos de controle do crédito baixam instruções normativas, sob a forma de resolução, e até de circulares, e aplicam sanções aos transgressores, influenciando na economia nacional através de medidas que o facilitem ou restrinjam. *O controle não se limita aos contratos creditícios, estendendo-se, por via reflexa, às atividades industriais e comerciais mediante processos que influem na sua expansão ou retratação.* E, desse modo, o política setorial, de modo mais eficiente, dá direção, exerce vigilância e atua no controle do crédito, enquadrando os contratos das empresas privadas nos limites trançados pela política econômica oficial e orientando-os para os objetivos dessa política.⁵³

⁵³ TURNER, Adair et al. *The future of finance: the LSE report*. Londres: London School of Economics and Political Science, 2010.

Nos importa mais nesse contexto a direção do crédito, do que seu aspecto de controle.

O regime econômico em nosso modelo político desenvolve-se com apoio em valores mobiliários, notadamente títulos de crédito e títulos de participação, que se distribuem no mercado de capitais. O Estado contemporâneo organiza essa distribuição num sistema constituído pelas bolsas de valores e de mercadorias, sociedades corretoras, instituições financeiras, empresas distribuidoras ou revendedoras de títulos, todos dependentes de sua autorização para funcionamento. Submete, em seguida, a seu controle o exercício das atividades de subscrição para revenda, distribuição e intermediação na colocação de títulos ou valores mobiliários, tornando-a privativa das sociedades do seu sistema, únicas autorizadas a emití-los, colocá-los e negociá-los.

Com esta política de intervenção no mercado financeiro para subordiná-lo às diretrizes que lhe traça e às normas que impõe e fixa sua normalização, faz das instituições financeiras dóceis auxiliares de execução de sua política econômica. Encontra a tese significativa ilustração, a título de exemplo, no estímulo à criação de sociedades de crédito, financiamento e investimentos, a fim de facilitar o crédito ao consumidor com a instituição de garantias excepcionais, como a alienação fiduciária, no indisfarçável propósito de viabilizar a indústria automobilística e a de eletrodomésticos. Temos de reconhecer que, sem esses mecanismos financeiros e sem esses novos instrumentos jurídicos, não teria sido possível o desenvolvimento numa de suas importantes faixas. Esses novos instrumentos jurídicos foram introduzidos, em sua grande maioria, num diploma legal que visou a disciplinar o mercado de capitais e estabelecer medidas para o seu desenvolvimento (Lei n. 4.728 de 14 de julho de 1965) sem demora, idôneos e indispensáveis aos fins determinantes de sua instituição.

O desenvolvimento econômico depende, do lado da oferta, da existência de recursos naturais, da disponibilidade de estoque de capital físico e da capacidade de produzir. Do lado da demanda, depende da acumulação e mobilização de capital, do consumo e das exportações. A presença do Estado no sistema econômico não se origina apenas na constatação das deficiências intrínsecas ou estruturais do mercado, mas na imposição de padrões de desenvolvimento consentâneos com preferências politicamente definidas. Os meios ou instrumentos de que pode lançar mão o Estado na condição de sua política econômica, podem ser classificados em cinco grandes categorias: a) instrumentos de finanças públicas; b) *instrumentos monetários e creditórios*; c) instrumentos cambiais; d) meios de controle direto; e) adaptação institucional. Nos três primeiros casos o Estado procurará influir indiretamente

sobre o comportamento de mercado e fluência de capitais. Os programas creditícios, os incentivos fiscais, os depósitos compulsórios dos bancos constituem exemplos típicos.

No ordenamento português, Carlos Costa Pina afirma que o sistema financeiro é estruturado por lei, de modo a garantir a formação, a captação e a segurança das poupanças, bem como a aplicação dos meios financeiros necessários ao desenvolvimento econômico e social, conforme o papel central da disposição contida no art. 101 da Constituição da República Portuguesa.⁵⁴ Neste sentido, para Diogo de Figueiredo,

“entende-se por ordenamento financeiro o conjunto de funções administrativas específicas de ordenamento econômico que reúne atribuições e ações de caráter disciplinador, fiscalizador e sancionador das atividades privadas no campo monetário, creditício, de câmbio, de capitais e de seguros, destinadas a impor, em cada um desses setores, princípios constitucionais e normas legais instituidores da ordem econômico-financeira.”⁵⁵

O Estado pode influenciar diretamente na liquidez do sistema financeiro, nele injetando ou retirando recursos, mas queremos, aqui, destacar atenção às formas de indução do mercado. Na classificação de Eros Roberto Grau,⁵⁶ dentre as quatro modalidades de intervenção do Estado na economia, assim por direção, por absorção, por participação ou por indução, aqui o Estado não impõe nem mesmo absorve, mas induz certos comportamentos ou decisões através de incentivos, como na redução da carga tributária de determinados investimentos, a oferta de crédito subsidiado ou diferenciado. As normas passam a ser consideradas instrumentos para consecução de objetivos específicos de política econômica que traduzem a ação do Estado de caráter complementar ao mercado. No que diz respeito a suas finalidades e às instituições relacionadas, as operações do sistema financeiro podem ser agregadas em quatro grandes mercados:

a) mercado monetário: segmento onde são realizadas as operações de curtíssimo prazo, com a finalidade de suprir as necessidades de caixa dos agentes econômicos, e obter um controle ágil da liquidez monetária da economia e das taxas de juros básicas pelas autoridades monetárias.

b) mercado cambial: são realizadas a compra e venda de moeda estrangeira, no fluxo internacional de capitais, as operações são realizadas pelas instituições financeiras e operadoras de câmbio autorizadas pelo BACEN.

⁵⁴ PINA, Carlos Costa. *Instituições e mercados financeiros*. Coimbra: Almedina, 2005. p. 22.

⁵⁵ MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Curso de direito administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 2014. p. 515.

⁵⁶ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2014. p. 89 e s.

c) mercado de crédito: aqui são atendidas as necessidades de recursos de curto, de médio e de longo prazos, principalmente oriundas das demandas de crédito para aquisição de bens de consumo duráveis e de capital de giro das operações. A oferta no mercado de crédito é determinada fundamentalmente pelas instituições bancárias.

d) mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários: esse segmento supre as exigências de recursos de médio e longo prazos, principalmente com vistas à realização de investimentos de capital. Nesse mercado é negociada grande variedade de títulos.

O desenvolvimento econômico tende a ser facilitado pelos mercados livres que promovem a alocação eficiente dos fatores de produção. Assim, nas palavras da doutrina estrangeira,

“rural credit markets have been at the center of policy intervention in developing countries over the past forty years. Many governments, supported by multilateral and bilateral aid agencies, have devoted considerable resources to supplying cheap credit to farmers in a myriad of institutional settings. The results of many of these interventions have been disappointing”.⁵⁷

Mas, nos países em desenvolvimento, o crescimento econômico vem do esforço deliberado da sociedade para usar o Estado como seu principal instrumento de ação coletiva. Uma estratégia nacional de desenvolvimento é a ação econômica combinada, voltada para o crescimento econômico. Em particular, tratando-se da teoria de desenvolvimento, a necessidade da contribuição jurídica é evidente. Qualquer teoria macroeconômica reconhece a necessidade de sua complementação por um modelo jurídico de desenvolvimento. Há, aqui, portanto, uma seleção duplamente virtuosa entre análise econômica e jurídica. A ideia de orientar o processo econômico no sentido de melhores opções econômicas pode auxiliar na ordenação concreta dos agentes econômicos.⁵⁸

Uma estratégia nacional de desenvolvimento é composta de um conjunto de instituições que definem as regras do jogo do crescimento econômico. Algumas leis devem ser relativamente gerais e permanentes, expressando valores e objetivos básicos; outras são reformas institucionais que respondam a mudanças básicas nas estruturas sociais e econômicas; e outras ainda são políticas que podem ser mais específicas e temporárias,

⁵⁷ HOFF, Karla; STIGLITZ, Joseph E. Imperfect information and rural credit markets: puzzle and policy perspective. In: *The Economics of Rural Organization: theory, practice and policy*. Oxford University Press, 1993. p. 33.

⁵⁸ Neste mesmo sentido destaca Ross Levine, nas obras: *Finance and growth: theory and evidence*, Department of Economics, Brown University, 2005; *Law, finance, and economic growth*, Department of Economics, University of Virginia, jul. 1997; e *The legal environment, banks, and long-run economic growth*, Journal of Money, Credit and Banking, v. 30, n. 3, 1998, University of Virginia.

definindo meios. Várias formas de planejamento, começando com os investimentos públicos e em infraestrutura, são parte essencial dela. Se estiverem combinadas com o planejamento estratégico das empresas comerciais, esse é um sinal de que existe realmente uma estratégia nacional de desenvolvimento.

Consideremos primeiro uma economia de subsistência, caracterizada pela baixa produtividade agrícola, deficiência de serviços públicos e de infraestrutura e um pequeno volume de bens exportáveis, relacionados principalmente a produtos agrícolas primários. Numa economia como essa os níveis econômicos baixam a subsistência. A margem de poupança é pequena, uma vez a renda é que quase integralmente usada para atender necessidades básicas. Sem poupança privada há pouco ou nenhum investimento como também sem arrecadação o investimento público é reduzido. A infraestrutura é precária, há poucas estradas, uma rede de energia inadequada, sobretudo nas áreas rurais, e acesso limitado aos recursos hídricos.

Como resultado do crescimento econômico, muito provavelmente relacionado a excedentes comercializáveis. Através de uma pequena revolução verde, aumento de tecnologia, investimentos públicos de base, a economia de subsistência torna-se uma economia comercial, na qual tanto as famílias das áreas rurais quanto as de áreas urbanas passam a fazer parte de uma economia monetária. Tanto as áreas urbanas como rurais poupam e investem. Os ganhos com as exportações aumentam e a variedade de produtos exportados se amplia, indo além de uns poucos produtos primários. Os níveis médios de renda sobem com acumulação de parte da riqueza gerada.

Na mesma abordagem, ainda quanto à dispersão do nível de riqueza em diferentes países, sabe-se que renda e riqueza dependem da liberdade comercial dos países, do nível de qualificação da massa trabalhadora, da geografia natural, além da qualidade das instituições políticas e legais. Mais recentemente, os economistas têm enfatizado o papel da mudança tecnológica como principal determinante do crescimento econômico. As políticas públicas referentes à poupança desempenham papel importante no planejamento e eventual correção na promoção de altos níveis de poupança como importante base para alcançar o crescimento econômico.

A taxa de acumulação de capital é fixada pela margem entre produção e consumo correntes e a sociedade precisa de algum modo decidir a proporção dos recursos que pretende investir na formação de capital visando expandir sua capacidade produtiva no futuro. Precisa chegar a algum tipo de convenção sobre como será feito o financiamento desse investimento.

A poupança pública é parte da renda social que não é consumida no presente e que deveria financiar atividades econômicas essenciais. O investimento, por sua vez, requer poupança.

Entende-se que mesmo quando as novas tecnologias são inventadas pelo setor privado, o seu uso normalmente depende dos investimentos, planejamento e regulamentação pelo setor público. Se o governo não cumprir a função de fomentar novas tecnologias, o setor privado não terá claros instrumentos para a estratégia de inovação.⁵⁹ À medida que a agroindustrialização continua e a ciência e tecnologia são aplicadas, os lucros ou sobras formam a poupança que se tornam a principal fonte de financiamento do investimento.⁶⁰ Por outro lado, os sistemas financeiros privados se desenvolvem e se tornam capazes de financiar os investimentos. Os principais agentes do processo de acumulação são os empresários, mas nos primeiros estágios do desenvolvimento o Estado desempenha o papel estratégico de promover poupança forçada, por meio da criação de fundos de seguridade social, por meio de tributos ou por meio de bancos de investimento.

De qualquer modo, o Estado conservará sua capacidade de obter poupança pública para financiar os investimentos públicos estratégicos que são sempre necessários. Nesse segundo estágio, as estratégias nacionais de crescimento desenvolverão um sistema financeiro nacional capaz de financiar os investimentos e o progresso tecnológico. O economista e professor da Universidade de Columbia Jeffrey Sachs⁶¹ traça a progressão do desenvolvimento econômico partindo de uma economia de subsistência, passa para uma economia comercial, segue para uma economia de mercado emergente e então para uma economia baseada na tecnologia. Cada estágio representa níveis mais elevados de bem-estar e de desenvolvimento.

Sabemos que ainda a parcela das empresas brasileiras que participam do mercado de capitais é muito pequena. Há vários instrumentos e veículos financeiros do mercado de capitais que não estão sendo usados pelas empresas de capital aberto nem pelas de capital fechado. A maior participação das empresas (grandes e pequenas, abertas e fechadas) permitirá obter redução do custo de capital e alongamento do prazo de financiamento. A cada

⁵⁹ Joseph E. Stiglitz destaca que “the role of the government in financial markets is a long-standing debate that has engaged economist around the world. There are certain recurrent themes in this debate. [...] many of the widely touted financial innovations contribute little to economic efficiency: indeed, they may be welfare-decreasing. For instance, financial technology permits a faster recording of transactions” (*The role of the state in financial markets*. World Bank Annual Conference on Development Economics 1993).

⁶⁰ Ver *Fundamentals of Agribusiness Finance*, de Ralph W. Battles e Robert C. Thompson Jr. Iowa: Iowa State University Press, 2000.

⁶¹ SACHS, Jeffrey. *A riqueza de todos: a construção de uma economia sustentável em um planeta superpovoado, poluído e pobre*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2008. p. 257-259.

passo do caminho para o crescimento e desenvolvimento econômico, tanto o setor público como o privado têm responsabilidades.

O investimento é a aplicação da poupança na produção e o incentivo visa a sofisticação e diversificação das atividades e instrumentos financeiros.⁶² O crédito se operacionaliza no mercado e sua existência é fundamental na economia capitalista, servindo para financiar tanto a produção como o consumo. O interesse público na circulação toca à política pública e fez com que os autores considerassem seu estudo, ao lado das questões de direito privado envolvidas, inserido no contexto de direito econômico.⁶³ A doutrina jurídica compete situar esses novos institutos dentro da estrutura geral do direito que regulamenta as atividades econômicas, condicionando os interesses públicos e privados à realização da política econômica adotada.⁶⁴

A ação governamental fornece as bases para o crescimento de longo prazo, garantindo que as partes chave da infraestrutura física e social funcionem de forma eficiente. A mobilização de poupança e direcionamento do crédito tem lugar no mercado e não ocorre aleatoriamente. A combinação do uso intensivo dos instrumentos de mercado com o desenvolvimento de oportunidades sociais deve ser vista dentro de uma abordagem ainda mais ampla.⁶⁵ Em todos os estágios do desenvolvimento, o governo deve também cuidar para que as condições básicas de operação de uma economia de mercado sejam proporcionadas e indiquem unidade monetária estável, sistema financeiro adequadamente protegido, segurança jurídica dos contratos e proteção ao investimento privado.

1.5. SISTEMA FINANCEIRO NA INTERAÇÃO DOS SETORES PRODUTIVO E MONETÁRIO

O Sistema Financeiro Nacional (SFN) na organização do mercado financeiro e de capitais está estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do país, na

⁶² Ver "*Penso logo invisto*" da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), a autarquia busca entender as motivações e comportamentos que influenciam as decisões financeiras para tentar estimular poupança.

⁶³Na literatura estrangeira também é construída a ideia aqui retratada, a evolução dos mercados financeiros e de seus instrumentos e a relação das políticas públicas. "*The growth of complex securitization these changes in the scale and mix of banking intermediation have occupered gradually since the 1960s, with a strong acceleration after the financial liberalisation of the 1970s*" (TURNER, Aidan. What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it? in the *Future Finance*, cit., p. 19).

⁶⁴ AUGUSTO, Ana Maria Ferraz. *Incentivos: instrumentos jurídicos de desenvolvimento*. *Revista de Direito Público*, n. 47-48, p. 277.

⁶⁵ SEN, Amartya. Op. cit., p. 152.

mobilização e transferência eficaz na aplicação da poupança pública, devendo desenvolver produtos financeiros que proporcionarão maior acesso ao crédito. Reforçamos que o sistema financeiro como um conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os agentes econômicos. Na extensão deste trabalho, destacamos certo olhar ao conjunto de regras que disciplinam as relações econômicas que envolvem a atividade agrícola em torno da empresa agroindustrial, ou seja, na integração entre agricultura e indústria, na qual o crédito é a variável central.

O mercado de crédito é fundamental para o bom funcionamento da economia,⁶⁶ na medida em que as instituições financeiras assumem dois papéis decisivos: de um lado, atuam como centralizadoras de riscos, reduzindo a exposição direta dos investidores a perdas e otimizando às análises de crédito. De outro, elas funcionam como um elo entre os agentes, com expectativas distintas em relação a volume e prazos dos recursos e aplicações. Quanto o mercado de crédito é ineficiente, necessidades de aplicações ficam represadas no próprio sistema. Ainda, em algumas circunstâncias ou certas atividades econômicas, ainda que o mercado de crédito opere com eficiência é preciso um maior fluxo financeiro em volume, prazos e sistema de garantias diferentes, daquelas comuns as operações bancárias. Isso ocorre, em geral, nos investimentos produtivos de duração mais longa ou de ciclos repetitivos, e, portanto, que envolvem maior número de externalidades ou riscos mais complexos como os típicos dos sistemas agroindustriais.

Historicamente, depois da constituição do Sistema Nacional de Crédito Rural, em 1966, as políticas públicas insistiram no modelo de intervenção governamental representado por uma regular e segmentada operacionalidade dos instrumentos criados pelo Decreto-lei n. 167, de 14 de fevereiro de 1967. Com a edição da Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, novos títulos de crédito rural foram criados para maximizar a captação de recursos privados ao setor. A nova diretriz governamental visa atrair a maior participação do sistema financeiro privado, nacional e internacional, uma vez que as taxas de juros junto às citadas instituições, *tradings companies*, grandes multinacionais de insumos e fertilizantes e fundos de investimento estrangeiros estão próximas daquelas aplicadas nos financiamentos públicos.⁶⁷

Ao fomentar uma relação de sinergia entre os mundos financeiro e agropecuário, acreditamos que os novos títulos de financiamento do agronegócio representam o início de

⁶⁶ Ver DAM, Kenneth W. *Chicago: credit markets, creditors' rights and economic development*. The Law School - The University of Chicago, fev. 2006.

⁶⁷ ALMEIDA, Luciana Florêncio de. *Ambiente institucional e contratos de crédito agrícola: três estudos críticos*. 2008. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo.

uma nova fase de autonomia de setor vital e também de crescimento do crédito e do mercado de capitais. Aqui conferimos ao Direito – na cognição da agricultura – uma interpretação extensiva que engloba também a atividade agroindustrial, a qual visa adequar perspectiva mais atualizada que centralize a atenção desse ramo de direito ao elemento de empresa, vinculando a distinção do direito agrário quando a empresa agrária começa a assumir relevo autônomo também em relação à propriedade fundiária como contraponto à propriedade no fundo rústico no aspecto fundamental do direito agrário. Nós encontramos no direito do agronegócio a necessária especialidade científica e princípios próprios para confirmar uma determinação minimamente estável.

A disponibilidade de financiamento e o acesso ao crédito podem ser uma influência crucial sobre os projetos que os agentes econômicos são efetivamente capazes de assegurar. O fato é que o acesso ao crédito por meio das transações estruturadas pelo mercado bancário e de capitais tende a ser um grande motor de crescimento econômico a setores essenciais. Assim, compete ao Estado produzir, na esfera das diversas disciplinas jurídicas, uma série de normas que atendam ao objetivo do desenvolvimento, que, por ser necessariamente integrado, impõe uma construtiva adaptação de todo o sistema jurídico à inadiável e imprescindível realização desse escopo.

Repisando o argumento, um mesmo arranjo institucional pode levar a diferentes trajetórias de crescimento em face da qualidade das escolhas sobre as políticas macroeconômicas de curto prazo nas áreas comercial/cambial, fiscal e monetária. A relação entre poupança, investimento e crescimento tem dividido e desafiado economistas, tanto no plano teórico quanto do ponto de vista empírico. Em termos teóricos, as divergências envolvem, principalmente, o sentido da causalidade e a natureza da influência das taxas de poupança e investimento sobre o crescimento da produção. Mais recentemente, modelos em que as instituições assumem em papel central enquanto determinantes em última instância do crescimento de longo prazo interpretariam a correlação entre poupança, investimento e crescimento como reflexo da influência comum de uma terceira variável, associada às instituições econômicas, políticas e sociais que determinariam tanto o desempenho da economia quanto a distribuição dos recursos.

No longo prazo, no entanto, uma economia somente pode crescer por meio do aumento dos recursos produtivos – capital e trabalho – e de sua produtividade. Os avanços na produtividade total dos fatores decorrem de um ambiente institucional favorável que estimule a eficiência na alocação dos recursos, a inovação e o progresso técnico, envolvendo aspectos

como o marco legal e regulatório, o estímulo à concorrência e à estabilidade macroeconômica, entre outros.⁶⁸ No caso dos fatores de produção, o trabalho tende a ser influenciado no longo prazo basicamente pela dinâmica demográfica, enquanto o aumento do estoque de capital depende do investimento, que por seu turno requer, para ser sustentável, que a economia produza a poupança para “financiá-lo”.

O sentido de “financiamento” aqui extrapola a esfera financeira, referindo-se à pressão sobre os recursos produtivos derivada do *trade-off* entre o atendimento das demandas para satisfação de necessidades imediatas (consumo) e a ampliação da capacidade produtiva (investimentos) quando o grau de utilização dos recursos já se encontra em patamar elevado. Ou seja, a restrição de poupança por trás de uma taxa insuficiente de crescimento do estoque de capital pode ser associada aos requerimentos de financiamento macroeconômico.

A experiência da industrialização com forte presença do Estado e baixos níveis de poupança levou a que o processo de desenvolvimento alternasse crises de balanço de pagamentos, decorrentes do esgotamento do financiamento externo, com uma aceleração da inflação, principalmente na década de 1980 e primeira metade dos anos 1990. A Constituição de 1988 adicionou novas pressões sob a forma de forte ampliação de garantias e benefícios sociais, além de maior descentralização da receita fiscal via transferências tributárias para estados e municípios. A pressão sobre os gastos deu então margem, em um primeiro momento, à aceleração da inflação, depois ao aumento do endividamento público e, paralelamente, a uma forte expansão da carga tributária. Enquanto esta última tende a reduzir a poupança das empresas e das famílias, o aumento dos gastos correntes reduz a poupança pública.

Emissão Primária	USD Bilhões		Em % do PIB	
	1980-1985	1992-1997	1980-1985	1992-1997

⁶⁸ Embora a renda *per capita* média do mundo tenha crescido aproximadamente dez vezes desde 1820, algumas regiões do planeta tiveram aumentos muito mais acentuados do que esse e outras muito menores. Um dos desafios centrais da ciência do desenvolvimento econômico é compreender essas diferenças regionais. Outro desafio é compreender como acionar um crescimento econômico mais eficiente nas regiões pouco desenvolvidas. Compreendendo esses obstáculos, poderemos esclarecer a maioria das externalidades negativas ao desenvolvimento econômico, incluindo o desempenho extremamente diferenciado das variadas regiões. Os governos podem adotar estratégias para acelerar o crescimento econômico de suas nações, e a capacidade de tirar vantagem dos avanços globais em tecnologia. Observamos que este foco nos avanços tecnológicos é completamente diferente da fracassada ideia marxista de que os ricos são ricos porque exploram os pobres. Diferentemente do que pensava Marx, a produção mundial não é constante, na distribuição contínua e equânime de um determinado nível de produção. Mas a produção mundial não é constante, precisamente porque os avanços tecnológicos permitem que o mundo adquira muito mais valor econômico a partir de um dado nível de insumos (SACHS, Jeffrey. Op. cit., pp. 256 e 257).

Renda variável - Doméstica				
Países emergentes	10,37	171,65	0,33	1,33
G-4	278,69	857,66	0,70	1,00
Renda variável - Internacional				
Países emergentes	0,00	43,43	0,00	0,22
G-4	3,59	111,28	0,03	0,21
Renda fixa - Doméstica				
Países emergentes	9,12	148,75	0,14	0,86
G-4	1.308,26	7.722,90	4,84	7,88
Renda fixa - Internacional				
Países emergentes	1,36	88,63	0,01	0,31
G-4	108,72	947,22	0,30	1,49

Fonte: Domowitz e outros.⁶⁹

Os limites à utilização de poupança externa tendem a ser relativamente estreitos. O recurso exagerado à poupança externa torna o país vulnerável às flutuações do mercado internacional, podendo resultar na necessidade de fortes ajustes diante de flutuações nas condições de financiamento externo, como discutido anteriormente em pelo menos dois episódios: 1982 e 1999. Do ponto de vista da contrapartida interna do uso de poupança externa, o risco é indireto: o aumento do investimento agregado associado à utilização ampliada de poupança externa deveria ser capaz de contribuir no futuro de forma direta ou indireta para o aumento das exportações ou redução das importações de modo a gerar as divisas necessárias ao serviço da dívida.

Em consequência, já na segunda década do século XXI, o Brasil continua às voltas com desafios similares aos da imediata pós-estabilização de 1994. Com efeito, não obstante os enormes e óbvios progressos feitos pelo país nesses quase 20 anos e os diversos altos e baixos das variáveis, os indicadores de poupança doméstica e externa em 2012 são muito similares aos de 1995, e o Brasil investe apenas pouco mais que os 18% a 19% do PIB de 1995. Uma das grandes “tarefas pendentes” do desafio pós-estabilização (aumentar a poupança doméstica e a taxa de investimento) continua, nesse sentido, inconclusa.

⁶⁹ DOMOWITZ, Ian; GLEN, Jack; MADHAVAN, Ananth. International evidence on aggregate corporate financing decisions. In: DEMIRGUÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. *Financial structure and economic growth: perspective and lessons - A cross country comparison of banks, markets and development*. Cambridge: MIT Press, 2001.

As taxas de investimento no Brasil tiveram seu pico no final dos anos 1970. No final dos anos 1980, elas voltaram circunstancialmente a níveis elevados, porém em boa medida como reflexo das distorções produzidas pelo ambiente de inflação elevada. Depois da estabilização da economia com o Plano Real, a taxa de investimento manteve-se abaixo de 20% do PIB, ante mais de 40% do PIB em países asiáticos de industrialização recente. O Brasil é um país que se caracteriza por baixas taxas de poupança doméstica ou, alternativamente, onde a poupança apresenta baixa sensibilidade aos aumentos de investimento. Isso pode ser atribuído, entre outros fatores, à “despoupança” do setor público e aos baixos incentivos à poupança no setor privado. As baixas taxas de poupança no Brasil fazem com que elevações da taxa de investimento sejam acompanhadas pela necessidade de aumento do uso da poupança externa (ou seja, por maiores déficits na conta corrente do balanço de pagamentos), tornando o país vulnerável, do ponto de vista financeiro, às flutuações na economia internacional.

Conforme falamos e dentro da livre iniciativa, para o mercado financeiro e de capitais, deve haver segurança e solidez na promoção de práticas transparentes, eficiência do setor, proteção aos depositantes e investidores na manutenção da estabilidade econômica do sistema financeiro. Em especial, o direito bancário regula e estuda duas grandes áreas: a da organização do sistema financeiro e a da atividade das instituições financeiras. Na lógica de regulamentação do mercado bancário, o processo de regulação e supervisão compreende atos de autorização, fiscalização, punição e administração de crises (riscos de crédito, de mercado, de liquidez, de variação de taxas, cambial e operacional).

Como se acaba de indicar, sobre uma visão geral de abuso de mercado se escondem três condutas distintas: (i) uso de informação privilegiada; (ii) manipulação de preços; e (iii) difusão de informação falsa ou enganosa. As três têm em comum efeitos sobre uma alteração do normal funcionamento do mercado. Apesar de os propósitos específicos da regulamentação visarem fixar a segurança e a solidez do sistema financeiro e a neutralidade da economia na adoção do crédito, o objetivo final é resguardar a confiança no sistema e zelar pela estabilidade da moeda. Assim, os governos aceitam a responsabilidade pela condução da política monetária, influenciando a oferta de moeda, o nível e a estrutura de taxas de juros e disponibilidade de crédito.

Afastada a ideia de que a regulação somente se justifica para suprir falhas do mercado, no quadro da crescente integração dos sistemas produtivo, comercial e financeiro em escala mundial, da intensificação, acirramento e universalização da concorrência, das expansões das

forças transnacionais, do subsequente enfraquecimento das capacidades de resposta, direção e fiscalização sobre os fluxos internacionais de capitais pelas entidades financeiras oficiais, no quadro de interseção da política internacional com a política interna, certamente será de fundamental importância definir o verdadeiro papel do Estado e quais os instrumentos jurídicos aptos a regular um modelo de economia liberal. Assim destaca Bruno Meyerhof Salama, ao indicar que “North ressalta exemplos históricos que demonstrariam como o crescimento econômico necessitaria uma ordem jurídica estável”.⁷⁰

A atividade financeira está inserida em sua integralidade na livre iniciativa, no livre acesso ao mercado financeiro e de capitais. Destacam-se entre os segmentos da livre iniciativa as características de acesso exclusivo à poupança popular, atendimento a regras de política monetária e cambial, permissão para iniciar e manter operação e fiscalização da atividade. Assim é que, em nome da defesa da poupança pública, na afetação da propriedade privada que a norma regula, há a inserção de requisitos próprios da atividade dentro de uma regulação específica. Há um maior grau de intervenção em relação às demais atividades econômicas, em função do acesso à poupança pública e da criação da moeda, funções essenciais de mercado e variável central no contexto do desenvolvimento nacional.

Aplicando a estrutura jurídica sobre o modelo econômico, o efeito dependerá da adaptação à regulação, ao que temos chamado de arbitragem regulatória. Mas também pensamos que as previsões legais não devem aceitar um dos extremos do modelo econômico, pode mover-se entre ambos, apresentando variações. As diferentes presunções geram diversos postulados a respeito do crédito e investimento, que guardam relação com a atividade produtiva e comercial planejada.⁷¹ Um direito racional é integrador de princípios internos que formam um sistema lógico dentro de um sistema organizado.

Como vimos, na CF encontramos inúmeros dispositivos que, analisados sistematicamente, ditam regras gerais que devem nortear o mercado financeiro e de capitais no País, na norma principal do art. 192. Contudo, como até a presente data o Congresso Nacional não promulgou a Lei Complementar que se refere ao art. 192, e enquanto não regulada a matéria pelo legislador complementar, devem ser aplicadas as regras que tratam da recepção ao novo sistema constitucional, de normas promulgadas em regime constitucional antigo. A Lei n. 4.595/64 teve seu fundamento na Constituição Federal de 1946, sobrevieram

⁷⁰ SALAMA, Bruno Meyerhof. *Sete enigmas do desenvolvimento em Douglass North*. Latin American and Caribbean Law and Economics Association.

⁷¹ COTTELY, Esteban. Aspectos del derecho económico en el sistema monetario internacional. *RDP* n. 39-40, p. 300-301.

as Constituições de 1966 e 1969, que renovaram seu fundamento de validade. Com a CF/88, a qual regulou em artigo específico o SFN, a Lei n. 4.595 foi recepcionada e ganhou caráter de Lei Complementar, uma vez que o conteúdo normativo dessas regras trata de matéria de competência da Lei Complementar. Assim, seguindo o regular processo legislativo, as alterações à Lei n. 4.595 devem ser feitas por Lei Complementar.

Na outra linha de normatização do sistema, somente com a Lei n. 4.728, de 14 de julho de 1965, é que o mercado de capitais passou a ter regramento específico. A lei tratou dos agentes administrativos regulatórios, constituição, organização e funcionamento das bolsas de valores e seus corretores, bem como da conceituação e regulamentação dos valores mobiliários. Contudo, com a Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976, houve substancial alteração do regime jurídico que regulou o mercado de capitais. Só a partir dessa lei se afasta por completo a competência cumulativa do Bacen na regulamentação e fiscalização do mercado de capitais.

Com o desenvolvimento do mercado de capitais e após a criação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), houve efetiva racionalização dos mercados financeiros e de capitais. O SFN é constituído por um subsistema normativo e outro operativo. O subsistema normativo regula e controla o subsistema operativo. Essa regulação e controle são exercidos por meio de normas legais, expedidas pela autoridade monetária dentro da hierarquia anteriormente exposta e pelo controle de crédito imposto pelos agentes financeiros do governo. O subsistema operativo é constituído pelas instituições financeiras públicas ou privadas, que atuam no mercado financeiro. Atualmente, o SFN, estruturado e regulado pela Lei n. 4.595, é assim constituído, de acordo com o art. 1º da referida lei:

- (i) Conselho Monetário Nacional (CMN);
- (ii) Banco Central do Brasil (Bacen);
- (iii) Banco do Brasil S.A. (BB);
- (iv) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES);
- (v) demais instituições financeiras públicas e privadas.

O Conselho Monetário Nacional foi instituído pela Lei n. 4.595 e estabelece as diretrizes mais genéricas tanto para o mercado financeiro quanto para o mercado de capitais, bem como é o órgão deliberativo de cúpula dentro do mercado financeiro e de capitais para o Sistema Financeiro Nacional. No conjunto de atribuições, ficam claros os papéis principais de proteção da moeda nacional, zelando pela liquidez das instituições financeiras, no intuito de evitar riscos sistêmicos, bem como de ser verdadeiro agente formulador de políticas

econômicas, tendo por fim a tutela da economia popular. A política do Conselho Monetário Nacional tem por objetivos os seguintes princípios:

- a) adaptar o volume dos meios de pagamento às reais necessidades da economia nacional e seu processo de desenvolvimento;
- b) regular o valor interno da moeda, para tanto prevenindo ou corrigindo os surtos inflacionários ou deflacionários de origem interna ou externa, as depressões econômicas e outros desequilíbrios oriundos de fenômenos conjunturais;
- c) regular o valor externo da moeda e o equilíbrio no balanço de pagamento do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira;
- d) *orientar a aplicação dos recursos das instituições financeiras, quer públicas, quer privadas, tendo em vista propiciar, nas diferentes regiões do País, condições favoráveis ao desenvolvimento harmônico da economia nacional;* (destaque nosso)
- e) *propiciar o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamento e de mobilização de recursos;* (destaque nosso)
- f) zelar pela liquidez e solvência das instituições financeiras;
- g) coordenar as políticas monetária, creditícia, orçamentária, fiscal e da dívida pública, interna e externa.

No aspecto de fiscalização das instituições financeiras, é atribuição do CMN regular a constituição, o funcionamento e a fiscalização dos que exercerem atividades subordinadas à Lei n. 4.595, bem como a aplicação das penalidades previstas. Em função de conveniências de ordem geral, o conselho poderá determinar ao Bacen: recusar autorização para o funcionamento de novas instituições financeiras; expedir normas gerais de contabilidade e estatística a serem observadas pelas instituições financeiras; fixar o capital integralizado, das reservas livres e o limite além do qual os excedentes dos depósitos das instituições financeiras serão recolhidos ao Bacen ou aplicados de acordo com as normas que o conselho estabelecer.

Dada a natureza restritiva da representação no CMN, a Lei n. 4.595 prevê o funcionamento de quatro comissões consultivas junto a este: Bancária, de Mercado de Capitais, de Crédito Rural, de Crédito Industrial. Caberá ao CMN regular a organização e funcionamento das comissões consultivas. Assim é que o Conselho, como órgão máximo normativo de política sobre moeda e crédito, disciplina o mercado financeiro e o mercado de capitais. Essa atividade abrange a intermediação de crédito, gestão e aplicação de capital, bem

como captar recursos, concentrá-los e remunerá-los por meio de empréstimos, de acordo com o art. 2º da Lei n. 4.595.

O Banco Central do Brasil é organizado na forma de autarquia federal, vinculado ao Ministério da Fazenda e sujeito à legislação específica e especial, com personalidade jurídica, patrimônio e receita próprios. Enquanto o CMN exerce função política, o Bacen tem papel executivo no cumprimento das normas expedidas por esse conselho com funções normativas e executivas. O seu objetivo precípua consiste em cumprir e fazer cumprir as disposições que lhe são atribuídas pela legislação em vigor e as normas expedidas pelo CMN, especialmente as relativas à execução das políticas monetária, creditícia e cambial do mercado financeiro.

No instrumento regulatório, é o órgão executor da política monetária. Assim, a política monetária consiste na ação da autoridade monetária sobre os meios de pagamento, taxas de recolhimento compulsório, emissão e compra de títulos públicos no mercado aberto, regulação da taxa de juros, visando à liquidez da economia. Órgão fiscalizador do sistema financeiro, deve zelar pela estabilidade das instituições financeiras. É o garantidor do sistema enquanto autoridade monetária que assegura a sua liquidez. Além disso, tutela a atividade financeira, fiscalizando-a, ditando regras de controle e administração e até mesmo liquidando instituições quando as condições assim exigirem. Entre suas principais funções e aqui de forma reduzida encontramos:

- a) emitir papel-moeda e moeda metálica, nas condições e limites estipulados pelo Conselho Monetário Nacional;
- b) exercer o controle de crédito sob todas as normas;
- c) realizar operações de redesconto e empréstimo a instituições financeiras;
- d) efetuar o controle dos capitais estrangeiros, nos termos da lei;
- e) exercer a fiscalização das instituições financeiras e aplicar as penalidades previstas na legislação;
- f) conceder autorização às instituições a fim de que possam funcionar no País e no exterior;
- g) efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais.

Nesse contexto, é conhecida a expressão Banco dos Bancos na referência ao Bacen à medida que recebe com exclusividade os empréstimos dos bancos comerciais, fornecendo empréstimos de liquidez e redescontos para atender às necessidades imediatas das instituições financeiras. O Bacen ainda é um instrumento gestor do Sistema de Pagamentos Brasileiro

(SPB). Como se verifica das atribuições do Bacen, essa autarquia deve zelar pela estabilidade das instituições financeiras, ficando patente a referida função quando se lhe delegam poderes concernentes a constituição, funcionamento, administração, patrimônio, fiscalização, objeto social e arquivos informativos das instituições financeiras. Por excelência, o Bacen é a entidade encarregada de tutelar a atividade financeira, fiscalizando as instituições financeiras, ditando regras de controle e administração e até liquidando-as, quando as condições assim exigirem.

A regulação do mercado de capitais, como de qualquer mercado, consiste na atividade do Estado de editar normas de conduta para seus participantes e fiscalizar seu cumprimento. A decisão de regular é, sem dúvida, política, estando diretamente relacionada com o modelo econômico do país. O Estado tem, assim, duas opções, quais sejam, substituir-se por inteiro às forças do mercado ou deixar o mercado livre de quaisquer controles. No caso de o Estado decidir por regular o mercado, ele está, na verdade, tomando, de imediato, duas decisões básicas: (i) a de não eliminar as forças do mercado, por considerar ser sua sobrevivência de interesse público; e (ii) a de estabelecer, por outro lado, limitações aos participantes no mercado, reconhecendo a existência de imperfeições e dispondo-se a eliminá-las ou pelo menos reduzi-las.

Tendo em vista que no Brasil foi atribuído ao CMN e à CVM o poder de império do Estado, por meio do qual este “intervém” no mercado de capitais, iremos nos ater ao estudo mais aprofundado dos poderes destes órgãos, em especial da CVM devido ao seu papel de não só regular e fiscalizar, mas também desenvolver o mercado de valores mobiliários. Destacar o papel da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), na condição de agente regulador, tem sido fundamental para o desenvolvimento de mercado. Não, assim, apenas na sua função como órgão responsável pela regulação e fiscalização de mercado, mas como elemento vinculado à garantia, à proteção do investidor, busca de maior eficiência nos processos e estímulo à competição e à transparência dos agentes participantes.

De acordo com a Lei n. 6.385/75, foi estabelecida, em seu artigo 3º, a competência ao Conselho Monetário Nacional, e adicionalmente, algumas atribuições a serem exercidas em conjunto pelo CMN e pela CVM foram delineadas no artigo seguinte,

“Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

I - *estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;*

II - *promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;*

III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;

IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: emissões irregulares de valores mobiliários, atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)

V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;

VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;

VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;

VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional.”

Como se pode ver, o CMN, por meio de suas “Resoluções” é quem estabelece as diretrizes gerais que deverão ser seguidas pela CVM. É possível confirmar que a moldura institucional do país tem se modernizado e garantido melhores padrões de governança ainda que careça de uma ampliação de grau de transparência. Considera-se o estabelecimento de uma infraestrutura moderna, com mecanismos de negociação, custódia e distribuição adequados e tecnicamente eficientes, identificando grandes oportunidades nas relações atuais entre intermediários financeiros e investidores. Importante aqui o que representa o mercado de capitais como uma nova fonte de financiamento, em um ambiente de auxílio no monitoramento e na perenização da atividade econômica financiada.⁷²

De acordo com o Estudo do Banco de Desenvolvimento Interamericano, com quadro não muito alterado até aqui,

“o crédito bancário é escasso na América Latina e no Caribe. Durante a década de 1990, o nível médio de crédito concedido ao setor privado na região foi de apenas 28% do PIB, uma taxa significativamente mais baixa que a de outros grupos de países em desenvolvimento, como Leste da Ásia e Pacífico (72%) e Oriente Médio e Norte da África (43%). [...] Uma visão mais ampla do setor financeiro, incluindo tanto o crédito bancário como os mercados de capitais, leva a mesma conclusão.”⁷³

⁷² Os princípios de uma boa regulação como norte para uma produção normativa eficiente para ampliação do crédito devem observar quatro disposições gerais para uma regulação menos fragmentada e incompleta. Primeiro, é fundamental preservar a responsabilidade e autoridade daqueles que administram os agentes e as instituições financeiras. Segundo, a regulação deve sempre buscar facilitar a inovação no que tange às atividades reguladas. Terceiro, a adequada regulação do crédito deve evitar regulamentos que pressuponham qualquer distorção ou impedimento à competição. Ainda, não existe uma boa regulação sem um bom judiciário e sem a boa realização dos direitos do credor. Por fim, só um BACEN, uma CVM e uma Susep bem aparelhados são capazes de impor restrições inteligentes.

⁷³ Banco Interamericano de Desenvolvimento. *Libertar o crédito: como aprofundar e estabilizar o financiamento bancário*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 5-6.

Além da infraestrutura de mercado, na formação de poupança para investimento, quando comparado o peso do Estado na economia, o Brasil se sobressai em relação às demais economias emergentes ao menos em duas variáveis: poucos governos arrecadam tantos tributos e, de outro modo, poucos governos investem tão pouco.

Seja qual for a escola de pensamento, não há quem deixe de apontar a necessidade de elevar o investimento público como um dos maiores desafios para o país crescer de forma sustentada, e alçar um maior estágio de desenvolvimento.⁷⁴ O investimento é descentralizado, reflete um esforço fiscal por parte das demais pessoas políticas, mas menos da União, que ainda destina pequena parcela de sua receita para tal fim. Além do nível de investimento, deve-se ter em conta a estrutura do gasto público na identificação de quais poderão ser considerados produtivos ou improdutivos, mas este não é objeto do trabalho que queremos desenvolver.

Nesse trabalho, são apontadas alternativas para alterar esse quadro que vai desde o fomento do maior investimento privado, via equalização na redução de carga tributária a instrumentos de crédito. O desenvolvimento de mercado e de modelos eficazes de negócios passa pela redução de distâncias entre poupadores e os setores deficitários, numa clara transformação de riscos inerentes em formulas de adequação risco-retorno. E esse tipo de investimento é fundamental para o crescimento econômico. Desenvolveu-se, assim, o mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários. Do ponto de vista dos investidores, o mercado de capitais surge como alternativa às aplicações tradicionais em produtos oferecidos pelos bancos ou governo. É nesse mercado que os poupadores têm a oportunidade de participar de empreendimentos que considerem interessantes, com análise e assunção de risco,⁷⁵ volumes e prazos diferenciados, através da emissão de valores mobiliários.

Contudo, o financiamento do crescimento com base em crédito bancário exclusivamente tende a gerar fragilidade financeira e racionamento de crédito, ambos representando riscos à continuidade do crescimento. Assim, o tema mais complexo no financiamento do crescimento talvez seja o *funding*, cujo desenvolvimento institucional envolve, além de um aparato regulatório e de supervisão condizentes, pelo menos quatro

⁷⁴ JONES, Charles. *Introdução à Teoria do Crescimento Econômico*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000. p. 36-38.

⁷⁵ Na análise dos riscos das operações estruturadas no agronegócio e na essência de foco por tipo de ativo, há avaliação dos seguintes riscos: análise de crédito; análise de garantias; análise de contraparte; análise de riscos jurídicos; análise de riscos operacionais, análise de participante, efeitos no fluxo de ativos, risco de severidade, avaliação por grupo de ativos, agente de controle de última instância (administrados). Crédito estruturado e o processo de desintermediação bancária, Standard & Poors, disponível em www.standardandpoors.com.br.

questões. No caso dos sistemas com base em mercado de capitais, essas questões se ligam primordialmente e de forma inter-relacionada:

- a) ao tamanho e profundidade dos mercados de títulos corporativos de longo prazo; e
- b) ao tamanho e perfil de aplicação dos investidores institucionais.

A existência de investidores institucionais não só facilita a existência de mercados de capitais robustos, ela também estimula o aumento da profundidade e eficiência dos mercados de capitais. Entretanto, o crescimento e o desenvolvimento de investidores institucionais facilitam o casamento entre aplicações financeiras e os prazos normalmente requeridos no processo de investimento produtivo. Isto porque algumas dentre essas instituições – por exemplo, fundos de pensão e seguradoras – possuem passivos de longo prazo, o que lhes permite fazer aplicações de longo prazo, por exemplo, em ações e bônus.

Assim, a existência de mercados organizados de títulos de longo prazo (mercados de capitais, por exemplo) e investidores institucionais com perfil de aplicação de longo prazo poderia mitigar tal problema de descasamento de ativos. Isso porque as empresas investidoras, após a realização do investimento, poderiam ter acesso à colocação de títulos com vencimentos mais compatíveis com os prazos de vencimento dos seus investimentos.⁷⁶ Portanto, ainda, é importante o mercado de capitais na medida em que estimula a poupança e o investimento produtivo, através de novas fontes de financiamento. Ao mesmo tempo, determinados sistemas agroindustriais se tornaram cada vez mais globais em termos de distribuição, consumo e fluxo constante de capitais.

Dentro da articulação dos agentes, a produção de alimentos e bioenergia para um mercado global exige alto investimento de capital.⁷⁷ Os instrumentos financeiros são fundamentais para o funcionamento de todas as redes de produção, e numa agenda para o agronegócio isso permitiria desburocratizar e alongar as linhas existentes, com autonomia para produtores e agroindustriais usarem os recursos segundo suas prioridades e necessidades. O mercado de capitais brasileiro dispõe, conforme já destacamos, de ampla infraestrutura capaz de desenvolver sofisticadas operações financeiras, mas ainda não desbravou integralmente o setor privado e o longo prazo. Mas invariavelmente opinam os principais autores que o mercado de capitais já está suficientemente maduro para gerir a poupança privada.

⁷⁶ CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. Investimento, poupança e financiamento. In: *Economia Monetária e Financeira*. São Paulo: Elsevier. p. 336.

⁷⁷ DICKEN, Peter. *Mudança Global: mapeando as novas fronteiras da economia mundial*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010. p. 375.

Apesar de um amplo quadro para desenvolvimento do mercado de dívida privada, sustentamos, por sua vez, que o país ainda está submetido à conjunção de dois fatores negativos, que fazem com que tenha um aproveitamento relativo das condições favoráveis ao desenvolvimento do mercado de capitais. O primeiro deles é a relativamente baixa proteção do investidor, derivada de um sistema jurídico pouco seguro à proteção dos contratos e do direito de propriedade, e incrementada pelos equívocos de muitos juízes que consideram possível fazer justiça social através de suas sentenças. O segundo fator é a irracionalidade do sistema tributário, o tamanho da carga e seus efeitos negativos sobre as transações financeiras. Esse segundo aspecto, com relação específica aos títulos do agronegócio, tem tratamento benéfico diferenciado. Dentro do foco de aplicação direta deste trabalho, cuidaremos mais à frente do primeiro fator.

CAPÍTULO 2: SECURITIZAÇÃO DO CRÉDITO COMO TECNOLOGIA PARA O FINANCIAMENTO AGROINDUSTRIAL

2.1. ESTRUTURA ATUAL DO FINANCIAMENTO AGRÍCOLA

No Sistema Financeiro Nacional, ao Conselho Monetário Nacional compete formular a política creditícia a ser aplicada no Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR). Em consonância com as diretrizes governamentais de desenvolvimento agropecuário, as decisões desse conselho são divulgadas por meio de resoluções do Bacen e operacionalizadas pelas instituições financeiras integrantes do sistema. O SNCR é mais do que um sistema de crédito, já que assume também a forma de instrumento de planejamento da produção visando principalmente evitar gargalos no fornecimento de alimentos.

O crédito é, nesse caso, o mecanismo de incentivo que complementa o mercado para orientar a produção e os investimentos de longo prazo. Trata-se de um empréstimo qualificado, uma vez que o mutuário deve ser produtor rural, e os recursos têm sua destinação específica no ciclo de produção dentro dos sistemas agroindustriais. Sabemos que a disciplina dos investimentos precisa ajustar-se à das poupanças compulsórias, para que os fundos de poupança compulsória possam receber aplicações futuras, em termos sociais, e compensatórias para os titulares de participações na poupança.

O controle do SNCR, sob todas as formas, é atribuição específica do Banco Central, ao qual compete principalmente: a) dirigir, coordenar e fiscalizar o cumprimento das deliberações do CMN, aplicáveis ao crédito rural; b) determinar os meios adequados de seleção e prioridade na distribuição do crédito rural e estabelecer medidas de zoneamento para atuação das diversas entidades financiadoras; c) sistematizar a atuação das instituições participantes; d) elaborar planos globais de aplicação do crédito rural e conhecer sua execução. Apenas os bancos comerciais e múltiplos com carteira comercial, compulsoriamente, operam nesse segmento com recursos próprios, oriundos de regulamentados percentuais dos volumes médios dos depósitos à vista e outros recursos de terceiros, conforme a exigibilidade periodicamente apurada. Os bancos, caso não queiram aplicar em crédito rural, podem optar por terem os recursos dessa exigibilidade depositados no Bacen sem qualquer remuneração.⁷⁸

⁷⁸ O Banco do Brasil (BB) exerce, ao mesmo tempo, as funções de agente financeiro do Governo Federal, principal executor das políticas de crédito rural. Na mesma área, o BB atua ainda como banco comercial,

Alternativamente, muitos bancos privados múltiplos têm preferido cumprir a exigibilidade da aplicação obrigatória, com repasses de recursos no interbancário para o BB, via Depósito Interfinanceiro vinculado ao Crédito Rural (DIR), com prazo mínimo de 60 dias. Além dos recursos obrigatórios oriundos dos depósitos à vista, os outros recursos controlados aplicados no crédito rural são: os do Tesouro Nacional; os subvencionados pela União na forma de equalização de encargos (diferença de encargos financeiros entre os custos de captação da instituição financeira e os praticados nas operações de financiamento rural, pagos pelo Tesouro Nacional, aí incluídos os recursos do BNDES); e os da Caderneta de Poupança Rural (32% do saldo médio diário dos depósitos captados – os bancos federais são obrigados a aplicar 68% das captações em poupança em crédito rural). Também são utilizados, como *funding* para o crédito rural, recursos livres; e ainda, os do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) e os captados no exterior com base na Resolução n. 2.770.

Atualmente, as taxas efetivas de juros praticadas no crédito rural com os recursos obrigatórios e controlados girou em torno de 6,75% ao ano no caso dos programas de custeio e comercialização, de acordo com a Resolução n. 3.475, de 4 de julho de 2007. As taxas efetivas de juros dos recursos não controlados são livremente pactuadas entre as partes. As Resoluções n. 3.137, de 31 de outubro de 2003, n. 3.208, de 24 de junho de 2004, e alterações posteriores estabeleceram as condições e os limites atuais para o direcionamento dos recursos controlados do crédito rural, além de instituir uma nova Linha Especial de Crédito (LEC), para os produtos beneficiários da Política de Garantia de Preços Mínimos (PGPM) ao amparo dos recursos obrigatórios.⁷⁹

O mecanismo alternativo de racionamento utilizado no SNCR foi o de controle sobre a operação individual de crédito, introduzindo limites de desembolso por unidade de área financiada ou pelo valor do bem de capital financiado. O agente de crédito, a organização bancária e o gerente operador da carteira vão desenvolver métodos alternativos de captação de parte do benefício transferido para o tomador do crédito, o agricultor. Tais operações, conhecidas como reciprocidades, vão se constituir em um caso típico de distorção do agente principal. O principal, nesse caso, é o governo, que vê limitada a sua capacidade de controle

disputando mercado com outras instituições do gênero e ressalvados os programas especiais do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social.

⁷⁹ Os subsídios sobre a taxa de juros de mercado têm o sentido de comando sobre os incentivos de preços dos mercados, e o volume e mecanismos de racionamento entre os tomadores são introduzidos para reduzir os elementos de risco que inibiriam o volume de produção destinado aos mercados e os investimentos transformadores do sistema de produção agropecuária tradicional.

sobre a operação do sistema de crédito; o agente aqui é, sobretudo, o BB, que faz predominar seus próprios objetivos sobre os do principal, como um grupo de interesse privado qualquer.

O crédito rural passou a ser concedido em sintonia com a Política Nacional de Desenvolvimento da Produção Agropecuária, lançado concomitantemente com o Plano de Safra, e sua concessão é efetuada sob o controle técnico, jurídico e funcional normalmente atendido por equipes nas instituições financeiras especialmente formadas com o dever de certificação das condições, requisitos e finalidades de sua estrutura funcional. O crédito rural cumpre as finalidades e condições estabelecidas no Manual do Crédito Rural (MCR), utilizado por produtores rurais (pessoa física ou jurídica) e suas associações, por cooperativas de produtores rurais, tendo como objetivos: (i) estimular investimentos rurais feitos pelos produtores ou por suas associações (cooperativas, condomínios, parcerias etc.); (ii) favorecer o oportuno e adequado custeio da produção e a comercialização de produtos agropecuários; (iii) fortalecer o setor rural; e (iv) incentivar a introdução de métodos racionais no sistema de produção, visando ao aumento de produtividade, à melhoria do padrão de vida das populações rurais e à adequada utilização dos recursos naturais.

No mesmo sentido, o MCR prevê que o crédito rural pode ter as seguintes finalidades: (i) crédito de custeio, destinado a cobrir despesas normais dos ciclos produtivos; (ii) crédito de investimento, destinado à aplicação em bens ou serviços cujo desfrute se estende por vários períodos de produção; e (iii) crédito de comercialização, destinado a cobrir despesas próprias da fase posterior à colheita ou a converter em espécie os títulos oriundos de sua venda ou entrega pelos produtores ou suas cooperativas. Vale ressaltar ainda que o crédito rural não pode ser concedido a estrangeiros residentes no exterior,⁸⁰ a sindicato ou a parceiro, quando o contrato de parceria proibir o acesso de qualquer uma das partes ao financiamento.

Assumindo caráter institucional, o SNCR teve seu âmbito de ação disciplinado e estruturado para atender às peculiaridades próprias da atividade do ciclo agrícola dentro dos pressupostos de adequação, suficiência e oportunidade de concessão dos recursos. O SNCR é constituído de órgãos básicos, vinculados e articulados. Como órgãos básicos, temos o Bacen, o BB, Banco da Amazônia (Basa) e Banco do Nordeste (BNB). São órgãos vinculados o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), bancos privados e estaduais, caixas econômicas, cooperativas de crédito rural e sociedades de crédito. E, por fim, os órgãos articulados são os órgãos oficiais de valorização regional e entidades de

⁸⁰ Se o crédito foi distribuído por bancos oficiais e para investimento fixos, não pode ser beneficiária a filial de empresa sediada no exterior ou a empresa cuja maioria do capital com direito a voto pertença a pessoas físicas ou jurídicas residentes.

prestação de assistência técnica, cujos serviços as instituições financeiras podem vir a utilizar em conjugação com o crédito, mediante convênio.

O BB atuou como repassador do dinheiro público disponibilizado pelo Tesouro Nacional por meio de conta movimento, sobre o qual cobrava e cobra custos operacionais, *spreads* e juros. O Estado não pôde suportar os altos custos operacionais nos anos 1970 e 1980 gerados pela crise fiscal, que comprometeram a maior parte das receitas da União com o pagamento da dívida pública, ocasionada pelo inadimplemento pelas sucessivas rolagens que levaram à quebra das finanças públicas, impossibilitando o Estado de endividar-se ainda mais, o que levou à redução dos aportes de recursos ao crédito rural.

O programa nacional de Crédito Rural foi duramente criticado a partir dos anos 1980, sob os principais argumentos de que seus efeitos eram pouco significativos sobre o crescimento da produção agrícola, sobre as tecnologias adotadas pelos produtores e sobre a elevação da produtividade. Nesse período, os desequilíbrios da economia brasileira haviam se acentuado tanto no mercado internacional quanto internamente, com a aceleração do processo inflacionário. Como as taxas de juros dos empréstimos agrícolas eram inferiores às cobradas no mercado financeiro, em anos de inflação alta, os custos do programa se tornaram muito maiores que os benefícios. Outro efeito perverso do sistema ocorria em relação ao processo distributivo do financiamento, pois as taxas de juros eram mantidas constantes mesmo em períodos de elevação dos preços, de modo que a maior parte dos subsídios aumentava.

Para conter o processo inflacionário, o governo, nos primeiros anos da década de 1980, determinou como objetivo da política monetária a redução da oferta dos meios de pagamento. O corte no crédito rural seria tão mais eficiente na contenção do crescimento da oferta monetária quanto maior fosse sua participação no total das aplicações das autoridades monetárias. O crédito rural chegou a representar, em 1980, 20% da soma da base monetária e dívida pública; em 1981, esse valor se reduziu para 12%, o que mostrava que a redução no ritmo de crescimento da oferta dos meios de pagamento não poderia prescindir dos cortes nas disponibilidades de crédito rural. Os recursos monetários não inflacionários, depósitos à vista em bancos comerciais, que representam parcela importante dos empréstimos totais, foram sistematicamente perdendo importância, chegando a representar uma pequena parcela dos fundos financeiros totais da economia no começo dos anos 1980, sobretudo com o agravamento do processo inflacionário.

No mesmo compasso em que as fontes de financiamento se exauriam, a demanda por crédito agrícola se expandia rapidamente (em decorrência de condições propícias do mercado

externo e interno para os produtos agrícolas), o que provocava dois efeitos: inócuo aumento do percentual de depósitos à vista destinados aos empréstimos e pressões crescentes sobre a atuação monetária do governo. À medida que se esgotaram as fontes de recursos não inflacionárias (o aumento da inflação fazia com que o público evitasse os depósitos à vista, optando por aplicações financeiras indexadas), o sistema de crédito foi se tornando cada vez mais dependente da aplicação compulsória dos bancos e da complementação feita pelo tesouro nacional.

Diante da necessidade de novas fontes alternativas de financiamento, o governo passou a apoiar a criação de novas fontes de recursos, abandonando a forma de atuação do período anterior, ou seja, a função de principal gerador de recursos de crédito rural. Em 1988, com o objetivo de incentivar novas fontes de financiamento, a Constituição Federal criou os Fundos Constitucionais de Financiamento (FNO, FNE, FNECO), que seriam gerados por meio da alíquota de 3% da arrecadação do IPI e do IR. O BNDES, em 1991, a fim de aumentar a oferta de crédito rural formal, aumentou de forma significativa sua carteira de aplicações agropecuárias por meio da Finame – Rural, do Programa de Operações Conjuntas (POC) e de programa de operações diretas do próprio banco. Os recursos advindos da Finame são destinados ao financiamento de máquinas e equipamentos, sendo aplicados por meio de agentes financeiros como BB, Bradesco, Banco do Nordeste, Banresul e Banco Regional de Desenvolvimento Econômico (BRDE).

Com as várias ineficiências do sistema de crédito rural, na falta de equidade e eficiência, e a necessidade de o governo realizar o ajuste fiscal a fim de garantir a estabilidade monetária, os recursos federais destinados ao financiamento rural tornavam-se cada vez mais escassos. No entanto, consistiria em um erro grave, a manutenção de programas oficiais com limitada participação privada ou apenas com a função de agente repassador de recursos do BNDES.⁸¹ Destacamos abaixo os atuais programas do BNDES relacionados ao agronegócio:

a) BNDES Finem: consiste em um financiamento, de valor superior a R\$ 20 milhões, a projetos de implantação, expansão e modernização de empreendimentos, sendo atualmente subdividido nas seguintes linhas: (i) Linha de Apoio à Agropecuária, para apoio a projetos de investimentos visando à implantação, modernização e expansão de empresas do setor agropecuário; (ii) Projetos de eficiência energética, para apoio a projetos de eficiência energética que contribuam para a economia de energia, aumentem a eficiência global do sistema energético ou promovam a substituição de combustíveis de origem fóssil por fontes

⁸¹ Ver também: LOYOLA, Gustavo. Direcionamento de crédito não é a solução. In: SADDI, Jairo; PINHEIRO, Armando Castelar. *Direito, economia e mercado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005. p. 474-476.

renováveis; (iii) Aquisição de bens de capital, para apoio à aquisição de bens de capital associada a planos de investimentos apresentados ao BNDES; e (iv) Aquisição de bens e serviços importados, para apoio à importação de máquinas e equipamentos sem similar nacional, associada a planos de investimentos apresentados ao BNDES.

b) BNDES Automático: financiamento de até R\$ 20 milhões a projetos de implantação, expansão e modernização de empreendimentos.

c) BNDES Finame Agrícola: financiamento à aquisição isolada de máquinas e equipamentos agrícolas novos, de fabricação nacional, credenciados no BNDES, sem limite de valor.

d) BNDES Finame Leasing: financiamento à aquisição isolada de máquinas e equipamentos novos em operações de arrendamento mercantil.

e) Cartão BNDES: crédito rotativo, pré-aprovado, de até R\$ 1 milhão, para aquisição de produtos, insumos e serviços credenciados no Portal de Operações do Cartão BNDES, direcionado às micro, pequenas e médias empresas.

f) BNDES Limite de Crédito: crédito rotativo para o apoio a empresas ou Grupos Econômicos já clientes do BNDES e com baixo risco de crédito.

g) BNDES Empréstimo-Ponte: financiamento a um projeto, concedido em casos específicos, para agilizar a realização de investimentos por meio da concessão de recursos no período de estruturação da operação de longo prazo.

h) BNDES *Project finance*: engenharia financeira suportada contratualmente pelo fluxo de caixa de um projeto, servindo como garantia os ativos e recebíveis desse mesmo empreendimento.

i) BNDES Fianças e Avais: prestação de fiança e avais pelo BNDES com objetivo de diminuir o nível de participação nos projetos financiados.

j) BNDES Proaquicultura: apoio aos investimentos para a construção, expansão e modernização de capacidade produtiva dos produtores de pescados e da indústria processadora de pescados; ao capital de giro; e a iniciativas voltadas para modernização ou implementação de melhorias na estrutura organizacional, administrativa, de gestão, comercialização, distribuição e de logística das sociedades atuantes no setor aquícola.

k) BNDES Cerealistas: apoio ao desenvolvimento e à modernização do setor de armazenagem nacional efetuado por empresas comerciais cerealistas nacionais.

l) BNDES Prorenova: apoio ao aumento da produção de cana-de-açúcar no país, por meio do financiamento à renovação e implantação de novos canaviais.

m) BNDES PASS: financiamento à estocagem de álcool etílico combustível pelas empresas do setor sucroalcooleiro.

n) Programas do Governo Federal administrados pelo BNDES: opções de financiamento destinadas a produtores rurais e suas associações e cooperativas, com o objetivo de financiar investimentos em modernização, reflorestamento, capitalização de cooperativas, dentre outras finalidades mais específicas.

As políticas econômicas que insistiram no modelo de grande intervenção governamental, por meio da constituição do SNCR e programas do BNDES, com pequena evolução e operacionalidade dos títulos de financiamento rural instituídos em 1967, mostraram sérias limitações de crédito e operacionais do sistema proposto. Infelizmente, tais sistemas não chegaram a se desenvolver como pretendido, sobretudo devido à falta de implantação de certos instrumentos indispensáveis à sua plena operacionalização. Importante notar que, por volta dos anos de 1978 e 1979, o Sistema Nacional de Pesquisa Agropecuária (SNPA) passou a ser extremamente influenciado pela crise econômica e também pelas dificuldades de resposta com eficácia às mudanças ocorridas na conjuntura econômica. Dentro desse período, a taxa de inflação superou 40%, a dívida externa brasileira chegou a 40 bilhões de dólares, a dívida interna teve um alto crescimento e a taxa de juros permaneceu muito elevada.⁸²

Uma das características da atividade agropecuária é sua marcada sazonalidade, decorrente da forte dependência de fatores climáticos, ambientais e dos ciclos biológicos das plantas e animais. O progresso tecnológico tem modificado a sazonalidade intrínseca, encurtando os tempos de crescimento e maturação das espécies, desenvolvendo espécies adaptadas a ambientes diferentes daqueles originários, além de tecnologias que produzem as condições climáticas e ambientais adequadas, iluminação artificial, estufas, sistemas de irrigação etc. Apesar dos enormes progressos nesses campos, em maior ou menor grau, a atividade agropecuária continua sazonal e, em grande medida, fortemente dependente de fatores da natureza.

Essa sazonalidade reflete-se na necessária capacidade para responder às mudanças nas condições do mercado, seja para organizar seus fluxos financeiros de forma a reduzir a necessidade de capital de giro. Enquanto na indústria é, em geral, possível utilizar as receitas correntes para cobrir pelo menos parte dos gastos correntes, na agricultura despesas e receitas realizam-se em períodos diferentes: ao longo de vários meses, o agricultor deve cobrir os

⁸² BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio: regime jurídico*, cit., p. 442.

gastos com preparação do solo, plantio, mão de obra, serviços etc., e apenas depois da colheita realizaria a receita decorrente da venda de sua produção. Isso também acontece com criadores de animais, particularmente de animais cujo ciclo de vida é mais longo, significando que a necessidade de capital de giro na agropecuária é proporcionalmente mais elevada que na indústria.

Daí a importância de políticas de crédito que coloquem, à disposição dos produtores rurais, recursos em condições compatíveis com as especificidades de cada sistema agroindustrial. Em vários países, essa tutela foi implementada por meio de políticas de garantia de preços, garantia de renda mínima ou intervenções similares. Justificou, ainda, a implementação de políticas de crédito com o objetivo de prover capital aos produtores em condições e prazos adequados às especificidades do negócio agropecuário, seja na forma de capital de giro (crédito de custeio), recursos para a comercialização (crédito de comercialização) da safra e, finalmente, para realizar os investimentos (crédito de investimento).

Em resumo, dadas as variáveis e as restrições estruturais, o comportamento e o desempenho do setor agropecuário refletem os efeitos combinados dos preços macroeconômicos e dos sinais enviados pela política agrícola. Em conjunto, estes parâmetros determinam o contexto geral que afeta as decisões de produção, sua composição e nível corrente, os investimentos, o crescimento do produto, a formação e distribuição de renda no setor. As políticas macro e microssetoriais traduzem um conjunto de instrumentos que inibem ou estimulam certas expectativas dos agentes, afetando suas decisões de produção (o que produzir, quanto produzir e investir e como produzir), e um conjunto de ações que afetam a demanda final.

Até 1994, o financiamento do agronegócio brasileiro caracterizou-se por uma forte dependência de recursos oficiais e o governo exercia grande interferência no mercado, por meio da Política de Preços Mínimos (PGPM). Essa fase culminou com um grande descompasso entre o custo do financiamento e o preço dos produtos agropecuários. Nesse contexto, o sistema financeiro reduziu sua atuação no crédito rural em razão do elevado risco da atividade. Hoje, a política de crédito no país efetua-se conforme escalonamento de valores determinados pelo Poder Executivo Federal, em cujo organograma o CMN assume a liderança das decisões a serem executadas pelo Bacen, com intermediação do Sistema Financeiro Nacional. O desenho da política agrícola – escolha e combinação dos instrumentos – e de sua operacionalização depende dos objetivos específicos atribuídos à política setorial, da

capacidade operacional e financeira do Estado e da própria concepção e marco institucional, que, em conjunto, delimitam e orientam as relações entre o setor público e o setor privado. A seguir, são apresentados os principais instrumentos de política de crédito agrícola:⁸³⁻⁸⁴

- 1931 Conselho Nacional do Café e Comissão de Defesa da Produção de Açúcar
- 1943 Comissão para Financiamento da Produção (CFP)
- 1945 Política de Garantia de Preços Mínimos (PGPM)
- 1965 Sistema Nacional de Crédito Rural - SNCR (Lei n. 4.829/65)
- 1966 Reformulação da PGPM (Decreto-lei n. 9/66)
- 1967 Exigibilidade bancária (Resolução n. 69)
- 1987 Poupança Rural
- 1988 Fundos Constitucionais (Lei n. 7.827/89)
- 1991 Lei Agrícola (n. 8.171/91)
 - Preço de Liberação de Estoque (PLE)
- 1994 Cédula de Produto Rural (CPR) (Lei n. 8.929/94)
- 1995 Securitização da dívida rural (Lei n. 9.13/95)
- 1996 Programa de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf)
 - Finame Agrícola Especial (Decreto n. 1.946)
 - Extinção do EGF-COV (com opção de venda)
- 1997 Contratos de Opção e Prêmio e Valor de Escoamento de Produtos (PEP e VEP)
- 1998 Pesa (Resolução n. 2.471/98) e Prosolo
- 1999 Recoop (Resolução n. 2.666/99) e Proleite
- 2000 CPR Financeira e Moderfrota
- 2003 Subvenção do Prêmio do Seguro Rural (Lei n. 8.423/94)

⁸³ *Revista de Política Agrícola* (Edição Especial). Embrapa, out./2005

⁸⁴ Durante os anos 1970, e com menor intensidade na década de 1980, os programas de desenvolvimento regional constituíram um dos principais mecanismos de intervenção do Estado na economia. A maioria desses programas tinha forte alinhamento na promoção de atividades vinculadas à agricultura. Eram financiados por organismos internacionais, com objetivos, concepção e alcance variados; reuniam um conjunto de instrumentos de intervenção, desde o crédito, assistência técnica, fortalecimento institucional etc.; além disso, viabilizavam as ações do Estado nas mais variadas áreas, desde a educação até a construção de infraestrutura. Não se trata aqui de apresentar cada um deles, mas apenas de indicar os principais objetivos, componentes, estratégias e impactos. Os principais programas foram: Programa de Redistribuição de Terra e Agroindústria no Nordeste (Proterra); Programa de Integração Nacional (PIN); Programa de Irrigação do Nordeste; Programas de Desenvolvimento Rural Integrado em várias regiões e sub-regiões; Programas de Desenvolvimento da Agroindústria, também em várias regiões; Projeto Sertanejo; Programa Nacional de Desenvolvimento das Várzeas (Provárzeas) e muitos outros. A intervenção do Estado também lançou mão de programas especiais por produtos, como o Plano Nacional para o Melhoramento da Cana-de-Açúcar (Planalsucar), o Programa Nacional de Desenvolvimento do Cacau (Procacau), o Programa da Borracha (Probor), o Programa de Reflorestamento, o Programa de Apoio à Agroindústria do Setor Sucroalcooleiro (Prosai), o Programa Nacional para o Alcool (Proálcool), além de vários programas voltados para a pecuária e políticas especiais para alguns produtos, como o café, mediante o Instituto Brasileiro do Café (IBC), ou para o setor sucroalcooleiro, por meio do Instituto do Açúcar e do Alcool (IAA).

Linha Especial de Crédito de Comercialização (LEC)

2004 Poupança Rural para Bancos Cooperativos

Novos Títulos do Agronegócio (Lei n. 11.076/94)

Opção Privada e Opção de Compra

2005 Nota Comercial do Agronegócio - NCA/Agrinote (Instr.CVM n. 422)

Nesse contexto, o principal mecanismo de planejamento é o Plano Agrícola e Pecuário, que consolida as principais medidas de política aprovadas pelo governo para o próximo ano agrícola. Esse instrumento, de escopo anual, publicado em geral às vésperas do início do calendário agrícola, confirma a natureza produtivista e imediatista da política agrícola. Esse caráter fica ainda mais evidente quando se leva em conta o fato de que as medidas incluídas no Plano podem ser modificadas automaticamente pelo governo, não constituindo, portanto, compromissos seguros que possam orientar as decisões dos produtores. Entre os instrumentos financeiros que já foram aplicados e outros mais recentes e citados, podem ser enumeradas ainda algumas operações específicas.

O Programa de Garantia de Preços Mínimos (PGPM) visa oferecer ao produtor uma proteção para os preços recebidos pelos produtos agrícolas. O preço para cada produto coberto pela política é anunciado antes do início do plantio e, teoricamente, define um piso para os preços recebidos pelos produtores: o “preço mínimo”. A política de preços mínimos é operacionalizada por meio dos Empréstimos do Governo Federal (EGF) e das Aquisições do Governo Federal (AGF). A partir dos anos 1990, como será visto adiante, novos instrumentos foram criados para promover a sustentação de preços mínimos de garantia aos produtores.

As chamadas Aquisições do Governo Federal (AGF) são o instrumento de garantia do preço mínimo, pois por meio dessa operação o governo adquire, ao preço mínimo, a produção. Em outras palavras, se os preços de mercado ficarem abaixo do mínimo, o governo deve pagar aos agricultores o preço mínimo, adquirindo a produção e mantendo-a em estoque estratégico. Assumindo que o preço mínimo reflita o preço de equilíbrio de longo prazo do mercado, o preço de mercado não ficaria abaixo do mínimo devido a desequilíbrios sazonais entre oferta e demanda, mas devido a um excesso estratégico, que pode ser uma produção excedente em relação à demanda anual e às necessidades de manutenção de nível normal dos estoques.

Nesse caso, esse excedente seria retirado de circulação por meio das aquisições governamentais (AGF) e transformado em estoque estratégico que só voltaria ao mercado

quando o oposto ocorrer, ou seja, a oferta ficar abaixo da demanda devido a quebras de safra, choque de consumo etc. A aquisição pode ser direta (quando o produtor decide entregar a produção diretamente ao governo, em geral, no período da colheita) ou indireta, quando um Empréstimo do Governo Federal com Opção de Venda (EGF-cov, ver a seguir) é liquidado por meio da entrega ao governo da produção estocada.

O Empréstimo do Governo Federal (EGF) faz parte do PGPM e é um crédito para a comercialização da safra cuja finalidade é permitir que os produtores retenham parte de sua produção para vender nos meses de entressafra, quando se espera que os preços já tenham se recuperado da queda normal que ocorre durante a colheita. O EGF permite que os produtores, ou suas cooperativas, retenham parte da colheita em estoques, o que reduz a oferta sazonal e a pressão baixista sobre os preços de mercado em benefício do conjunto dos agricultores.

O governo brasileiro tem utilizado duas modalidades de EGF: EGF-cov (com opção de venda) e EGF-sov (sem opção de venda). Caso os preços não se recuperem, os produtores têm a opção de transformar um EGF-cov (com opção de venda) em AGF, entregando ao governo definitivamente a parte mantida em estoque de sua produção e liquidando assim o empréstimo de comercialização. O EGF-sov tem-se destinado a um público mais amplo, envolvendo produtores, cooperativas, beneficiadores e indústrias. A opção de transformar um EGF-sov em uma AGF não está automaticamente disponível.

Preço de Liberação dos Estoques (PLE). Para sustentar os preços mínimos, o governo adquire estoques estratégicos por meio da AGF e do EGF-cov liquidado por meio da entrega da mercadoria ao governo. No passado, o governo vendia seus estoques sem qualquer regra preestabelecida, em geral em resposta à pressão inflacionária causada por elevação dos preços agropecuários, mesmo quando se tratasse de ajustes sazonais em condições de normalidade de abastecimento. Essas intervenções prejudicavam o funcionamento do mercado de estoques, peça fundamental na formação dos preços agrícolas. A fim de evitar tal distorção, foi criado o PLE, que define um nível de preço a partir do qual o governo pode liberar seus estoques. Quando os preços de mercado atingem o PLE, o governo pode intervir vendendo seus estoques. Trata-se, portanto, de um preço de intervenção.

Prêmio para Escoamento de Produto (PEP). O objetivo prioritário do PEP é garantir um preço de referência ao produtor e às cooperativas e ao mesmo tempo contribuir para o abastecimento interno. O governo, por intermédio da Conab, oferece um bônus ou prêmio, em leilões públicos, aos interessados em adquirir o produto diretamente do produtor ou da cooperativa pelo preço de referência. Já o Contrato de Opção de Venda (COV) é uma

operação amplamente realizada nas Bolsas de Mercadorias, por meio da qual o comprador da opção faz um *hedge* para assegurar a compra ou a venda de determinada mercadoria (ou algum derivativo) a um preço reestabelecido. Para ter essa opção, que funciona como um seguro de preço, o comprador paga um prêmio.

Ao longo dos anos 1980, foram sendo introduzidas modificações na instrumentação da política de crédito rural. Os objetivos eram múltiplos: por um lado, foram introduzidas medidas para contrapor-se à redução de recursos destinados ao Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR) e, no limite, amenizar os efeitos negativos dos cortes de crédito. Por outro, buscava-se reorientar a alocação dos recursos entre as diferentes finalidades, produtos e tipos de produtores. As modificações procuravam adequar as condições de financiamento rural às condições vigentes no mercado financeiro interno, reduzindo o diferencial existente entre as taxas de juros do crédito rural e as taxas de mercado.

Conforme destacamos, a principal fonte de recursos do SNCR na década de 1970 eram os depósitos à vista nos bancos comerciais. A partir do final da década de 1970 e durante toda a de 1980, o volume desses depósitos foi sendo reduzido, de um lado devido ao efeito da aceleração da inflação e, de outro, em razão das inovações financeiras introduzidas pelos bancos. Durante os anos 1970, o crédito rural contou com recursos relativamente abundantes do Tesouro Nacional. No entanto, a partir do início dos anos 1980, esses recursos passaram a sofrer as restrições impostas pela política monetária e fiscal restritiva, ambas submetidas a controles institucionais cada vez mais rígidos. A participação do Tesouro, que era de 64% em 1985, caiu de forma acentuada para 37% em 1987 e 24,5% em 1988, passando a girar entre 22% e 27% até 1994. Após o Plano Real, essa participação caiu ainda mais.

Durante toda a década de 1980, o governo tentou contrabalançar a queda dos recursos variando o percentual dos depósitos à vista que os bancos são obrigados a destinar ao crédito rural. Durante o Plano Cruzado, procurou-se organizar as fontes tradicionais de financiamento e criar novas fontes de recursos. Os recursos da extinta conta movimento foram transferidos para o Fundo Rural de Desenvolvimento e foi lançada a Caderneta de Poupança Verde, que mais tarde passou a chamar-se Poupança Rural. A redução do crédito rural não foi inócua, tampouco provocou os efeitos desastrosos que se preconizava no início dos anos 1980, quando os cortes foram mais acentuados.

Vários autores têm sustentado que pelo menos parte dos agricultores logrou superar as restrições de crédito oficial lançando mão de vários mecanismos, desde o autofinanciamento até créditos extrabancários, como o da soja verde, fornecimento antecipado de insumos

casado com compromisso de venda, articulação com a agroindústria e até mesmo crédito bancário comercial. Observou-se uma clara reorientação da política de crédito rural com o objetivo de reduzir a participação do Tesouro, reduzir subsídios, aproximar a taxa de juros às vigentes para financiamento de longo prazo e canalizar recursos para melhoria da produtividade e reestruturação produtiva do setor. Apesar das restrições, a equalização permitiu a ampliação das fontes alternativas. Além disso, reduziu-se a participação das Instituições Oficiais Federais no valor financiado, aumentando a participação dos bancos privados.

Além da insuficiência de recursos, a PGPM enfrentou também problemas decorrentes das inconsistências criadas pelas mudanças nas regras do programa e no marco institucional da economia brasileira. A partir de 1988, o governo introduziu regras para disciplinar e reduzir as intervenções públicas nos mercados agropecuários. Inicialmente, as importações estavam vinculadas ao preço de intervenção ou de liberação dos estoques. Em 1992, não tendo condições de realizar as aquisições por meio do AGF, uma vez que os recursos necessários não tinham sido incluídos no orçamento de crédito, o governo permitiu a transformação do crédito de custeio em EGF-cov, chamado EGF especial.

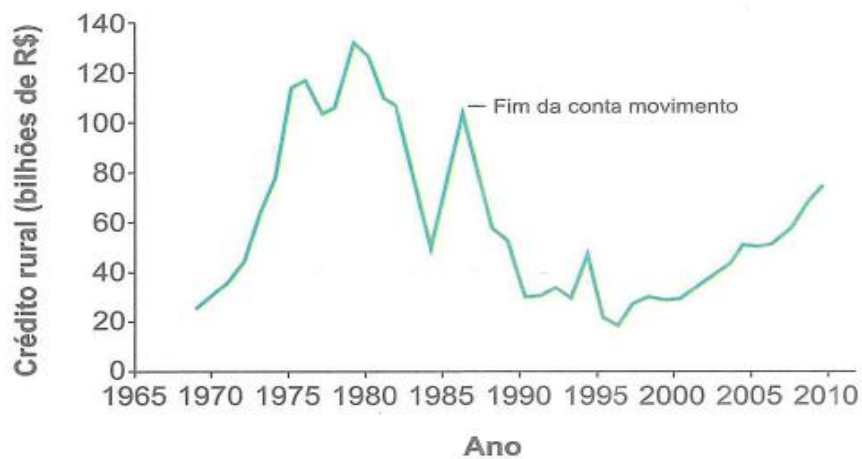
A introdução do EGF especial também contribuiu para reduzir a efetividade da PGPM – de um lado, devido às inconsistências no desenho da política e, de outro, em razão do elevadíssimo custo financeiro de manter estoques diante de juros reais tão elevados. Daí a decisão governamental de introduzir lentamente novos instrumentos que pudessem substituir, pelo menos parcialmente, a PGPM. Dentro dessa concepção, com a criação da Cédula do Produto Rural (CPR), foi-se substituindo o crédito de custeio oficial; o contrato de opção assume o lugar do EGF-sov (e o AGF indireto), e as aquisições programadas por meio das CPRs e dos contratos de opções substituem o AGE.

Em conclusão a este item, S. P. Leite⁸⁵ divide a participação do Estado na agricultura por meio do SNCR em dois momentos. O primeiro vai de 1965 até 1985 e é marcado por uma facilidade creditícia impulsionada pela concessão de subsídios. O segundo vai de 1986 até 1997, quando o Estado reduz significativamente sua participação no crédito agrícola dada uma série de fatores, como a unificação orçamentária e fiscal e a situação monetária do país no período. Essa divisão também é descrita por Belik e Paulillo.⁸⁶ Assim, os autores

⁸⁵ Padrão de financiamento do setor público e agricultura no Brasil. In: LEITE, S. P. (org.). *Políticas públicas e agricultura no Brasil*. 2. ed. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009. p. 55-96.

⁸⁶ BELIK, W.; PAULILLO, L. F. O financiamento da produção agrícola brasileira na década de 90: ajustamento e seletividade. In: RODRIGUES, Marcos; MARQUEZIN, William Ricardo. CPR como instrumento de crédito e comercialização. *Revista de Política Agrícola*, ano XXIII, n. 2, abr./maio/jun. 2014. p. 43.

descrevem que em um primeiro momento o crédito agrícola foi o vetor da modernização no Brasil. Através da taxa de juros subsidiadas e de recursos fartos articulou-se toda uma cadeia de atividades que passou a responder aos determinantes estabelecidos pela política macroeconômica do país. Com a abertura da economia e a queda de barreira à importação em um contexto macroeconômico, e depois do encerramento da conta movimento, de responsabilidade do Banco do Brasil, em que o banco se encarregava de completar os recursos necessários para financiar a produção, houve queda nítida e expressiva na oferta de crédito. O gráfico abaixo demonstra tais afirmações.



Fonte: Banco Central do Brasil (2009)

Diante deste cenário,

“do ponto de vista da teoria econômica, a imposição de exigibilidades mínimas de aplicações a taxas fixadas exogenamente significa, sob o ponto de vista da firma bancária, uma restrição adicional no seu espaço de possibilidades de escolha. Essa restrição, uma vez ativa, reflete na escolha final do banco impactando preço e quantidade de equilíbrio no mercado de crédito livre, o que resulta em um *trade-off* entre eficiência e níveis de provimento de recursos a esses setores”.⁸⁷

Ainda,

“dada a dispersão geográfica dos produtores agrícolas, os agentes que apresentam contato mais íntimo com o setor produtivo tendem a incorrer menores custos de

⁸⁷ LUNDBERG, Eduardo; COSTA, Ana Carla Abrão. *Direcionamentos de crédito no Brasil: uma avaliação das aplicações obrigatórias em crédito rural e habitacional*. Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos, Banco Central do Brasil. p. 14.

obter informações sobre o perfil tecnológico e a reputação do produtor. Tais agentes são as cooperativas de crédito e os *agentes não financeiros* atuando nos SAGs”.⁸⁸

As formas vistas anteriormente indicam se a busca de alternativas que permitam substituir o crédito antes disponível, via Sistema Nacional de Crédito Rural. Essa realidade de transição para uma economia de mercado nos países da Europa Central e Oriental, enfatizam que o crédito oferecido por fornecedores ou obtido por vendas a termo (*barter*) constitui-se em uma importante fonte de recursos, seja nas economias ocidentais, seja em países em desenvolvimento. Além disso, dizem que parte dos problemas de crédito rural é causada por inflação alta, direitos de propriedades incertos, baixa lucratividade da atividade e altos custos de transação na atividade de intermediação financeira. Na dinâmica de sua análise, registram, ainda, que a situação do crédito vem melhorando em alguns dos países analisados em virtude, principalmente, da emergência de inovações financeiras, como operações de *leasing* e formas de contratação entre os produtores e empresas a montante e jusante da agricultura. Tais contratos, similares aos existentes na economia brasileira com a denominação operações de troca, preveem a entrega de bens em troca de produtos agrícolas a serem colhidos.

Nos Estados Unidos, conforme relatório da Moody's Investors (1997), pode-se perceber a seguinte distribuição dos provedores de crédito para a atividade rural no ano de 1996: bancos comerciais, 40%; *Farm Credit System*, 25%; *Farm Service Agency*, 6%; e “outros”, 6%. O *Farm Service Agency* constitui-se em alocador de crédito de responsabilidade governamental, normalmente destinado a minorias étnicas, agricultores iniciantes e aqueles afetados por fenômenos climáticos adversos. O *Farm Credit System*, por sua vez, embora organizado por agências patrocinadas pelo governo, constitui-se em um sistema de crédito totalmente privado. Os recursos são oriundos de títulos lançados no mercado de capitais e distribuídos por bancos e cooperativas. Na categoria “outros”, são incluídos fornecedores de máquinas e insumos. Como se vê, nos Estados Unidos, o financiamento da atividade agropecuária, base do agronegócio, apresenta um caráter mais privado do que público, realidade que também cresce em outros países e que não vem sendo diferente no Brasil, pelo fato de o governo encontrar-se frente a frente com uma realidade fiscal que não lhe permite prestar a assistência de outrora.⁸⁹

⁸⁸ CHADDAD, Fábio R.; LAZZARINI, Sérgio G. Relações contratuais de crédito agrícola e o papel dos agentes financeiros privados: teoria e evidências dos EUA. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, v. 41, n. 3, p. 44.

⁸⁹ ALMEIDA, Luciana Florêncio de; ZYLBERSTAJN, Décio. Análise comparada entre o mercado de crédito agrícola no Brasil e nos Estados Unidos. *Lavras: Organizações Rurais e Agroindustriais*, v. 14, n. 1, 2012. p. 83.

Nas palavras de José Sidnei Gonçalves, “o esgotamento do padrão de financiamento consiste num elemento determinante da superação da crise derivada dos movimentos de desaceleração cíclica, não permitindo ao Estado o espaço estrutural para a prática de políticas anticíclicas”.⁹⁰ Atualmente, a subvenção do crédito rural é regulada pela Lei n. 8.427, de 27 de maio de 1992. Para a safra 2013/2014, o limite para cada beneficiário foi de R\$1.000.000,00 em crédito para custeio, assim referido a operações contratadas com recursos obrigatórios, em que os encargos financeiros são de 5,5 a.a. Continua possível o financiamento por meio da utilização de recursos livres pelas instituições financeiras, no qual as condições de concessão do crédito são pactuadas entre as partes.

Conforme bem inserido por Ivo Waisberg e Gilberto Gornati,

“de forma a incentivar fontes privadas a custear a atividade agropastoril, foram criados vários instrumentos para aproximar o mercado financeiro e mercado de capitais das empresas agropecuárias e dos produtores rurais. Como política de Estado, cada vez mais se mostrou útil tornar atrativo o financiamento privado desta atividade.”⁹¹

Nesse contexto, a CPR aparece como instrumento indireto de formulação e execução de política agrícola para o setor, especificamente, no caso da CPR física, representando uma venda antecipada com a possibilidade de alavancagem de recursos no volume e no momento desejável do agricultor.⁹² Como exposto anteriormente, o Estado reduziu sua participação nas articulações do funcionamento agrícola na década de 1990. Assim, transferiu parte desta tarefa para o setor privado.⁹³ Com o aumento do processo de industrialização, cresce o volume de investimento que devem ocorrer na propriedade, para realização de produtos agrícolas. Assim, a demanda de capital na produção é alargada sem a mesma correspondência sobre o crédito oficial. Portanto faz-se necessária a presença de outros meios de produção.

Tais financiamentos por meio de CPRs são popularmente conhecidas como *pacotes*. Essa denominação surge pelo forte leque de produtos e insumos fornecidos pelas *tradings* e seguem um padrão e são vendidos de forma massificada por extrato, conforme se fazem necessárias alterações de uma região para a outra, dada a existência de variação de solos.

⁹⁰ GONÇALVES, José Sidnei et al. Novos títulos financeiros do agronegócio e novo padrão do financiamento setorial. *Informações econômicas*, SP, v. 35, n. 7, jul. 2005. p. 63.

⁹¹ WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. *Direito Bancário: contratos e operações bancárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2012. p. 203.

⁹² RODRIGUES, Marcos; MARQUEZIN, William Ricardo. CPR como instrumento de crédito e comercialização. *Revista de Política Agrícola*, ano XXXIII, n. 2, abr./maio/jun. 2014. Secretaria de Política Agrícola do MAPA. p. 45.

⁹³ RODRIGUES, Marcos; MARQUEZIN, William Ricardo. Op. cit., p. 45.

Simplificando, o produtor rural, ao financiar sua produção com as tradings agrícolas, reveste o pacote de insumos para o cultivo em sua área. Parte da produção ficará comprometida como pagamento desse financiamento e outra parte livre para comercialização. Atuando de forma verticalizada, as *trading companies* são as maiores compradoras de produção para processamento das matérias-primas. Apesar da relativa perda de autonomia negocial dos produtos na CPR física, estes passam a ter maior segurança dentro do canal de comercialização e passam a ter outra forma e opção de recursos dentro do financiamento privado da produção, o que seria impossível com a utilização do crédito oficial apenas.

Era o início da sistematização desses títulos, novos instrumentos de financiamento do agronegócio, com o objetivo de beneficiar empresas atuantes no agronegócio, expandir as operações de crédito privado e impulsionar o desenvolvimento do mercado de capitais. Em paralelo, a partir da década de 1990, observou-se a tendência da necessidade de capitalização do agronegócio para sustentar projetos de crescimento das organizações visando aproveitar plenamente as condições únicas da evolução global na demanda por alimentos, energia e fibras. A evolução em direção do mercado por parte das empresas do agronegócio no período de 2005 a 2008 foi notabilizando uma nova dinâmica para o setor.⁹⁴

Com efeito, nos últimos anos o fluxo de capitais para as atividades agroindustriais foi alterado, mais ainda está voltado mais às empresas líderes de certos setores. Também se vê que a alavancagem de curto prazo ainda impacta exponencialmente o perfil de endividamento das agroindústrias. Nesse contexto de reformulação na política agrícola para o financiamento do setor, está colocada a necessária adequação aos novos parâmetros da agroeconomia, afastando-se da lógica do antigo sistema para um sistema de financiamento privado do agronegócio, que visa possibilitar a concessão de crédito via mercado financeiro e de capitais, voltado para o desenvolvimento de uma agricultura moderna e competitiva, estimulando investimentos no setor, especialmente de pessoas físicas, bancos privados e fundos nacionais e internacionais.

⁹⁴ Para ampliar o contexto de estudo, ver: ISAKSON, Ryan. *Food sovereignty: a critical dialogue - financialization and the transformation of agro-food supply chains: a political economy*. Yale University International Conference, set. 2013.

2.2. SISTEMA PRIVADO DE FINANCIAMENTO DO AGRONEGÓCIO

Seja qual for a relação jurídica, é possível de se consignar em instrumentos que exprimam o direito de crédito oriundo do negócio que a engendrou. O título de crédito dá nascimento à relação jurídica, que são as decorrentes da interposição de tempo em seu ajuste e execução. Contudo, também pode ser representativo de bens, de toda a natureza, móveis ou imóveis, dívidas, produtos agrícolas em formação, beneficiamento ou industrialização, em transporte ou depositados. O direito cambiário quase exaure a vida jurídica dos negócios sobre os quais incide, apresentando compacto conjunto de regras jurídicas que cerca desde a criação e elementos essenciais até o pagamento ou a execução processual. Com efeito, no título de crédito age, de maneira singularmente eficaz, a exigência de certeza e segurança jurídica, que é essencial característica do Direito.

Assim, os títulos de crédito são instrumentos de circulação indireta de riqueza, destinados a formar simples, rápida e segura a movimentação de seus direitos no tráfico jurídico-comercial. Isso significa dizer que, ao lado das formas tradicionais de circulação de riqueza (a entrega do dinheiro, a transmissão de uma mercadoria, a cessão ordinária de um crédito), os títulos de crédito surgem como uma forma indireta e alternativa dessa circulação: o dinheiro, mercadoria ou crédito, no lugar de circularem diretamente, são titularizados por meio de instrumentos que seguem em regime próprio de circulação. Essa modalidade alternativa de instrumentalização e circulação de riqueza tem significativas vantagens de simplicidade, celeridade e segurança nas transações comerciais.

O nosso legislador inicia o Título VIII do Código Civil (CC), dispondo no art. 887, que o título de crédito é um documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, porém somente produzirá efeito quando preenchido todos os requisitos legais. Segundo já se observou, contém o instrumento de crédito um direito reconhecido e certo, formado pelas partes, que a lei reveste de certas qualidades. Estas constituem verdadeiros princípios internacionalmente reconhecidos, assim revelam-se na cartularidade, literalidade e na autonomia das obrigações cambiais.

Contudo, para renomados autores, entre eles o professor Fábio Ulhoa Coelho,⁹⁵ o único dos três princípios da matéria que não apresenta incompatibilidade intrínseca com o processo de desmaterialização dos títulos de crédito é o da autonomia das obrigações cambiais, e os seus desdobramentos no da abstração e inoponibilidade das exceções pessoais

⁹⁵ COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito empresarial: vol. 1: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2010. p. 396.

aos terceiros de boa-fé.⁹⁶ Analisando a definição legal transcrita acima, poderíamos dizer que, para termos um título de crédito, será indispensável a existência de um documento escrito, em que se possa ver inscrita a manifestação da vontade do declarante. Daí o fato de o título de crédito ser um título de apresentação, pois, no momento em que o possuidor desejar exercer os direitos mencionados no documento, deverá apresentá-lo ao devedor ou pessoa indicada para adimplir a obrigação representada. Essa é a razão pela qual nosso legislador descreve que o título de crédito é um documento necessário para o exercício dos direitos nele contido. Essa definição quer ressaltar que a declaração constante do título deve especificar quais os direitos que se incorporam no documento.

Contudo, a desmaterialização dos títulos de crédito altera substancialmente tais fundamentos. Historicamente, o papel era o único suporte dos registros das obrigações; assim, tornou-se o próprio instrumento de circulação do crédito que documentava. Quem portava o papel, portava o direito nele incorporado. Nessa incorporação, residiu um dos fatores da enorme importância dos títulos de crédito para o desenvolvimento do comércio e da economia. Transmitir a posse do papel, com seus registros pertinentes à obrigação, importava transmitir o próprio direito de crédito, bem como transmiti-lo de modo literal e autônomo, proporcionando maior dinamicidade na circulação e maior facilidade na realização do crédito.

Na segunda metade do século XX, com o desenvolvimento da tecnologia da informação, os registros da constituição e negociação de créditos deixaram de ser feitos exclusivamente em suporte papel. Na França, primeiro país a fazer de modo eletrônico as obrigações cambiais, a *lettre de change-relevé* (cambial-extrato), que admitia exclusivamente o suporte eletrônico, foi criada em 1973. Também no Brasil, já há alguns anos a constituição, circulação e liquidação de algumas relações creditícias têm sido registradas majoritariamente não mais em papel, e sim apenas em meio eletrônico.

Por literalidade entende-se que, para a determinação da existência, conteúdo, extensão e modalidades do direito, é decisivo exclusivamente o teor do título; assim, o título de crédito obedece rigorosamente o que nele está contido. Essa literalidade funciona de modo que somente do conteúdo ou teor do título é que resulta a individuação e a delimitação do direito cartular. Também ao se cogitar da literalidade, nota-se a impertinência desse princípio para a adequada solução jurídica das questões suscitadas pelo registro eletrônico das obrigações cambiárias, em razão da inexistência da cártula em que se armazenariam todas as informações obrigacionalmente relevantes daquela relação creditícia em particular. Claro, não operam

⁹⁶ Será a partir do princípio da autonomia que o direito poderá reconstruir a disciplina da ágil circulação do crédito, quando não existirem mais registros de sua concessão em papel.

efeitos jurídico-cambiais, relativamente aos títulos de crédito eletrônicos, quaisquer atos não constantes dos registros mantidos pelo mercado de balcão organizado em que são admitidos à negociação. É uma regra de iguais objetivos aos do princípio da literalidade, podendo-se estabelecer certo paralelo entre eles.

Quanto à autonomia, consiste em considerar cada obrigação derivada do título de crédito como independente em relação às demais obrigações constantes do título e em relação aos vínculos existentes entre os possuidores anteriores e o devedor, sendo esta, um requisito fundamental para a circulação dos títulos de crédito. Pela autonomia, seu adquirente passa a ser o titular do direito autônomo, independentemente da relação anterior entre os possuidores. A obrigação de cada participante no título é autônoma, e o obrigado tem que cumpri-la, em favor do portador, nascendo daí o princípio da inoponibilidade das exceções, segundo o qual não pode uma pessoa deixar de cumprir sua obrigação opondo exceções, ou seja, alegando suas relações com qualquer obrigado anterior do título.

Todavia, atualmente, a rigor, o único princípio do direito cambiário sobrevivente à substituição do suporte é o da autonomia das obrigações, suficiente à plena conservação da importância desse ramo jurídico na facilitação da circulação do crédito e na consequente contribuição dos seus institutos para o desenvolvimento do comércio e economia. Enquanto garantida a aplicação da autonomia das obrigações registradas (em papel ou em meio eletrônico), o direito cambiário cumprirá sua inerente função de atrair interessados na aquisição do crédito, proporcionando uma negociação e circulação mais ágil e sem redução de segurança jurídica.

O processo de evolução tecnológica e a radical mudança do suporte no registro de obrigações têm despertado inúmeras incertezas no meio jurídico. Essas incertezas estão associadas a resistências de ordem cultural na substituição de um instrumento em que aprendemos a depositar muita confiança por um novo meio, ainda um tanto desconhecido para a generalidade dos profissionais do direito. O preconceito de que o papel é a garantia de segurança do registro das declarações de vontade ainda perpassa os valores de considerável número de operadores do direito.⁹⁷ Mas Marlon Tomazette afirma que

⁹⁷ Importa destacar que somente produzirá efeito, como título de crédito, aquele título que preencher os requisitos legais, que em nosso entendimento dividem-se em intrínsecos e extrínsecos. Os requisitos extrínsecos referem-se ao título, e os intrínsecos, à obrigação contida no título. Portanto, os requisitos intrínsecos seriam aqueles comuns a todas as espécies de obrigações, tais como a capacidade e o consentimento, não sendo matéria cambiária, e os requisitos extrínsecos seriam aqueles que a lei cambiária indicaria para formalizar a validade do título, conforme disposto no art. 889 do CC.

“essa evolução também chega aos títulos de crédito, sendo extremamente comum falar em títulos eletrônicos, isto é, títulos não materializados no papel. O próprio Código Civil (art. 889, § 3º) admite a criação do chamado título eletrônico criado a partir de caracteres gerados em computador, desde que contenha a data de emissão, a indicação precisa dos direitos que confere e a assinatura do emitente. [...] Negar a existência dos títulos eletrônicos é negar a própria evolução do Direito”.⁹⁸

Paralelamente, o mesmo diploma legislativo, no título relativo à prova, em seu art. 212, inciso II, e art. 225, abriga a validade jurídica dos documentos mecânicos e eletrônicos. Depreende-se dos referidos dispositivos legais que a legislação brasileira está se adequando à nova realidade tecnológica, possibilitando a circulação do crédito e de seus títulos representativos de maneira eletrônica.

Portanto, já inaugurando a nova sistemática de circularização das obrigações iniciaram-se o desenho e a estrutura de um novo sistema de financiamento representado pela titularização das relações creditícias dos sistemas agroindustriais, mediante a Lei n. 8.929, de 22 de agosto de 2004, com a Cédula de Produto Rural e no mesmo sentido e contexto, bem como em cumprimento às diretrizes expostas no Plano Agrícola e Pecuário 2004/2005, que anunciava a intenção de criar novos títulos para incentivo e apoio ao agronegócio, foi publicada, em 30 de dezembro de 2004, a Lei n. 11.076, pela qual foram instituídos novos títulos para financiamento privado do agronegócio brasileiro. Assim, o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), o *Warrant* Agropecuário (WA), o Certificado de Direito Creditório do Agronegócio (CDCA), a Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA).

Podemos conceituar um sistema como conjunto de elementos entre os quais se pode identificar um complexo de relações, de modo que é possível fazer deduções de uma relação para outra ou das relações entre seus componentes para a ostentação geral do sistema. Todo sistema compreende, por definição, elementos ou partes – que são unidades do conjunto – e relações, que ligam ou vinculam as partes entre si, formando o sistema. A interdependência dos elementos é a diferença específica do sistema como objetivo composto dentro de certa organização. A noção de sistema em sentido técnico, ou seja, de organização estruturada de um objeto, liga a abordagem estrutural a um limitado ramo do direito, cujos elementos são reordenados segundo um esquema analítico.

Um sistema consta de princípios em uma lógica que revelam características como a coerência e completude. A regra da coerência vincula tanto o legislador quanto o aplicador da norma jurídica que passam a ter necessária interpretação integrada. Também todo sistema real

⁹⁸ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. São Paulo: Atlas, 2012. p. 28.

aberto recebe alguma forma ou direção do ambiente externo; esses *inputs* são adequados aos elos do sistema para, no momento seguinte, exportar ao ambiente externo seus vetores de saída ou *outputs*. Assim, todo sistema aberto mantém função instrumental, aqui o financiamento específico a determinada atividade econômica, os sistemas agroindustriais ou, em seu conjunto, agronegócio.

Entre as reformas microeconômicas do final do ano de 2004, estruturadas pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda, na identificação do principal problema de crédito no Brasil em não cumprir, de forma adequada, a sua função de canal de transmissão dos fluxos de poupança para financiamento dos investimentos produtivos, bem como dos entraves do desenvolvimento do mercado de crédito, reclamando as dificuldades existentes em executar as garantias comedidas e os custos do processo de execução, levando os *spreads* das operações creditícias e, por consequência, as taxas de juros pagas pelos tomadores foram criados os já citados novos instrumentos de crédito e titularização para o agronegócio.⁹⁹

Esse processo de destravamento jurídico e desbloqueio burocrático levou economias de crédito a se transformarem em economias de títulos negociáveis. Tornou possível o acesso dos capitais privados a importantes espaços de acumulação real, ensejou o desenvolvimento de mecanismos destinados a assegurar maior proteção, flexibilidade e liquidez dos ativos financeiros, multiplicou as alternativas de serviços e de novos negócios ao ampliar o leque de ofertas em matéria de prazos, moedas e taxas de juros, possibilitou a ampliação das carteiras dos investidores institucionais e não institucionais, desenvolveu produtos inéditos de capitalização, poupança e financiamento e, finalmente, conduziu uma acentuada integração entre os fluxos patrimoniais das empresas e bancos ou agentes não bancários.

A partir da nova formulação de títulos de crédito para o agronegócio, o papel condutor do governo, por meio do direito econômico em sua forma de planejamento, procurou definir instrumentos específicos para que houvesse uma real integração do agronegócio ao mercado financeiro e de capitais, menos dependente de escassos recursos públicos e mais resistente às adversidades normais desse segmento, dentro de um verdadeiro novo sistema. A Lei n. 11.076/2004 criou, então, uma nova regulamentação financeira do agronegócio em estreita cooperação com o setor privado, firmando os alicerces do Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio.

⁹⁹ LISBOA, Marcos de Barros. Instituições, consequências e pragmatismo: evolução e desafios da economia brasileira. In: BACHA, Edmar Lisboa; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005. p. 340.

Na evolução histórica dos títulos do agronegócio, percebe-se a alteração da política pública em relação ao setor, o Estado intervencionista na atividade rural é substituído pelo Estado fomentador da iniciativa privada como fonte de financiamento. Dessa forma, por meio de instrumentos com características próprias e regime jurídico específico, desloca-se para o mercado financeiro privado a função de ser o principal financiador do agronegócio. Com os novos títulos, o mercado financeiro privado passa a ter instrumentos mais adaptados, e o mercado de capitais passa a ser uma alternativa para financiar o agronegócio, ampliando a liquidez a longo prazo dos sistemas agroindustriais.

Esses novos instrumentos possibilitam, ainda, o refinanciamento às empresas do agronegócio, constituindo-se em instrumentos de limitação de risco e de captação de recursos para ampliação da oferta e redução progressiva do custo de crédito para o agronegócio brasileiro. Para esse novo contexto e sistema de financiamento do setor, cumpre destacar que *o ordenamento jurídico brasileiro estava por requerer a existência de um sistema moderno, necessário para todos instrumentos de crédito privado, de modo a limitar a ocorrência de eventuais arguições jurídicas que acabam por aumentar a insegurança sobre o cumprimento dos contratos, causando aumento das taxas de juros e reduzindo a oferta de crédito.*

A Cédula de Produto Rural inaugurou essa nova sistemática, ainda que criada por meio da Lei n. 8.929, de 22 de agosto de 1994, mostrou maior desenvolvimento no fomento ao crédito com a possibilidade de sua liquidação financeira no advento da Lei n. 10.200, de 14 de fevereiro de 2001, na redução dos riscos e incentivo a oferta desse título no mercado financeiro e de capitais. Para a fase de armazenamento e comercialização da produção agropecuária, foi criado o Certificado de Depósito Agropecuário (CDA), que também é um título de crédito, instituído pela Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, depositados em armazéns integrantes do sistema de armazenagem de produtos agropecuários (parágrafo 1º, do art. 1º da referida lei). Como título que nasce reunido do CDA, o *Warrant* Agropecuário (WA) é um título de crédito, que confere direito de penhor sobre o produto descrito no CDA (parágrafo 2º do mesmo artigo).

O Certificado de Depósito Agropecuário é título de crédito representativo de promessa de entrega de produtos agropecuários, seus derivados, subprodutos e resíduos de valor econômico, depositados em conformidade com a Lei n. 9.973, de 29 de maio de 2000, e pelo Ministério da Agricultura, Pecuária e Abastecimento. O *Warrant* Agropecuário é título de crédito representativo de promessa de pagamento em dinheiro que confere direito de penhor

sobre o CDA correspondente, assim como sobre o produto nele descrito, conforme redação dada pela Lei n. 11.524, de 2007. Nesse sentido, nota-se que os novos títulos têm mesma natureza jurídica dos títulos previstos no Decreto-lei n. 1.102/1903. E, da mesma forma como previsto no referido decreto, a Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, estabelece que os novos títulos serão emitidos mediante solicitação do depositante, sempre em conjunto, ganhando circularidade e autonomia, visto que ambos podem ser utilizados em empréstimos pelos produtores, constituindo títulos executivos extrajudiciais.

No Brasil, acatam registro e possuem ambientes para negociação do CDA e WA a Câmara de Custódia e Liquidação (Cetip) e a Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros (BM&FBOVESPA), sempre com a intermediação de uma instituição financeira registradora/custodiante. Ambas as entidades possuem especificidades em função das respectivas características operacionais, dispostas em seguida. Os registros dos títulos e negócios que os tenham por objeto são efetuados no ambiente Cetip 21. O registro dos títulos no sistema requer duplo comando do credor original, ou seja, do depositante dos produtos agropecuários e do registrador/custodiante. O credor original pode ser um participante da câmara ou um cliente pessoa física ou pessoa jurídica do registrador/custodiante, o qual deve ser um banco comercial ou múltiplo, com carteira comercial e que tenha recebido o CDA e o WA em custódia, mediante endosso-mandato, na forma anteriormente disposta.

Na BM&FBOVESPA, o registro deve ser efetuado por instituição financeira autorizada a fazer a custódia de valor de propriedade de terceiros, por meio do Sistema de Registro de Custódia de Títulos do Agronegócio (SRCA). Após o registro, o CDA e o WA poderão ser negociados em mercado secundário na Bolsa Brasileira de Mercadorias (BBM), juntos ou separados. Os títulos registrados no SRCA ficam custodiados sob a responsabilidade de um participante do sistema, necessariamente uma instituição financeira, podendo o seu proprietário dar a ordem de venda a sua corretora, associada à BBM. Esta providenciará eletronicamente a movimentação do título do ambiente de custódia para o de negociação, introduzindo a oferta de venda do papel no Sistema Eletrônico de Operações.

Podem adquirir o CDA e o WA investidores nacionais ou estrangeiros, pessoas físicas ou jurídicas, financeiras ou não, entre as quais empresas de agroindústria, *trading companies* e fornecedores de insumo e fundos de investimento, em condições específicas. Entre os investidores institucionais, apenas os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM n. 409/2004 prevê em sua regulamentação as condições a serem observadas para a aquisição de ativos financeiros cuja liquidação possa se dar por meio da entrega de produtos,

mercadorias ou serviços, entre os quais é possível enquadrar o CDA e o WA. De acordo com a mencionada instrução (alterada pelas Instruções CVM n. 450 e n. 456/2007), desde que esteja previsto em seu regulamento, é permitido ao fundo adquirir ativo financeiro cuja liquidação ocorra mediante entrega física, contanto que a negociação ocorra em bolsa de mercadorias e futuros que garanta sua liquidação ou que o ativo seja objeto de contrato que assegure ao fundo o direito de sua alienação antes do vencimento, com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora.

Como instrumentos financeiros por excelência, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) é um título de crédito, nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial. Sua emissão é exclusiva das cooperativas de produtores e outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária (art. 24 da referida lei). Portanto, o conjunto formado de atividades vinculadas à produção e à transformação de produtos agropecuários dentro de suas cadeias respectivas. Destaca e insere certos segmentos fornecem insumos à agropecuária e, outros, procedem à transformação industrial e à distribuição dos produtos in natura ou transformados com a legitimação à emissão dos CDCAs.

Os direitos creditórios vinculados ao CDCA serão registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Banco Central do Brasil e custodiado em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela CVM a prestar serviço de custódia de valores mobiliários. Caberá à instituição custodiante, de acordo com o § 1º desse artigo: (i) manter sob sua guarda documentação que evidencie a regular constituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA; (ii) realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios custodiados, devendo, para tanto, estar munida de poderes suficientes para efetuar sua cobrança e recebimento, por conta e ordem do emitente do CDCA; (iii) prestar quaisquer outros serviços contratados pelo emitente do CDCA. É admitida a emissão de CDCAs em série, em que os CDCAs serão vinculados a um mesmo conjunto de direitos creditórios, devendo ter igual valor nominal e conferir a seus titulares os mesmos direitos. Os CDCAs têm sido bastante utilizados na estruturação de operações financeiras para alongamento de prazos e melhoria de taxas em relação aos financiamentos existentes.

A Letra de Crédito do Agronegócio (LCA) é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, de emissão exclusiva de

instituições financeiras públicas ou privadas. De acordo com a Lei n. 4.595/64, em seu art. 17, consideram-se instituições financeiras as pessoas jurídicas públicas ou privadas que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros. Ainda, conforme referido no artigo ora citado, no art. 18, § 1º, da mesma lei, somados ao art. 192 da CF/88, e na Lei Complementar n. 130, de 17 de abril de 2009, a cooperativa de crédito é instituição financeira, portanto está legitimada a emitir a LCA.

Essa Lei Complementar regulou o Sistema Nacional de Crédito Cooperativo, esclarecendo que as Cooperativas de Crédito estão definitivamente inseridas no Sistema Financeiro Nacional, submetendo-se às suas normas; além disso, determinou que as competências legais do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil aplicadas às instituições financeiras aplicam-se também às Cooperativas de Crédito, bem como trouxe instrumentos para uma maior participação no mercado, beneficiando não só os cooperados mas toda a sociedade, praticando juros baixos nas operações de crédito (especialmente de crédito rural) e nos serviços financeiros. De acordo com o art. 27 da lei, a LCA deverá conter os seguintes requisitos, lançados em seu contexto:

Os direitos creditórios vinculados à LCA deverão ser registrados em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pelo Bacen, conforme regra insculpida no parágrafo único do art. 27 da Lei n. 11.076/2004, e Resolução 4.296 de 20 de dezembro de 2013 do Banco Central, que dispõe sobre o registro da LCA e de seus respectivos direitos creditórios do agronegócio, bem como poderão ser mantidos em custódia em instituições financeiras ou outras instituições autorizadas pela CVM a prestar serviços de custódia de valores mobiliários, visto que esta deverá manter sob sua guarda a documentação que evidencie a regular constituição dos direitos creditórios vinculados. Vale destacar que o valor desse título não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios a ele vinculados.

Por fim, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) é o título de crédito, de livre negociação, de emissão exclusiva das Companhias Securitizadoras de Direitos Creditórios do Agronegócio, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial, de acordo com o art. 36 da mesma lei. É o título que fecha o sistema e liga o agronegócio ao mercado de capitais, na forma específica de securitização, e como fonte de investimento, como vamos fundamentar e desenvolver ao longo desse trabalho. Esse plexo parcial de normas jurídicas apresenta harmonia e identidade

e a esse todo unitário denomina-se Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio, ou seja, uma comunhão de regras ordenadas no cumprimento de determinantes operacionais de relacionamento harmônico. Dessa forma, parece-nos que, para o conjunto de normas jurídicas que regulam o mercado agropecuário, em especial a estrutura organizada para o financiamento do setor, podemos extrair direcionamentos próprios que dão sentido orgânico ao agronegócio, e assim, o conjunto de regras que regem esses títulos devem ser interpretados sistematicamente.

2.3. MERCADO DE CAPITAIS E MOBILIZAÇÃO DA POUPANÇA

No contexto dos fundamentos já discutidos, mercado é então, sob o aspecto institucional, o conjunto de organismos, instrumentos e técnicas que favorecem a transferência dos meios financeiros dos agentes ou setores.¹⁰⁰ Para os italianos Renzo Costi e Luca Enriques,¹⁰¹ a expressão mercado de capitais ou mercado de valores mobiliários individualiza tradicionalmente um segmento do mercado financeiro e a emissão de um valor mobiliário constitui um instrumento de financiamento alternativo ao mercado bancário.

O sistema financeiro é multifacetado e, conforme já destacado, entre os subsistemas o mercado de capitais é muito eficiente para viabilizar poupança. Hoje, no Brasil já são 2 trilhões captados por recursos dos fundos de investimento, dos fundos de pensão, das seguradoras, dos clientes *private* e dos investimentos estrangeiros (IED), conforme dados da ANBIMA. O mercado de capitais eficiente é condição necessária para a retomada e sustentação do crescimento da economia brasileira e de sua competitividade internacional.¹⁰²⁻

¹⁰³ O papel do sistema financeiro é de intermediar recursos entre poupadores e investidores,

¹⁰⁰ MELLO FRANCO, Vera Helena de; e Raquel Sztajn. *Direito Empresarial II: sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2009. p. 39.

¹⁰¹ *Trattato di Diritto Commerciale*. Volume Ottavo *Il Mercato Mobiliare*. Padova: Cedam, 2004. p. 2.

¹⁰² O mercado de capitais é, ou deveria ser, uma importante fonte de financiamento para as empresas, inclusive aquelas que se encontram em fase de desenvolvimento. Ao compararmos o acesso ao mercado de capitais de empresas brasileiras com o que ocorre em outros países, verificamos que o mercado de capitais brasileiro possui ainda barreiras para se tornar uma fonte ativa de financiamento e um importante fator de desenvolvimento para as empresas de médio porte. Nos Estados Unidos, por exemplo, em janeiro de 2014 existiam 5.025 empresas listadas, um incremento de 92 empresas no ano de 2013. Na Índia, são 5.305 empresas listadas, das quais 4.087 ativas para negociação. No Brasil, no mesmo período, de acordo com o *World Federation of Exchange*, há um tímido time de 361 empresas listadas.

¹⁰³ A tendência predominante do Mercado de Capitais tem sido o aumento em quantidade, proporção e diversidade dos usuários. O Mercado de Capitais dos EUA mudou drasticamente nos últimos 20 anos: multiplicou o volume negociado, mudou a tecnologia, surgiram os novos produtos. In: ROCCA, Carlos Antônio. *Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*. Rio de Janeiro: José Olímpio, 2001. p. 30.

mas é também fazê-lo da forma mais eficiente e flexível, para atender as necessidades dos poupadores e investidores quanto a prazos e riscos, criando um sistema de preços o mais próximo possível do tipo ideal competitivo, para transmitir as informações e os estímulos adequados ao melhor funcionamento da economia. O mercado competitivo não é o resultado do *laissez-faire*, mas uma sofisticada construção conceitual, que requer um arcabouço institucional e normativo concebido para aproximar a realidade desse tipo ideal.¹⁰⁴

O sistema financeiro das últimas décadas, sofisticado, complexo e globalizado, foi fundamental para viabilizar o logo ciclo de expansão econômica mundial.¹⁰⁵ Na realidade, para Wald, a importância da moeda e do crédito cresceu, intensamente, no último século, em consequência tanto do maior comércio interno e externo, como da criação de numerosos novos instrumentos creditícios, podendo-se afirmar que, ao desenvolvimento econômico da economia, correspondeu a ampliação, enormes progressões, do uso da moeda e do crédito.¹⁰⁶

Essa retomada do crescimento deve ser liderada por investimentos privados¹⁰⁷ especialmente dirigidos ao aumento da produção e da produtividade, sabendo que: a) a maioria das empresas no Brasil não tem acesso a condições adequadas de financiamento; b) a experiência internacional demonstra que um mercado de capitais ativo e um sistema bancário eficiente promovem o crescimento econômico; c) instrumentos de mobilização de recursos e diversificação de riscos tem permitido suprir recursos inclusive em setores de riscos diversificados e de maior complexidade; e por fim, em especial; d) o agronegócio é um conjunto de atividades econômicas de natureza complexa, pois nela interagem componentes bióticos (plantas, animais, nutrição e microrganismos) e abióticos (solo, clima, mercado e crédito).

Para Pérsio Arida, no estudo dos mecanismos compulsórios e mercado de capitais,

“todos esses sistemas de crédito dirigido foram criados há muito tempo, bem antes do Plano Real. Acontece que o país mudou muito ao longo desses anos. O crescimento do mercado de capitais e do crédito tornou o Brasil maduro para empreender dessas mudanças. O volume de debêntures privadas era uma proporção ínfima do PIB quando o Plano Real foi lançado. Já tinha atingido 10% do PIB quando o presidente Lula foi eleito pela primeira vez. Hoje, está beirando 22% do PIB. Idêntica evolução aparece nos volumes totais de crédito ou nos prazos de

¹⁰⁴ RESENDE, André Lara. *Os limites do possível: a economia além da conjuntura*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2013. p. 166.

¹⁰⁵ STIGLITZ, Joseph E. Financial Markets and Development. *Oxford Review of Economic Policy*, v. 5, n. 4. p. 56.

¹⁰⁶ WALD, Arnoldo. Sistema Financeiro Nacional na Constituição de 1988. *Revista de Direito Público n. 94*, Cadernos de direito econômico e empresarial, p. 283-284.

¹⁰⁷ Ver também: *OECD Food, Agriculture and Fisheries Working Papers No. 33*. Private Financial Sector Investment in Farmland and Agricultural Infrastructure. HighQuest Partners, EUA.

financiamento. Por detrás de todo o sistema de crédito dirigido há uma ideologia: a de que o governo tem capacidade de discernir as oportunidades de investimento melhor que o livre mercado. Essa ideologia parte de uma visão limitada, tacanha do funcionamento do mercado e das limitações dos governantes. mas, de fato, em alta inflação como tínhamos antes do Plano Real, essa ideologia tinha uma base real, digamos assim. É que, sob alta inflação, o mercado de crédito privado funcionava de modo atrofiado. Simplesmente inexistia financiamento de prazo longo. Nessa medida, havia uma falha de mercado, provocada não pelo mercado, mas pelo desajuste macroeconômico da hiperinflação. Daí, a necessidade de criar formas de poupança compulsória que lastreassem o investimento em áreas que o governo decidia que era necessário investir. Hoje, o crédito e o mercado de capitais se desenvolveram muito, como mencionei antes, e isso cria uma nova realidade”.¹⁰⁸

Depois da criação do crédito pelos bancos o nascimento dos títulos foi a grande revolução na ascensão do dinheiro. As economias que combinaram inovações institucionais – bancos, mercado de títulos, bolsa de valores, seguro, etc. – tiveram melhor desempenho ao longo do tempo do que aquelas que não o fizeram.¹⁰⁹ Igualmente os recebíveis ou direitos creditórios, isto é, compromissos futuros de entrada de caixa, a um nível de risco conhecido passaram a servir de lastro para diversos segmentos. Os produtos do mercado de capitais estão evoluindo há mais de três décadas representadas, hoje, por inovações em gestão ativa de investimentos e gestão de risco. E como sabemos, o risco se situa no âmago de todas as decisões de investimentos de que a diversificação é essencial para o sucesso dos investimentos e de que é difícil vencer os mercados.¹¹⁰

Ampliar o acesso ao mercado de capitais, através da utilização de seus instrumentos, voltados não apenas para empresas de capital aberto como também para as pequenas, médias e grandes empresas de capital fechado, em todas as regiões do país¹¹¹ e dinamizar e promover a liquidez do mercado secundário de dívida privada aparece como condição essencial para aumentar a oferta de recursos de longo prazo. Também, a democratização do capital é outro importante resultado da operação do mercado de capitais, pois permite que o pequeno investidor participe de determinados empreendimentos estratégicos e de efeito econômico-social as atividades e regiões destinatárias do investimento.

¹⁰⁸ ARIDA, Pérsio. *Mecanismos compulsórios e mercados de capitais: propostas de política econômica*. Instituto de estudos de política econômica, maio 2005.

¹⁰⁹ FERGUNSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Editora Planeta do Brasil, 2009. p. 66/318.

¹¹⁰ Ver: BERNSTEIN, Peter. Prefácio. In: *A história do mercado de capitais: o impacto na ciência e na tecnologia nos investimentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

¹¹¹ Olhando um pouco mais o mercado de títulos de participação, verificamos que o acesso ao mercado brasileiro vem sendo realizado, em sua esmagadora maioria, por empresas de maior porte. O ticket médio das operações brasileiras está acima de R\$ 500 milhões. Nos últimos cinco anos, o menor valor captado nos níveis de listagem da BM&FBovespa (N1, N2 e Novo Mercado) foi pela Renova, uma empresa com foco em energia renovável, de R\$ 160 milhões. No chamado mercado de acesso, ou seja, Bovespa Mais, segmento criado justamente para as empresas de menor porte que se encontram em evolução, nos últimos dez anos foram feitas apenas duas captações, a da Nutriplant, captando aproximadamente R\$ 20 milhões, e a Senior Solution, com R\$ 57 milhões.

Nesse contexto, buscando reconhecer o investimento como variável-chave na definição da taxa de crescimento econômico, colocava-se de imediato a questão dos recursos necessários à sua efetivação. Esta questão levou, de um lado, à discussão da insuficiência da poupança nos países subdesenvolvidos e à noção de círculo vicioso da pobreza. Mas, do outro lado, muitos argumentavam que, embora reduzida, a poupança existia e o bloqueio se encontrava na inexistência de meios adequados de fomento ao investimento. Portanto, pode-se dizer que a principal referência nos estudos sobre financiamento no Brasil a partir de 1950 foi a adequação dos instrumentos financeiros existentes às necessidades de financiamento da economia brasileira.

A reforma bancária de 1964 e a do mercado de capitais em 1965 procuraram responder a esses diagnósticos. A supressão da Lei da Usura e a instituição da correção monetária permitiram remunerar as aplicações com juros reais positivos (estimulando a “poupança” ou, mais propriamente, viabilizando a mobilização da poupança financeira). A definição de segmentos especializados no sistema financeiro (bancos comerciais, bancos de investimento, financeiras, sociedade de crédito imobiliário, seguradoras, corretoras e distribuidoras, além do Banco Central e dos bancos de desenvolvimento) daria condições adequadas para atender às diferentes necessidades de financiamento (desde o crédito comercial de curto prazo até os financiamentos para infraestrutura com longos prazos de maturação).

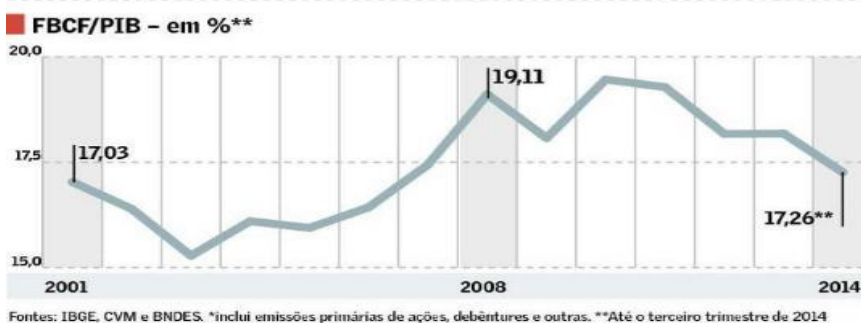
É inegável que a correção monetária criou instrumentos financeiros que atraíram aplicadores, principalmente em direção a títulos do governo (como as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional e do Sistema Financeiro de Habitação – como as cadernetas de poupança), que viabilizaram o financiamento do governo e de certos segmentos da construção civil. No entanto, a expectativa de adequado funcionamento daquele sistema segmentado logo se desfez com a progressiva “conglomerção financeira” concluída em 1988, com a permissão, pelo Banco Central, para a constituição de “bancos universais”.

A contrapartida da reduzida eficácia do sistema financeiro privado para o financiamento da Economia, principalmente, de longo prazo era que instituições públicas, em especial o BNDES, acabavam exercendo o papel de financiadores do investimento. Um dos principais focos da análise de crédito, financiamento e sistema bancário no Brasil foi o processo de concentração bancária por meio de aquisições e fusões. Uma justificativa econômica para esse processo era a de que, por haver economias de escala na atividade bancária, a concentração permitiria operar com custos inferiores, logo praticar menores taxas de juro com impacto positivo sobre o investimento e o crescimento.

Quem financia o investimento produtivo

Peso do mercado de capitais X peso do BNDES

Ano	FBCF	Emissões Mercado local*	Desembolsos BNDES	Fatia mercado local na FBCF	Fatia BNDES
2001	221.772	20.969	25.217	9,5%	11,4%
2002	242.162	15.826	37.419	6,5%	15,5%
2003	259.714	9.780	33.534	3,8%	12,9%
2004	312.516	23.616	39.834	7,6%	12,7%
2005	342.237	33.198	46.980	9,7%	13,7%
2006	389.328	69.759	51.318	17,9%	13,2%
2007	464.137	99.996	64.892	21,5%	14,0%
2008	579.531	110.429	90.877	19,1%	15,7%
2009	585.317	103.355	136.357	17,7%	23,3%
2010	733.712	252.025	168.423	34,3%	23,0%
2011	798.720	118.720	138.873	14,9%	17,4%
2012	798.142	158.377	155.698	19,8%	19,5%
2013	880.935	129.359	190.419	14,7%	21,6%
2014	718.888	110.878	146.560	15,4%	20,4%



Com a participação muito elevada em determinados grupos empresariais o BNDES passou a ter um peso muito grande nas decisões do setor privado. As decisões de investimento privado são naturalmente mais eficientes do que as do setor público, que deveria fazer intervenções localizadas para fomentar áreas específicas com dificuldade em captar no mercado. Mais de 20% do crédito privado no Brasil saem dessa instituição oficial. Isso dificulta o desenvolvimento do mercado de capitais e condiciona empréstimos de longo prazo à participação do Banco. O BNDES só deveria entrar em projetos com impacto social mensurável.

Voltamos à relação com os sistemas agroindustriais e a evolução do mercado financeiro e de capitais. Dentro dos estágios de desenvolvimento bancário tivemos o ciclo da pura intermediação financeira, sem qualquer multiplicador bancário, em seguida um segundo ciclo notou-se a aplicação do multiplicador bancário com as reservas fracionáveis. Após esse estágio, o processo multiplicador passa a influenciar em maior escala, o fator é maior, uma vez que são baixas as retenções através das reservas bancárias e o risco de perda de reservas é compensado pelo desenvolvimento do empréstimo interbancário. No quarto estágio de desenvolvimento bancário os bancos centrais percebem a necessidade de promover a

confiança do sistema bancário e passam a impor forte regulação com aumento das reservas. No quinto ciclo do desenvolvimento do mercado financeiro e que iremos focar aqui, há uma formação de concorrência dos agentes bancários com intermediários financeiros não bancários.¹¹²

Isso leva os bancos a fornecerem ativamente o crédito e a buscarem mais depósitos e há um superfinanciamento que passa a ser tratado em um novo estágio com a adequação dos índices de capital para reduzir o crédito, os bancos passam a ter uma orientação para maior liquidez¹¹³ e se desenvolve a desintermediação através do mercado de capitais¹¹⁴ e da securitização, como instrumento que facilita a maior distribuição do risco como também aumentada a atividade de crédito fora do balanço (*off-balance*). Mudança para liquidez, com ênfase colocada sobre serviços e não sobre crédito, tem formado o novo padrão de relacionamento existente entre instituições financeiras e seus clientes. Com a gradual e contínua redução da oferta de crédito pelo sistema bancário, o mercado de capitais mostra-se como alternativa para capitalização e alavancagem dos agentes econômicos. Portanto, as inovações implementadas nas tecnologias de comunicação eletrônica e a integração global dos mercados transformam as ferramentas financeiras, contribuindo também para superar o papel tradicional dos bancos comerciais.

Vamos descrever detalhadamente esse movimento. Define-se intermediação financeira como uma atividade que tem a finalidade de viabilizar o atendimento das necessidades financeiras de curto, médio e longo prazos, manifestadas pelos agentes econômicos carentes de recursos, aplicando ao mesmo tempo o excedente monetário dos agentes superavitários, com mínimo de riscos. A intermediação financeira justifica-se pelas imperfeições apresentadas pelo mercado que provocam a superioridade dos custos associados ao

¹¹² DICKEN, Peter. *Mudança Global: mapeando as novas fronteiras da economia mundial*. Porto Alegre: Bookman, 2010. p. 411. Ainda, na doutrina estrangeira, "is concerned with building systems that model, value, and process financial products such as bonds, stocks, contracts, and money. At a minimum, financial products are represented by the dimensions at price, time and credit. Like commercial systems, financial systems incorporate trading systems and trading technology to enable the making and selling of products at different times and in different market spaces. Financial technology depends on standard secure communication protocols for initiating and synchronizing communication for authenticating market participants, and for ensuring that the market participants integrates statistical, economic models, order processing and payment systems. Financial systems perform their activities in compliance with rules, procedures, guidelines, and regulations" (FREEDMAN, Roy S. *Introduction to financial technology*. San Diego: Elsevier Science & Technology, 2006. p. 1).

¹¹³ Em linha com as orientações do G-20, o Bacen segue recomendações do Comitê de Basileia na edição normas, na alteração do índice que estabelece o montante de capital próprio das instituições financeiras para garantia das operações realizadas e para solvência mínima - *Risk Weighted Assets* - para maior segurança dos sistema financeiro contra variações muito fortes nos preços dos ativos financeiros. *Bancos terão que aumentar reservas*. Estado de S. Paulo de 29 de junho de 2010.

¹¹⁴ EROLES, Pedro. Basileia 3 e os incentivos ao mercado de capitais. *Valor Econômico* de 18 de junho de 2014.

investimento direto nos mercados de valores quando comparados aos custos de intermediação. Estas imperfeições, amplamente tratadas na literatura econômica, são basicamente os custos de transação gerados pela mediação e a transformação de ativos, e a existência de informação assimétrica.

Os problemas de informação assimétrica se baseiam no distinto conhecimento que os agentes deficitários e excedentários de financiamento têm sobre a situação do emprestador. Enquanto o emissor de títulos conhece a informação relevante possível sobre sua situação financeira, os demais agentes no mercado não o conhecem, entre os quais se encontram os emprestadores potenciais. Além dos fatores que contribuem para a existência da intermediação financeira, há os que inviabilizam a intermediação e afastam os ofertadores dos tomadores, sendo eles: falta de garantia; volume de necessidades de capital; e prazo.

Os intermediários financeiros em execução de suas atividades procuram compatibilizar as necessidades dos agentes superavitários e deficitários. Nesse processo minimizam ou eliminam alguns problemas básicos que dificultam as negociações, como é o caso da magnitude, dos prazos e dos riscos. Nas negociações entre agentes superavitários e deficitários, nem sempre existe a coincidência das necessidades de montantes, ou seja, nem sempre o montante que os ofertadores conseguem acumular é igual às necessidades dos demandantes de recursos. Como os intermediários financeiros captam recursos de vários ofertadores, obtêm volumes suficientes para a redistribuição desses recursos segundo as necessidades de cada um de seus clientes demandantes e, com isso, solucionam o problema de incompatibilidade de prazos entre os agentes.

Outro problema enfrentado pelos intermediários financeiros é o de prazos das operações. Utilizando sua capacidade de represar os recursos canalizados dos agentes superavitários e de multiplicar a moeda, transformando-a em crédito, formam um “colchão” ou fundo com volume suficiente para dilatar os prazos de negociação. Com isso, podem oferecer prazos menores para quem está aplicando dinheiro e prazos maiores para quem está captando dinheiro. O melhor exemplo dessa transformação é o Sistema Financeiro da Habitação em que os aplicadores de caderneta de poupança têm liquidez a cada 30 dias e os recursos captados são direcionados para financiamentos imobiliários que oferecem aos demandantes prazos que podem chegar a 25 anos.

O risco envolvido nas negociações entre agentes superavitários e deficitários também representa grande problema para a concretização das mesmas. Geralmente quem está aplicando seus recursos procura obter a maior rentabilidade com o menor risco possível, já

quem está tomando recursos procura obter menor custo oferecendo um mínimo de garantias possíveis. Com isso, temos uma incompatibilidade entre as necessidades de risco e, conseqüentemente, de preços. Os intermediários financeiros conseguem compatibilizar essas necessidades mediante a capacidade de reduzir o risco por meio de conhecimento ou critério técnico para as pessoas que estão captando e não concentrar todo o dinheiro em uma empresa ou pessoa somente, o que é chamado pelo mercado como princípio da diversificação.

O sistema financeiro, de maneira simplificada, pode assumir três funções básicas, entre elas: facilitar a designação temporal (e espacial) de recursos, permitindo que os agentes transladem suas decisões de investimento e consumo entre distintos momentos de tempo e áreas geográficas, aumentando suas possibilidades de eleição; permitir a canalização da poupança ao investimento, permitindo que a poupança encontre seu uso alternativo mais produtivo e proporcionar ferramenta para a redistribuição e diversificação dos riscos, permitindo sua gestão por parte dos agentes. Para canalizar a poupança das unidades superavitárias de liquidez até as deficitárias, faz falta um mercado organizado, onde por meio dos intermediários financeiros se consiga pôr em contato a estas unidades.

A vantagem de dirigir-se a um mercado organizado por ambas as partes é a maximização do tempo, pois além de encontrarmos transparência, há a operatividade, e como custo ambas as partes terão que suportar a comissão que os intermediários cobram pela gestão. As unidades deficitárias emitem nos mercados títulos dirigidos às unidades superavitárias que desejam emprestar sua liquidez em troca de um rendimento através de emissões no mercado primário. Uma vez que se começa a negociar os títulos emitidos, esse mercado passa a chamar-se mercado secundário. Dentro do sistema financeiro e como resultado da presença de intermediários financeiros, os ativos irão transformando-se segundo as necessidades dos mercados e dos investidores.

Então, na fase evolutiva dirigida pelo mercado, caracteriza-se pela aparição e crescente importância das instituições não bancárias. Essas instituições introduzem novos instrumentos financeiros nos mercados de capitais e monetários, competindo com os bancários na captação e colocação de fundos. Uma fase em que se produz forte desenvolvimento da titularização: *caracteriza-se pela transferência da função de captação e alocação dos novos fluxos de poupança dos intermediários financeiros para os mercados diretamente.*

O final da década de 80 já sinalizava as necessidades que o novo panorama financeiro nos traria. Entre elas, destacam-se as seguintes: transferência dos riscos em curso; transferência do risco de crédito; crescimento da liquidez dos empréstimos ou dos

investimentos; acesso a novos recursos de fundos; e incremento dos fundos próprios e capital de risco. Um ativo financeiro é um instrumento que canaliza a poupança até o investimento. As empresas em sua busca por financiamento podem acudir ao mercado mediante os ativos financeiros emitindo ações ou emitindo títulos de dívida.

Há a transferência de fundos entre os diferentes agentes econômicos, dos superavitários aos deficitários e, assim, converte-se em instrumentos idôneos de canalização da poupança gerada e transferência de riscos do emissor ao receptor dos ativos, posto que os ativos consistem basicamente num compromisso de pagamento que está sujeito às variações positivas ou negativas da atividade do emissor do ativo, pelo que, em definitivo, este está transferindo parte do risco derivado de seu ato de investimento. As características principais dos ativos financeiros concentram-se em:

a) **Liquidez:** que é a facilidade, entendida tanto em termos de rapidez como de certeza na recuperação do valor nominal investido, com que o investidor possa obter os recursos investidos no ativo. Capacidade de conversibilidade em outros ativos ou bens.

b) **Risco:** entendido como variabilidade ou instabilidade na rentabilidade esperada ou a possibilidade de que o emissor descumpra com o pactuado, isto é, o pagamento do principal e dos juros. O risco dependerá, portanto, de um conjunto de variáveis relacionadas com o emissor, o mercado e outros fatores diversos.

c) **Rentabilidade:** que é a capacidade de o ativo produzir juros ou outros rendimentos para o adquirente como pagamento de sua cessão de fundos e sua assunção de riscos ao longo de um período de tempo determinado. Capacidade de ganho que esses ativos podem auferir aos seus possuidores.

Um princípio econômico básico diz que o preço de qualquer ativo financeiro vem dado pelo valor atual de seus fluxos de caixa esperados, inclusive se a corrente destes últimos não é conhecida com certeza, entendendo por fluxos de caixa a corrente de dinheiro líquido que se espera receber ao longo da vida do investimento financeiro. Portanto, para determinar o preço, são necessárias: uma estimativa dos fluxos de caixa esperados; e uma estimativa do rendimento adequado exigido. Os fluxos de caixa esperados para alguns instrumentos financeiros são simples de calcular; para outros, a tarefa é mais difícil.

O retorno exigido reflete o retorno de instrumentos financeiros de risco comparável, ou investimentos alternativos. Os ativos financeiros podem classificar-se de múltiplas formas, atendendo a alguma de suas características, segundo se materializem em documentos com suporte físico ou constituam simples lançamentos contábeis, sejam negociáveis ou não

negociáveis, segundo seu grau de liquidez, em função da unidade de gasto que os emite etc. Outra opção de classificação destes ativos financeiros consistiria em considerar as vias pelas quais estes fluem entre os ofertadores e demandantes de fundos.

Adotando a classificação mais habitual, podemos diferenciar os ativos financeiros em ativos de renda fixa ou de dívida e os ativos de renda variável ou ações. Os ativos de renda fixa envolvem uma programação determinada de pagamentos. Por isso, nesses ativos os investidores conhecem antecipadamente os fluxos monetários que vão obter. Em sua maioria, esses títulos representam promessas de pagamentos futuros de valores específicos em datas estipuladas. Geralmente, isso acontece mediante pagamentos integrais ou a vista em datas estipuladas. Quando da não realização de algum pagamento específico, o título é colocado em situação de inadimplência, fazendo com que todos os pagamentos restantes vençam imediatamente. Apresentam como principais características para o investidor: retorno previamente conhecido; pagamento do rendimento e principal, nos prazos estabelecidos; torna-se credor da instituição emissora.

Os ativos de renda variável são aqueles em que não há um conhecimento prévio dos rendimentos futuros e o valor de resgate pode assumir valores superiores, igual ou inferiores ao valor aplicado. As ações e as debêntures conversíveis em ações são os produtos de renda variável de mais destaque e, talvez, os mais popularmente conhecidos pelos investidores no mercado de capitais. As ações são títulos de participação negociáveis, que representam parte do capital social de uma sociedade econômica, que confere ao seu possuidor o direito de participação nos resultados da mesma. Podem ser consideradas como um certificado ou título de propriedade, representativo das partes do capital social de uma sociedade econômica. O acionista é, portanto, proprietário de uma parcela da empresa, correspondente ao número de ações que possui. As principais características das ações são: o retorno não é previamente definido, mas potencialmente alto; não há obrigatoriedade do retorno do capital e/ou pagamento de dividendos; o investidor torna-se acionista da empresa; é um título patrimonial e não representa uma obrigação perante terceiros.

Existe um grande potencial de crescimento da participação do mercado de capitais no financiamento das empresas, registrando-se que o crescimento do mercado de dívida corporativa é fator de aumento de concorrência no mercado de crédito. A participação do mercado de capitais na mobilização de poupança financeira é um dos indicadores desse potencial. Por exemplo, o saldo de ativos financeiros na carteira de investidores institucionais e de instrumentos do mercado de capitais fora dos institucionais representa cerca de 75% do

saldo de ativos financeiros líquidos da economia. Entretanto, o mercado de capitais financiou apenas 11,5% dos investimentos privados e 18% do exigível financeiro das empresas brasileiras.

No caso do mercado de dívida privada, deve-se reconhecer que até fins de 2010 vários fatores atuaram no sentido de inibir seu desenvolvimento. No âmbito tributário, entre outras questões, identifica-se o favorecimento de títulos públicos para atrair investidores estrangeiros em títulos públicos, para os quais foi concedida isenção de imposto de renda desde fevereiro de 2006, tratamento não estendido aos títulos privados. No mercado secundário, além de outros fatores inibidores de liquidez, a tributação tornava praticamente proibitiva a negociação das debêntures, principal título de dívida privada corporativa.

Iniciativas adotadas em 2011 representam um avanço na direção de viabilizar um grande aumento de participação do mercado de capitais no financiamento das empresas. A edição da Lei n. 12.431, em junho de 2011, cuja origem é a MP 517 de 12/2010, é um primeiro passo importante de mudança do tratamento tributário dos títulos privados. Além de outras medidas, em certas condições, foi atribuída aos títulos privados a isenção do imposto de renda para investidores estrangeiros e pessoas físicas e reduzida a incidência para pessoas jurídicas, em favor de projetos de investimento, infraestrutura e setores intensivos em tecnologia e inovação.

Por outro lado, a BM&BOVEPA anuncia o aperfeiçoamento de seu mercado de acesso (BOVESPA MAIS) e a ANBIMA lançou em abril de 2011 o Projeto do Novo Mercado de Renda Fixa com apoio governamental e participação do BNDES. Trata-se de iniciativa análoga ao bem-sucedido Novo Mercado da Bovespa, estabelecendo várias condições de adesão buscando altos níveis de governança e transparência em favor do investidor, ao mesmo tempo em que prevê requisitos e mecanismos destinados a aumentar a liquidez do mercado secundário.

Desse modo, acredita-se que estão postas as condições especialmente favoráveis para dar início a um novo e importante ciclo de crescimento do mercado de capitais, contribuindo para a redução do custo de capital e o aumento de competitividade da indústria e de outros setores da economia brasileira. Essas são as bases da iniciativa do IBMEC, ao propor a adoção de uma Estratégia Nacional de Acesso ao Mercado de Capitais, já aprovada pelo Comitê Executivo do Plano Diretor. O objetivo é reduzir o custo de capital e aumentar a oferta de recursos de longo prazo para as empresas brasileiras, mediante o apoio para a formulação e implementação de medidas visando:

a) difundir o acesso ao mercado de capitais a um maior número de empresas, inclusive às empresas de menor tamanho, mediante a abertura de capital, a emissão de títulos de dívida e a obtenção de recursos de outros instrumentos e veículos do mercado de capitais.

b) desenvolver o mercado de dívida privada e promover elevada liquidez de seu mercado secundário, condição essencial para aumentar a oferta de recursos de longo prazo, em sinergia com o BNDES.

Os instrumentos de captação do mercado de capitais, como oferta de ações, debêntures, securitização, já movimentam anualmente cifras superiores a centena de bilhões de reais e têm um peso próximo de 15% quando se compara com o nível de investimento privado na economia, de acordo com dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima).¹¹⁵ Deve-se registrar que o aumento da participação do mercado de capitais representa uma diversificação saudável dos sistemas de intermediação financeira cujo resultado será o aumento de sua eficiência operacional e econômica, em favor da competitividade das empresas brasileiras.

Como ficou evidenciado no desempenho da economia brasileira durante a crise de 2008, tudo indica que a existência de um sistema de intermediação diversificado, com participação de bancos públicos e privados e mercados de capitais ativos. Na última década houve avanços muito significativos no ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro, cuja relação é considerada a mais avançada entre os emergentes e uma das melhores do mundo, apesar de vários pontos de necessária revisão. Entre os fatores responsáveis por esses avanços deve-se registrar a estreita cooperação entre o setor privado, organizado no âmbito do Plano Diretor do Mercado de Capitais, a CVM e outros órgãos reguladores reunidos no Grupo de Trabalho do Mercado de Capitais e da Poupança de Longo Prazo.

O mercado de capitais já oferece várias alternativas de financiamento de capital de giro e investimentos em condições de apoiar a operação e o crescimento das empresas industriais. Além de instrumentos tradicionais de dívida, como é o caso de debêntures e notas promissórias, foram criados e regulados nesse período novos instrumentos e veículos cuja utilização começa a ser difundida. É importante lembrar que vários dos novos instrumentos e veículos do mercado de capitais oferecem oportunidades de acesso a empresas de capital fechado. Sua utilização pode representar um primeiro passo para essas empresas participarem mais adiante do mercado acionário. Alguns exemplos são significativos:

¹¹⁵ O mercado de capitais pode voltar a elevar seu peso nos investimentos. *Valor Econômico*, de 23 de dezembro de 2014.

a) A Instrução CVM 476, ao regulamentar as ofertas públicas de títulos de dívida com distribuição por esforços restritos para até 20 investidores institucionais (fundos de investimento, fundos de pensão, companhias de seguro e capitalização), abriu o mercado de dívida privada para as empresas de capital fechado, não obstante esse mecanismo possa ser adotado também por companhias de capital aberto. Além das debêntures, são disponíveis ainda utilização por empresas fechadas de vários instrumentos de dívida, como é o caso dos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI), Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), entre outros.

b) Os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs) constituem outro instrumento de financiamento importante e em condições de ser utilizado em várias circunstâncias por empresas de capital fechado, uma vez que os requisitos de transparência e governança necessários se referem aos recebíveis que constituem o objeto desses fundos. Por exemplo, FIDCs podem ser criados por empresas de maior porte, de capital aberto ou fechado, com o objetivo de gerar recursos de capital de giro para seus fornecedores, cuja maioria usualmente é constituída de pequenas e médias empresas, mediante a securitização de seus recebíveis, a exemplo do que já ocorre com os fornecedores da Petrobras.

Indicadores das taxas de juros praticadas no mercado de dívida privada mostram que os instrumentos de mercado de capitais oferecem condições competitivas com outras fontes de recursos. As taxas nominais médias líquidas do IR praticadas nesse mercado em 2011, no caso de FIDCs, CRIs e Debêntures, se situaram no intervalo de 9% a 10% a.a., muito inferiores à média de custo do crédito bancário. Dado que a taxa de câmbio média de 2011 se elevou em 12,6%, nesse período a taxa dos referidos instrumentos de dívida foi também inferior ao custo financeiro da colocação de títulos de dívida (*bonds*) no mercado internacional. Uma característica comum do mercado de títulos de dívida é o ajustamento de seus preços e, portanto, das respectivas taxas de juros às demais condições do mercado financeiro e em particular à taxa de juros. Um indicador de sua importância na mobilização de poupança financeira é dado pela participação dos instrumentos e veículos do mercado de capitais na carteira consolidada de ativos financeiros líquidos da economia brasileira.

Os ativos de mercado de capitais representam cerca de 75% dos ativos líquidos da economia, quando comparados com os demais ativos, que incluem depósitos bancários totais, títulos públicos (fora dos institucionais) e fundos de poupança compulsória. A simples comparação desses números com a participação dos recursos captados no mercado de capitais no financiamento das empresas e dos investimentos privados já indica a existência e a

dimensão da citada disparidade. Uma indicação preliminar do potencial de aumento dessa participação pode ser encontrada na composição da carteira consolidada de ativos dos investidores institucionais, que tem concentrado cerca de 1/3 dos ativos financeiros líquidos da economia brasileira.

Existem razões para acreditar que devem ser vencidos pelo menos dois desafios para viabilizar um aumento significativo da contribuição do mercado de capitais para reduzir o custo de capital e alongar os prazos de financiamento das empresas brasileiras. Apesar dos mecanismos criados para favorecer a abertura de capital de empresas de menor porte e dos avanços da regulação em favor da participação de empresas fechadas no mercado de dívida, poucas empresas se beneficiam do mercado de capitais. Como se verá adiante, tudo indica o alto valor das emissões primárias de ações, e dívida e a ausência de liquidez adequada no mercado secundário de dívida provada estão entre os principais obstáculos a serem superados.

Ao lado da redução das taxas de juros, a execução desse conjunto de ações pode representar uma oportunidade para dar início a um novo ciclo de desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, desde que sejam adotadas algumas medidas adicionais. Acredita-se que o foco dessas medidas deva se concentrar em duas direções:

a) acesso de empresas de maior número e empresas, inclusive as menor tamanho: difundir o acesso ao mercado de capitais a um maior número de empresas, inclusive às empresas de menor tamanho, mediante a abertura de capital, a emissão de títulos de dívida e a obtenção de recursos de outros instrumentos e veículos do mercado de capitais.

b) mercado secundário de dívida privada: criação das condições para a operação de um mercado secundário de dívida ativo e líquido para sustentar o desenvolvimento do mercado de dívida corporativa de longo prazo.

A edição da Lei n. 12.431, em junho de 2011, cuja origem é a MP 517 de 12/2010, complementada por medidas posteriores, representa um passo importante para promover a criação de um mercado de dívida privada de financiamento de longo prazo.¹¹⁶ Essas medidas reduziram substancialmente as diferenças de tratamento tributário com os títulos públicos, que já desfrutavam de isenção do imposto de renda para investidores estrangeiros desde fevereiro de 2006 e eliminaram distorções na tributação dos rendimentos periódicos que inibiam a liquidez no mercado secundário de debêntures. As principais medidas são as seguintes, ao investidor estrangeiro:

¹¹⁶ YAZBEK, Otávio. *A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil*. p. 565.

a) Isenção do imposto de renda sobre títulos de renda sobre títulos de dívida emitidos por empresas não financeiras cujos recursos se destinem a financiar projetos de investimento, tratamento esse estendido a cotas de fundos de investimento exclusivos de não residentes cujas carteiras contenham no mínimo 98% desses títulos; mesma isenção se aplica a fundos com 85% de debêntures de SPE ou FIDCs com 95% de cotas desses fundos.

b) Entre outros requisitos destaca-se prazo médio superior a quatro anos, a remuneração definida por taxa prefixada, vinculada a índice de preço ou a taxa referencial, excluída portanto a indexação com base em taxas de curto prazo (CDI); existem ainda o compromisso de destinação dos recursos a projetos de investimento especificados, inclusive os voltados para pesquisa, desenvolvimento e inovação.

Ainda, as principais medidas são as seguintes, aos residentes: isenção do IR para pessoas físicas e redução para 15% na fonte para pessoas jurídicas, sobre rendimentos de debêntures com as mesmas características anteriormente citadas de prazo médio e indexador, de emissão de Sociedades de Propósito Específico (SPE), constituídas para implementar projetos de investimento nas áreas de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação considerados prioritários, mesma isenção se aplica a Fundos com 85% de debêntures de SPE ou FICs com 95% de cotas desses fundos.

No caso de Fundos de investimento: a lei dispõe ainda sobre a constituição de fundos com aplicações em debêntures das SPE e sobre o aprimoramento das normas sobre os FIPs – Fundos de Investimento em Participações, dos FIPsIE (Infraestrutura) e dos FIPsPD&I (Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação). Além de outras medidas, mudanças na regulamentação do IOF também favoreceram o mercado e a dívida privada. Todas as operações no mercado de renda fixa, incluindo aquelas realizadas com títulos públicos, pagam IOF, enquanto foi atribuída alíquota zero a debêntures e outros títulos de dívida privada. É a primeira vez na história recente que se atribui tratamento tributário mais favorável a títulos privados que a títulos públicos.

O projeto do Novo Mercado de renda Fixa (NMRF), lançado pela ANBIMA em abril de 2011, com o apoio do governo federal e participação do BNDES, busca a criação de condições favoráveis para o desenvolvimento do mercado de dívida privada de longo prazo. As principais características do projeto, cuja implementação depende do apoio e participação dos agentes de mercado, entidades privadas e do governo, foram formalizadas em outubro de 2011 com a edição do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas do Novo Mercado de Renda Fixa.

Em especial, no mercado de dívida privada de títulos de crédito do agronegócio, defendemos que se pode desempenhar papel importante no aumento da oferta de recursos de longo prazo a custos razoáveis, em condições de estimular a realização de investimentos num momento em que a economia brasileira perde dinamismo, influenciada também pela permanência da crise internacional. Da mesma forma que nos últimos anos as elevadas taxas de juros pagas pelos títulos públicos constituíram o principal fator de inibição do mercado de capitais, sua tendência de redução agora observada representa uma condição necessária para a ativação desse mercado. Os efeitos dessa redução repercutem de modo positivo do lado da demanda e do lado da oferta de títulos privados.

Do lado da demanda, admitindo que a atual tendência de redução da taxa de juros seja sustentável, a taxa de remuneração das novas emissões de dívida pública continuará sendo inferior à taxa atuarial da maioria dos fundos de pensão. A diversificação de suas carteiras em favor de ativos privados, em termos de ações, títulos de dívida, fundos de investimento em participações, FIDCs, CRIs e CRAs, será a forma pela qual essas entidades buscarão elevar o retorno de sua carteira e cobrir seus compromissos atuariais. Esse movimento, já identificado há algum tempo, certamente será seguido por outros investidores institucionais, *family offices* e investidores em geral.¹¹⁷

Atualmente, observamos algumas tendências que têm transformado o mercado financeiro e, entre elas, destacamos: desregulamentação, desintermediação, titularização, inovação financeira e globalização. Nos últimos anos, observamos uma diminuição na importância da intermediação financeira, em função da aparição dos chamados investidores institucionais. Esse novo tipo de intermediários não só altera significativamente a relação entre os investidores e os tomadores nos mercados financeiros, como também pode, como consequência, provocar modificações de importância tanto nos mercados de valores como nos intermediários financeiros.

O processo de desintermediação financeira consiste na substituição da atividade intermediadora tradicional das instituições financeiras pelo financiamento direto dos tomadores no mercado de capitais, através da emissão de valores que possam adquirir diretamente não só dos investidores, como também dos novos investidores institucionais, que baseiam sua atividade na aquisição de ativos financeiros através da formação de um pool de investidores. *O único modo potencialmente eficaz de mudar a natureza da competição entre*

¹¹⁷ PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2009. p. 37.

instituições financeiras nas condições atuais é o desenvolvimento de canais alternativos ao sistema bancário.

Mercado de Dívida Privada é pequeno e menos desenvolvido que o Mercado Acionário

Países	Ações % PIB	Títulos da Dívida % PIB	Ações/Títulos
Estados Unidos	118	31	3,8
França	75	17	4,4
Reino Unido	137	26	5,3
Brasil	74	6	12,3

Fonte: Carlos A. Rocca¹¹⁸

A experiência norte-americana a partir dos anos 80 sugere um caminho alternativo, a promoção de formas desintermediadas de financiamento, com o desenvolvimento de mercados de títulos, seja de curto prazo, como os *commercial papers*, seja de longo prazo, como os bônus de empresas ou ações. No caso norte-americano, as evidências sugerem que o custo dos empréstimos bancários foi efetivamente pressionado para baixo pelo crescimento do mercado de *commercial papers*. Mas o desenvolvimento de mercado de títulos exige uma série de mudanças institucionais, principalmente as que aumentam a transparência do mercado e o desenvolvimento de investidores institucionais com interesses voltados para cada tipo de papel. É necessário abrir o canal de securitização para estas empresas, sob a forma de colocação coletiva de papéis, em moldes semelhantes aos utilizados no sistema de financiamento norte-americano.

A securitização de recebíveis desempenhou um papel importante na proliferação das inovações, na diminuição dos requisitos de capital das instituições geradoras de empréstimos (usualmente bancos, empresas de empréstimos imobiliários ou provedoras de crédito ao consumidor) e, em última análise, na estratégia das instituições financeiras para escolher o ambiente regulatório mais conveniente para suas operações. Inicialmente, a securitização facilitou a comercialização das carteiras de crédito e permitiu que essas carteiras fossem divididas e distribuídas segundo a conveniência dos gestores. Com isso, os instrumentos de securitização foram sendo utilizados para transformar ativos que usualmente eram considerados ilíquidos, excessivamente arriscados ou de difícil apreçamento, e tiveram o efeito de dificultar a avaliação das medidas de adequação de capital.

¹¹⁸ ROCCA, Carlos A. *Estratégia nacional de acesso ao mercado de capitais*. p. 238.

Segundo Otávio Yazbek,

“a securitização é efetuada a partir da cessão onerosa de créditos contra terceiros, da empresa que os detenha para uma empresa especialmente constituída para tais finalidades, a securitizadora (uma sociedade de propósito específico). Esta, por sua vez, emite títulos no mercado de valores mobiliários, lastreados por aqueles créditos. Como resultado de tal operação, a empresa que cedeu os créditos obtém um adiantamento dos valores a ela devidos e administra a sua exposição ao risco de crédito das diversas relações individuais, transformadas em ‘pacotes’ mais ou menos padronizados, negociáveis em mercado. Especialmente no caso dos créditos originados de atividades financeiras, essa redução de riscos permite uma redução dos custos de financiamento para os devedores originais. O sistema acima descrito foi desenvolvido nos Estados Unidos a partir da década de 1970, para atender, em especial, a necessidades de crédito imobiliário, havendo rapidamente sido adotado também para outras atividades”.¹¹⁹

Ainda segundo Otávio Yazbek,

“é da natureza das operações de securitização a sua cumulação com o mecanismo de *rating*, de modo a permitir a adequada avaliação do perfil dos créditos existentes e a unificação dos critérios de perfil similar em um ‘pacote’, facultando ao adquirente final dos títulos lastreados naqueles direitos, a análise do seu risco de crédito. Também se permite, assim, a criação de instrumentos com perfis de risco diferenciados. Como resultado de tal operação, a empresa que originariamente dispunha dos créditos e que os cedeu à securitizadora obtém um adiantamento dos valores a ela devidos e administra a sua exposição ao risco de crédito das diversas relações individuais, transformadas naqueles ‘pacotes’ mais ou menos padronizados, negociáveis em mercado”.¹²⁰

Entre as inovações financeiras mais significativas dos últimos anos está a securitização, cujo uso, cada vez maior, a põe em destaque no mercado. O conceito de securitização engloba a colocação de títulos tradicionais e dos novos produtos que foram criados a partir dos anos 80 num processo acelerado de introdução de inovações financeiras. É utilizada como instrumentos de antecipação de recebimentos de recursos, sendo que os recebimentos originais funcionam como garantia, possibilitando uma troca de sistemas de títulos que oferece maior garantia, prazo e liquidez. A diferença básica entre a operação de securitização e a operação de empréstimo convencional é que na securitização os recebíveis são isolados em uma companhia à parte, e, no caso de déficit do originador, esses créditos são protegidos do risco do emissor, como iremos detalhar nos próximos itens do trabalho.

¹¹⁹ YAZBEK, Otávio. *Critérios materiais para a regulação das atividades financeiras - dos riscos negociáveis à ‘sociedade do risco’*. Tese (doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo. p. 103.

¹²⁰ YAZBEK, Otávio. *O risco de crédito e os novos instrumentos financeiros - uma análise funcional*. In: FONTES, Marcos Rolim Fernandes; WAISBERG, Ivo. *Contratos bancários*. São Paulo: Quartier Latim, 2006. p. 323.

Há características importantes na securitização que importam positivas reflexões nas operações com ativos agrícolas, assim porque se centram na redistribuição do risco de forma eficiente entre os participantes do mercado financeiro como propulsoras da introdução de instrumentos financeiros; avanços produzidos na informática e nas telecomunicações; maior cultura financeira existente nos participantes profissionais do mercado; concorrência entre os intermediários financeiros; incentivos para o descumprimento da normativa legal e fiscal existente mudanças nos modelos globais de equilíbrio financeiro.

Há benefícios claros com a inovação financeira representada pela mobilização dos ciclos de recebíveis gerados nos sistemas agroindustriais, assim, durante a evolução de emissão desses títulos acreditamos na redução dos custos de intermediação financeira por dois fatores fundamentais: (a) por permitir aos tomadores de créditos acessar a maior quantidade de meios e mercados financeiros; (b) por permitir, em certos casos, que as diversas instituições explorem suas vantagens comparativas. Certos títulos permitem que os tomadores de créditos explorem suas vantagens comparativas em diversos mercados, o que serve, uma vez mais, para reduzir os custos financeiros. Os *swaps* poderiam servir como exemplo. A estruturação desses novos títulos proporciona maior variedade de possibilidades de proteção e, portanto, permitem proteger-se contra determinados riscos.

Como parte do mesmo processo, existem certos instrumentos financeiros que permitem estabelecer um preço para os riscos e transferi-los para aqueles que possam e desejem assumir a responsabilidade. Dado que as inovações financeiras criam mercados secundários, contribuem, portanto, para facilitar a gestão e o ajuste das carteiras de valores, além de servir também para precificar os riscos e existem muitos instrumentos que permitem separar riscos, precificá-los separadamente e “vendê-los” a um preço correto e aumenta o número de opções oferecidas. Dentro do processo de inovação financeira encontra-se uma nova tecnologia na construção de produtos financeiros, quer dizer, a engenharia financeira.

A engenharia financeira é a parte da administração financeira que trata da combinação de instrumentos de aplicação e captação, na forma mais adequada para conseguir um objetivo preestabelecido. Para isso são desdobrados os fluxos de caixa dos títulos convencionais e reagrupados, visando à criação de novos que satisfaçam a seus propósitos. O neologismo engenharia financeira refere-se à estruturação e à criação de novos produtos personalizados para atender às necessidades dos clientes. Para isso, são desdobrados os fluxos de caixa dos títulos convencionais e reagrupados, visando à criação de novos. Ainda que a expressão engenharia financeira seja empregada algumas vezes num sentido muito amplo, podemos

resumi-la na atividade de reestruturar um perfil financeiro existente e obter, outro com propriedades mais desejáveis.

As características dessa tecnologia adaptam regimes jurídicos de vários institutos jurídicos a regras comuns da engenharia financeira e tem como fundamentos a existência de um objetivo. Trata-se de elaborar uma operação com vistas a conseguir algo, como poder ser a diminuição do risco ou a concessão de um crédito; combinação de instrumentos financeiros com efeitos inclusive diferentes daqueles para os que foram originalmente criados; conjugação de operações, que isoladamente podem ser consideradas de investimento e financiamento, geralmente com a intenção de que as posições fiquem compensadas; operações sempre sob medida e, portanto, em número praticamente infinito, já que cada operação pode ser diferente em função das condições do problema, dos instrumentos que se empreguem e do objetivo a alcançar.

O mercado de capitais representa um sistema de distribuição de valores mobiliários que tem o propósito de viabilizar a capitalização das empresas e dar liquidez aos títulos emitidos por elas. Como vimos, o surgimento do mercado de capitais ocorreu quando o mercado de crédito deixou de atender às necessidades da atividade produtiva, no sentido de garantir um fluxo de recursos nas condições adequadas em termos de prazos, custos e exigibilidades. Desse modo, seu surgimento foi fundamentado em dois princípios: contribuir para o desenvolvimento econômico, atuando como propulsor de capitais para os investimentos, estimulando a formação da poupança privada; e permitir e orientar a estruturação de uma sociedade pluralista, baseada na economia de mercado, permitindo a participação coletiva de forma ampla na riqueza e nos resultados da economia.

A oferta de títulos junto ao mercado de capitais é fundamental para o crescimento econômico,¹²¹ porque aumenta as alternativas de financiamento para as empresas; reduz o custo global de financiamentos; diversifica e distribui risco entre os aplicadores e democratiza o acesso ao capital. Conclui-se aqui, portanto, que o crescimento e o desenvolvimento de uma economia estão diretamente relacionados com os mecanismos de canalização de suas poupanças para o investimento produtivo. Portanto, pode-se afirmar com segurança que uma

¹²¹ Preparar o sistema financeiro brasileiro para apoiar decisivamente uma nova fonte de investimentos exige dar atenção especial ao desenvolvimento de um mercado de títulos privados, já que estes mercados no Brasil têm sido completamente dominados pela dívida pública. A condição mais importante para desenvolvimento de um mercado de títulos privados é a drástica redução do espaço ocupado por títulos públicos. Este não é o lugar para discutir políticas para o problema da dívida pública, mas é forçoso reconhecer qualquer proposta de desenvolvimento do mercado de papéis privados será inócua enquanto títulos públicos continuarem sendo negociados não apenas no volume em que o são atualmente, como nos termos que tornam qualquer alternativa privada não competitiva.

economia é desenvolvida quando possui mercado de capitais eficiente, e em desenvolvimento quando não o possui. Uma prova disso é que todos os países desenvolvidos ou em acelerado processo de desenvolvimento ostentam elevadas taxas de poupança e sofisticados mercados de capitais.

A missão do mercado de capitais é oferecer as condições financeiras necessárias para retomar e sustentar o crescimento econômico, gerar empregos e democratizar oportunidades e capital; mobilizar recursos de poupança, oferecendo alternativas de investimento seguras e rentáveis para servir também de base aos planos de previdência complementar e, por fim, direcionar esses recursos para financiar os investimentos mais produtivos e socialmente desejáveis, como habitação, infraestrutura e agronegócio. Neste sentido, é preciso fazer que o financiamento privado de longo prazo se desenvolva definitivamente no Brasil.¹²²

Em suma, a reorientação do crédito bancário para o apoio às atividades do setor privado, apesar de ser já de si um objetivo difícil, dada a trajetória do setor bancário nas últimas décadas, não é suficiente para garantir maior oferta de recursos às empresas, em termos e custos compatíveis com os retornos de uma economia de mercado. A intermediação bancária, de qualquer forma, não deve ser o único canal a ser explorado. Mercados de títulos, tanto de dívidas quanto de participação em capital, também devem receber estímulos e ser objeto de políticas de modernização e reforma. Mercados financeiros são plásticos, como quaisquer outros mercados, e evoluem de acordo com as necessidades e os modos de interação entre os agentes.

Sérgio Darcy, diretor de normas do Bacen, indica que “dada a importância que as operações de securitização de recebíveis podem ter para o crescimento de nossa economia – uma vez que seus efeitos geram benefícios não apenas para o sistema financeiro, mas para toda a coletividade, notadamente como instrumentos mitigadores de risco”.¹²³

Ainda, no mesmo sentido, Marcelo Trindade, ex-presidente da CVM, afirma que

“a securitização oferece às empresas acesso direto aos investidores em um campo antes reservado exclusivamente às atividades bancárias e de *factoring*. Além disso, as operações de securitização permitem que ativos financeiros ‘monetizados’, mas ilíquidos e sem mercado secundário, sejam convertidos em valores mobiliários negociáveis. Por fim, as operações de securitização democratizam o acesso ao mercado de capitais, por meio uma primeira experiência com o mercado e disciplina de divulgação de informações. O fato de que a securitização é uma realidade de

¹²² APPY, Bernard. O financiamento do desenvolvimento: a procura de novas fórmulas. In: PORTO, Cláudio; GIAMBIAGI, Fábio (org.). *Propostas para o governo 2015/2018: agenda para um país próspero e competitivo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013. p. 71.

¹²³ DARCY, Sérgio. Primeiro prefácio. In: *FIDC: Fundos de investimentos em direitos creditórios. Estudos especiais, produtos de captação*. Rio de Janeiro: Andima, Cetip, 2006.

nosso mercado e veio para ficar, é que nos obriga, a todos, a dedicarmos crescente atenção e esforço no aperfeiçoamento dos produtos a ela ligados”.¹²⁴

2.4. NEGÓCIOS JURÍDICOS AGROINDUSTRIAIS E DIREITOS CREDITÓRIOS DO AGRONEGÓCIO

Para uma melhor compreensão dos direitos creditórios que formam lastro para emissão dos títulos do agronegócio, quanto ao fundamental requisito extrínseco dos títulos em estudo, devemos compreender de forma sistemática, também dentro da análise histórica da função de financiamento da atividade, a formação, registro e funções e efeitos desses direitos à operacionalização do financiamento privado do agronegócio. Focamos, assim, na análise da natureza e constituição dos direitos creditórios do agronegócio e outros a ele relacionados.

Para a compreensão do conceito de direitos creditórios do agronegócio, necessitamos primeiro identificar alguns elementos e definições legislativas. Para tanto, faz-se necessário o destaque do art. 23 da Lei n. 11.076/2004, que dispõe que ficam instituídos os seguintes títulos de crédito:

I – Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – (CDCA)

II – Letra de Crédito do Agronegócio – (LCA)

III – Certificado de Recebíveis do Agronegócio – (CRA)

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

A princípio, conforme determinado no dispositivo legal citado, para que possamos caracterizar os direitos creditórios do agronegócio, necessitamos, então, definir o conceito de Produtor Rural. Assim, na tentativa de melhor detalhar referido conceito, e diante da inexistência de definição desse conceito na legislação própria que rege o tema, indicamos a aplicação, por analogia, do conceito descrito na Instrução Normativa MPS/SRP n. 3, de 14 de julho de 2005: “a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de

¹²⁴ TRINDADE, Marcelo. Segundo prefácio. In: *FIDC: Fundos de investimentos em direitos creditórios. Estudos especiais, produtos de captação*. Rio de Janeiro: Andima, Cetip, 2006.

produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos”.

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

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

Analisando os conceitos expostos, poderíamos chegar à equivocada conclusão de que somente os negócios realizados por pessoas físicas ou jurídicas que desenvolvam atividade a produção agropecuária primária estariam aptos a gerar direitos creditórios do agronegócio. Ocorre que tal interpretação diminuiria a abrangência dos negócios eficazes à formação dos referidos direitos creditórios, fugindo claramente à vontade do legislador que, conforme motivação da própria lei, é a do financiamento dos sistemas agroindustriais, como se pode ver no destaque da necessária inter-relação das atividades econômicas referidas no próprio parágrafo único do artigo citado.¹²⁵

Um sistema agroindustrial pode ser entendido como uma sucessão de operações de transformação capazes de ser separadas, mas ligadas entre si por um encadeamento operacional. A cadeia de produção é também um conjunto de relações comerciais e financeiras que estabelecem, entre todos os estados de transformação, um fluxo de troca, situado antes e após a porteira, entre fornecedores e clientes. Em muitos casos práticos, os limites dessa divisão não são facilmente identificáveis. Além disso, essa divisão pode variar muito conforme o tipo de produto e segundo o objetivo da análise; assim, podemos destacar três macrosssegmentos geralmente propostos:

a) produção de matérias-primas: reúne as firmas que fornecem as matérias-primas iniciais para que outras empresas avancem no processo de produção do produto final (agricultura, pecuária, pesca, piscicultura, silvicultura etc.);

¹²⁵ O professor Ivo Waisberg, em relação à caracterização do crédito para efeito de negociação, destaca que “o critério adotado pela Lei 9.514/1997 para definir se um determinado crédito é ou não imobiliário está ligado à causa do negócio jurídico que deu origem ao crédito. Estando a causa relacionado a bem imóvel, direito real sobre bem imóvel ou sobre uma utilidade econômica sobre tal bem ou direito, o crédito decorrente do negócio será imobiliário.” In: O conceito de crédito imobiliário para fins de securitização imobiliária. Análise e crítica ao posicionamento atual da CVM. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 62, ano 2013. p. 139.

b) industrialização: representa as firmas responsáveis pela transformação das matérias-primas em produtos finais destinados ao consumidor. O consumidor pode ser uma unidade familiar ou outra agroindústria;

c) comercialização: representa as empresas que estão em contato com o cliente final da cadeia de produção e que viabilizam o consumo e o comércio dos produtos finais (supermercados, intermediários, distribuidores etc.). Podem ser incluídas nesse macrosssegmento as empresas responsáveis somente pela logística de distribuição.

O referido sistema pode ser conceituado como conjunto de operações técnicas, o que constitui a definição mais imediata e mais conhecida do conceito, assim é o olhar sobre as cadeias de produção como ferramentas de descrição técnico-econômicas. Esse enfoque consiste em descrever as operações de produção responsáveis pela transformação da matéria-prima em produto acabado ou semiacabado. Segundo essa lógica, uma cadeia de produção apresenta-se como uma sucessão linear de operações técnicas de produção. Um procedimento que vem completar essa inferência é considerar uma cadeia de produção não somente como ferramenta de descrição técnica, mas também como ferramenta de análise econômica.

Podemos, então, caracterizar a cadeia produtiva por meio de três formas gerais: a) uma sucessão de operações de transformação dissociáveis, capazes de ser separadas e ligadas entre si por um encadeamento técnico; b) um conjunto de relações comerciais e financeiras entre todos os estados de transformação, um fluxo de troca, situado de montante a jusante entre fornecedores e clientes; e c) um conjunto de ações econômicas que preside a valoração dos meios de produção e assegura a articulação das operações. Nota-se, assim, um conjunto de atividades inter-relacionadas a partir de um recorte estático, agregadas por um ou mais critérios previamente estabelecidos. Essa é uma definição que não incorpora os aspectos mais amplos que a noção de complementaridade dinâmica permite.

Assim, um sistema de produção apresenta-se como a soma de todas as operações de produção, industrialização e de comercialização que foram necessárias para passar de uma ou várias matérias-primas de base a um produto final, isto é, até o consumo final em mercado interno ou externo, baseado em três fatores diversos: a tecnologia, os mercados e os produtos. A superposição desses três elementos definiria uma cadeia de produção, na visão dinâmica representada pela cooperação simultânea desses três aspectos ao longo do tempo. Assim, uma modificação em qualquer um desses fatores poderia afetar diretamente os outros dois e, dessa forma, relançar a dinâmica interna de funcionamento da cadeia de produção.

Essa ótica implícita em uma abordagem dos sistemas agroindustriais pressupõe a participação coordenada de produtores agropecuários, agroindústrias, distribuidores, além de organizações responsáveis por financiamento, transporte etc., na produção, industrialização e distribuição de alimentos e insumos. O enfoque sistêmico da produção agroindustrial é guiado por cinco conceitos-chave:

a) verticalidade conexas: significa que características de um elo da cadeia influenciam fortemente os outros elos;

b) demanda direcional: a ideia aqui é a de que a demanda gera informações que determinam os fluxos de produtos e serviços por toda a cadeia produtiva;

c) coordenação interna: as relações verticais dentro das cadeias de suprimento e comercialização incluem as formas de coordenação e constituem sua dinâmica;

d) competição sistêmica: podem envolver mais de um canal de comercialização; entender como eles se relacionam faz melhorar o desempenho econômico dos agentes envolvidos;

e) direta alavancagem: valorização na sequência produção-consumo, cujas ações podem melhorar a eficiência da maioria dos agentes econômicos do complexo agroindustrial.

Conforme leciona Carlos José Caetano Bacha,¹²⁶ o conceito de agronegócio envolve a definição de sistema agroindustrial. O agronegócio apresenta uma visão sistemática da economia, evidenciando como certos segmentos fornecem insumos à agropecuária e outros segmentos procedem à transformação industrial e à distribuição dos produtos *in natura* ou transformados. Assim, reforçando os fundamentos apresentados, pode ser dividido em, no mínimo, quatro segmentos:

a) o segmento I é composto pelas empresas fornecedoras de insumos;

b) o segmento II é formado essencialmente pelas empresas agropecuárias;

c) o segmento III compõe-se das empresas processadoras de produtos agropecuários;

d) o segmento IV é constituído pelas empresas comercializadoras e distribuidoras.

Passamos a exemplificar alguns agentes econômicos atuantes dentro de uma cadeia e suas principais características. Na área de venda de insumos agrícolas encontramos empresas que atuam na produção e comercialização de fertilizantes, sementes e defensivos. Também atuam nas vendas diretas a produtores rurais, cooperativas e agroindústria de máquinas, implementos e equipamentos. Essas empresas, além da venda técnica, hoje, comum à atividade, dão apoio em pós-venda, nas instalações e entregas locais, principalmente para as

¹²⁶ BACHA, Carlos José Caetano. *Economia e política agrícola no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2004. p. 22.

máquinas agrícolas. As revendas, no momento da compra de suas matérias-primas (produtos agropecuários), atuam como um intermediário, normalmente através das operações de troca. Esses agentes comerciais são repassadores de preços estabelecidos em níveis anteriores aos quais estão vinculados. Não são proprietários dos produtos e não têm autonomia para variações de preços, exceto dentro das margens preestabelecidas e aceitas pelo mercado. São eles os responsáveis pela abertura e manutenção de mercados compradores, bem como por parte dos trabalhos de entrega e de pós-venda, mas a clientela não lhes pertence.

As agroindústrias são as unidades empresariais em que ocorrem as etapas de beneficiamento, processamento e transformação de produtos agropecuários *in natura* até a embalagem, prontos para comercialização. Em agronegócios existem dois grupos distintos de agroindústrias: a) agroindústrias não alimentares, como fibras, couros, calçados, óleos vegetais não comestíveis etc.; e b) agroindústrias não alimentares, voltadas para a produção de alimentos em geral, como sucos, polpas, extratos, lácteos, carnes e outros. As agroindústrias não alimentares são dedicadas à produção de couros, fibras e bioenergia, guardadas as especificidades inerentes às características do agronegócio, sobretudo com respeito ao abastecimento de matérias-primas e às cadeias produtivas. Agora, nas agroindústrias alimentares, os processos de produção e certificação são mais rígidos e bastante específicos, pois elas tratam da produção de alimentos e têm uma preocupação muito maior, que é a segurança alimentar dos consumidores, com o objetivo de fornecimento de alimento seguro para a saúde do consumidor.

Conforme já citado em itens anteriores, o beneficiamento de produtos agropecuários significa dar-lhes um tratamento sem alterar-lhes as características *in natura*. Alguns produtos são submetidos a beneficiamentos, no intuito de melhorar-lhes a apresentação, evitar perdas, eliminar pragas, agregar-lhes valores ou mesmo atender à preferência dos consumidores. Nesse caso, só há beneficiamento dos produtos e não acontece qualquer tipo de transformação, provoca-se uma melhoria na forma de apresentação principalmente. Os mercados mais exigentes demandam produtos beneficiados, como laranja lavada e polida, batata lavada, entre outros, o que não significa necessariamente melhoria na qualidade dos produtos.

Compreendem-se por processamento alguns cuidados especiais efetuados com os produtos, que os tornam mais prontamente disponíveis aos consumidores e garantem-lhes melhor qualidade. No entanto, entende-se por transformação as operações de obtenção de produtos diferentes fundamentalmente de suas matérias-primas, em que são processados os

produtos *in natura*, os quais podem conter misturas com outros produtos, por exemplo, produção de queijos em laticínios, com base no leite *in natura*; a obtenção de carnes processadas (charque, bacon, embutido, presuntos, entre outras); ou a confecção de calçados, de couros devidamente curtidos.

Os distribuidores representam um número pequeno de produtos ou de empresas e atingem um número elevado de clientes compradores; assim, são também formadores de preços em mercados locais. Já os atacadistas são constituídos por pequeno número de empresas de grande porte, que compram diversos produtos de várias empresas e os comercializam para número elevado de outras empresas, podendo chegar diretamente aos consumidores. Os atacadistas são fortes formadores de preços regionais, tanto fazendo pressão nos níveis de comercialização anteriores no ato das compras como determinando os preços nas operações de vendas.

Ainda, quanto às centrais de abastecimento, a rigor, essas centrais e bolsas não efetuam comercialização de produtos, constituindo-se em espaços e prestadoras de serviços, nos quais atuam grandes comerciantes ou seus representantes. Os produtores de modo geral, exceto os maiores e cooperativas, não têm acesso a esses espaços e serviços. A tendência mundial é a de formação de grandes redes de supermercados e de grandes lojas, inclusive com departamentos diversos, fincados na ponta final da comercialização imediatamente antes do consumidor.

Já na fase de comercialização internacional e de grande escala, como já destacado anteriormente, os exportadores, as empresas comerciais exportadoras e *tradings companies* atuam economicamente às firmas e, mais propriamente, para as sociedades comerciais com objeto na compra e venda de produtos agropecuários *in natura* ou processados, mas que também podem ser produtoras, representantes de produtores, atacadistas etc., buscando a colocação de seus produtos no mercado externo, e devem contar com equipes especializadas para sua verificação e negociação.

De um ponto de vista mais pragmático, na aplicação da diretriz inicial para formação das relações comerciais, às obrigações comerciais e seus consequentes direitos de crédito, podemos visualizar o complexo agroindustrial e considerá-lo composto por três grandes segmentos. O primeiro é o macrossegmento rural, o qual compreende todos os empreendimentos que desenvolvem atividades agropecuárias; o segundo é composto pelos empreendimentos industriais de transformação da matéria-prima agropecuária; e o terceiro é o

de empreendimentos voltados à comercialização dos produtos agroindustriais, compreendendo as atividades atacadistas e varejistas.

As empresas de primeira transformação poderão ser caracterizadas como responsáveis pelo processamento da matéria-prima agropecuária, como trituração e moagem, no caso vegetal, ou fracionamento, no caso de animais. Os produtos dessa primeira transformação podem ser fornecidos diretamente à comercialização ou, ainda, servirem como matéria-prima para as indústrias usualmente denominadas de segunda transformação. São estas últimas que geram produtos mais elaborados, como os alimentos para consumo final.

Ao estender a diretriz do art. 23 da Lei 11.076/2004 ora em estudo ao conceito do sistema agroindustrial, temos que contrapor não mais uma solução contratual referente a uma única transação em uma mesma etapa, mas combinações de diferentes arranjos contratuais que se estabelecem nesse sistema como resposta às características das transações que ocorrem entre seus agentes. A organização de elementos materiais e de sua produção dá lugar a um conjunto de coisas que, por estar organizado, pode adquirir um valor diferenciado e que compõe objeto de negócios jurídicos diversos. Compondo esse sentido, a integração vertical internaliza as transações econômicas, tornando-as subordinadas à hierarquia, em que os custos de se transacionar no mercado são substituídos pelos custos de monitoramento e estímulos internos associados à estrutura organizacional interna da firma. Pode-se estabelecer uma organização constituída de uma rede de fornecedores e distribuidores, entre os quais se definem relações de cooperação, com o conseqüente aumento da especificidade dos ativos, com base na formação dos direitos creditórios.

Nesse contexto, entendemos que o conceito de Produtor Rural, aqui, em especial para os fins destinados ao financiamento de suas atividades, foi tomado equivocadamente e em posição gramatical errada, devendo ser interpretado de forma sistemática e finalística a fim de abarcar não só os entes diretamente ligados às atividades de produção agropecuária em sentido estrito, mas também todos os agentes envolvidos de forma direta ou indireta na cadeia produtiva do agronegócio. Portanto, é preciso sobrepor ao conceito de Produtor Rural a caracterização de sistemas agroindustriais. É necessário considerar o conjunto de atividades compreendidas entre a fabricação e suprimentos de insumos, da formação e produção nas unidades agropecuárias, até o processamento, acondicionamento, armazenamento, distribuição e consumo dos produtos *in natura* ou industrializados.

Portanto, podemos dizer que os novos títulos do agronegócio vieram para englobar, de fato, todos os ciclos dos sistemas agroindustriais, e que cada um deles tem sua função

específica dentro desse segmento econômico, ou seja: a CPR ligada diretamente à produção; o CDA/WA diretamente ligado ao armazenamento e comercialização dos produtos agropecuários; e os demais títulos por excelência financeiros, CDCA, LCA e CRA ligados ao financiamento de todas as atividades sobrepostas e inter-relacionadas de um sistema agroindustrial. Dessa forma, podemos dizer que o CDCA, a LCA e o CRA são títulos vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados por produtores rurais, cooperativas agrícolas e demais agentes do sistema agroindustrial, nas operações relacionadas com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, inclusive financiamentos ou empréstimos a essas atividades conexas, conforme mais adequada interpretação do parágrafo único do art. 23 da Lei n. 11.076.

Produção	Comercialização e Armazenamento	Financiamento
CPR Emissores: Produtores Rurais, Associações e Cooperativas	CDA/WA Emissores: Armazéns Agropecuários	LCA Emissores: Instituições Financeiras
	CDCA Emissores: Cooperativas e Agroindústrias	CRA Emissores: Securitizadoras Agro

Exemplificando o entendimento exposto, no sentido de que o agronegócio deve ser entendido de forma mais ampla, podemos considerar determinada Usina de Açúcar e Álcool que compra insumos e fertilizantes, desenvolve as lavouras de cana-de-açúcar, processa tal matéria-prima e armazena seus produtos resultantes (açúcar e álcool) em armazéns ou tanques próprios ou de terceiros. Também comercializa seus produtos, faz as operações de mercado futuro (*hedge*), transporta e, muitas vezes, ainda exporta diretamente. Nesse caso, referida Usina de Açúcar e Álcool, de acordo com a legislação aplicável, enquadra-se perfeitamente no conceito de produtor rural, sendo, portanto, apta a emitir, por exemplo, uma CPR. Além disso, enquadra-se no conceito de pessoa jurídica que pratica a transformação de produtos agropecuários, sendo, desse modo, apta, também, à emissão de CDCA.

Ainda a título exemplificativo do alargamento do conceito em estudo, podemos mencionar o caso de uma *trading company* que compra e vende produtos agropecuários, realiza atividades de logística de tais produtos e, eventualmente, recebe em seu favor

CDA/WA, representativo da entrega de produtos depositados em armazéns agropecuários, como pessoa jurídica apta a emitir CDCA tendo como lastro o CDA/WA recebido, por exemplo. Entre as vantagens aqui estão os títulos representativos de produtos agrícolas, os quais permitem maior flexibilidade na escolha do momento da venda, por meio do carregamento de estoque, com maior rentabilidade na sua comercialização. Devemos, todavia, ressaltar a imprescindível necessidade de verificação do caso concreto para a definição do enquadramento de determinada operação financeira dentro do conceito buscado pela lei, observando e destacando com clareza o objeto de sua atividade agroindustrial.

Após a análise dos principais agentes participantes do sistema agroindustrial, passamos a focar nossa atenção efetivamente sobre os instrumentos que titularizam os direitos creditórios do agronegócio. Assim, devemos destacar inicialmente que, por se tratarem de títulos diretamente vinculados à produção agroindustrial, os ativos aqui referenciados compõem a expressão no sentido de designar todo e qualquer instrumento jurídico representativo de crédito ao seu titular, seja tal instrumento materializado de forma física (cartular) ou de forma eletrônica e abstrata (escritural). Aqui também penso compor a senda evolutiva dos instrumentos juscomerciais de criação, circulação e mobilização de riqueza, reconhecida, hoje, na progressiva centralização regulatória do conceito de instrumentos financeiros para noção conceitual ampla do mercado financeiro e de capitais.

Analisaremos a seguir alguns dos instrumentos financeiros que, adaptados aos demais elementos, poderão formar direitos creditórios pressupostos à emissão dos títulos de financiamento do agronegócio. Não poderia ser de outra forma, já que, como dissemos, tais títulos de crédito têm sua origem e utilização diretamente ligadas às atividades relacionadas à produção agroindustrial, ou seja, aos negócios jurídicos realizados no sistema agroindustrial e que têm por objeto precípua o financiamento relacionado a tais atividades. Logo, é necessário o enquadramento como títulos que representam direitos creditórios do agronegócio. Considerando a natureza do conceito de direitos creditórios do agronegócio e mediante uma análise axiológica e finalística do próprio regime jurídico do moderno agronegócio brasileiro, também é inegável que deve haver outros ativos, que, embora não tenham sua origem ligada diretamente à produção agroindustrial, podem materializar e representar direitos creditórios originados desse segmento econômico.

Dessa forma, nos termos da atual legislação e conforme demonstrado relativamente aos títulos de crédito próprios do agronegócio, entre eles, a CPR, o CDA/WA, o CDCA, a LCA, o CRA e demais títulos denominados genericamente de Cédulas de Crédito Rural,

consideramos a lógica de sua constituição como representativos de direitos creditórios do agronegócio, sendo assim considerados créditos originários por meio dos negócios jurídicos realizados entre produtores rurais, cooperativas, terceiros e aqueles que tenham por finalidade o financiamento ou concessão de empréstimo relacionado à produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou, ainda, de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

Em particular, de acordo com as recomendações do Grupo de Trabalho dos Títulos do Agronegócio da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (Anbima), com o objetivo de definir o escopo e as condições para a utilização de determinados ativos do agronegócio como lastro legal, a partir da discussão sobre a abrangência do conceito de produtor rural e das relações econômicas com terceiros participantes da cadeia do agronegócio, decidiram, dentro de suas funções de autorregulação e de normas de programação e direção para o mercado financeiro, definir uma série de entendimentos de aplicação aos novos títulos de financiamento do agronegócio.

Nesse sentido, a fatura deverá discriminar as mercadorias vendidas ou, quando convier ao vendedor, indicará somente os números e valores das notas parciais expedidas por ocasião das vendas, despachos ou entregas das mercadorias. A fatura é dispensável quando a nota fiscal é do tipo nota fiscal-fatura, na qual já constam os elementos da fatura, necessários à emissão da duplicata. A duplicata somente pode ser emitida após a emissão da fatura. Assim, estabelece o art. 2º da Lei das Duplicatas que, no ato da emissão da fatura, dela poderá ser extraída uma duplicata para circulação como efeito comercial, não sendo admitida qualquer outra espécie de título de crédito para documentar o saque do vendedor pela importância faturada ao comprador. Assim, a duplicata é um título de crédito causal vinculado a operações de compra e venda de mercadorias ou de prestação de serviços, aqui necessariamente envolvendo uma agroindústria como sacador com pagamento à vista ou a prazo, e representativo do crédito originado a partir de referidas operações.

Contudo, para os direitos creditórios ao setor agropecuário decorrentes da Exigibilidade do Recolhimento Compulsório sobre Depósitos à Vista, há o entendimento de que a utilização desses créditos estaria fora do espírito do legislador, na definição tanto dos procedimentos para o Recolhimento Obrigatório quanto da própria Lei n. 11.076/2004, visto que a captação não geraria qualquer fomento à cadeia do Agronegócio. Porém, não há dúvida de que os Recursos Livres, bem como o montante que venha a ser desenquadrado do

Recolhimento Obrigatório (queda da exigibilidade) e que já estejam empregados em crédito rural, possam ser utilizados nas emissões.

No mesmo sentido, também se entende como viável a utilização de CDCA como lastro de LCA, e não poderia ser diferente, visto que o certificado é emitido por uma empresa que atua diretamente na cadeia do agronegócio, financiando os produtores rurais. No entanto, se possível, não se recomenda o uso de LCA como lastro próprio de outra LCA, visto que o montante captado não tem o pressuposto original da parte agente dentro do sistema agroindustrial, mas, ao contrário, agente já participante do Sistema Financeiro Nacional e assim, dentro de uma operação interbancária (captação e aplicação de recursos entre os bancos), afastando-se do conceito de formação do direito creditório dentro do sistema agroindustrial para cumprimento dos requisitos de formação do crédito subjacente a ser lastro legal da referida letra. Deverá haver necessariamente no polo formador do direito creditório uma parte integrante do sistema agroindustrial.

Em outro sentido, podemos destacar hoje alguns ativos largamente utilizados na instrumentalização do mercado financeiro que, embora não tenham sua tipicidade ligada diretamente ao agronegócio, podem ser realizados dentro do conceito do parágrafo único do art. 23 já detalhadamente estudado, bem como representam direitos creditórios do agronegócio. Nesse contexto, atendidos os critérios formadores citados, estão aptos a servir de lastro legal à emissão de papéis em operações de financiamento ligadas à atividade agroindustrial, a Cédula de Crédito à Exportação (CCE), a Nota de Crédito à Exportação (NCE), a Debênture, título próprio das Sociedades por Ações, e, em especial, a Cédula de Crédito Bancário (CCB) e o Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACC). Ressalva-se, aqui, sempre, que o requisito formal de registro dos lastros não será considerado em si para verificação da natureza dos créditos em estudo.

Ainda, com relação aos demais títulos de crédito anteriormente citados, a Cédula de Crédito a Exportação, que foi instituída pela Lei n. 6.313, de 16 de dezembro de 1975, é título líquido e certo, emitido em favor de instituição financeira, com promessa de pagamento em dinheiro com garantia real cedularmente constituída. Vale ressaltar que, de acordo com o diploma legal que rege a CCE, há a determinação de adoção da mesma disciplina jurídica atribuída à Cédula de Crédito Industrial (CCI), nos termos estabelecidos no Decreto-lei n. 413, de 9 de janeiro de 1969. A CCE poderá ser emitida por pessoa física ou jurídica que se dedique à atividade de exportação ou à produção de bens para exportação, bem como às atividades de apoio e complementação integrantes e fundamentais na exportação.

Também a Nota de Crédito a Exportação, instituída pela Lei n. 6.313/75, trata-se de título líquido e certo, a ser emitido em favor de instituição financeira, com promessa de pagamento em dinheiro, sem garantia real cedularmente constituída. Poderá ser emitida por pessoa física ou jurídica que se dedique à atividade de exportação ou à produção de bens para exportação, bem como às atividades de apoio e complementação integrantes e fundamentais na exportação. Note que, embora esses títulos não tenham sido criados com o objetivo precípuo de fomentar as atividades ligadas à produção agroindustrial, os diplomas legais que os regulam são amplos no que diz respeito aos segmentos da atividade econômica pelos quais tais instrumentos podem transitar, não vedando a possibilidade de que sirvam de instrumento de crédito fomentador às atividades da agroindústria.

A CCB foi instituída pela Lei n. 10.931, de 2 de agosto de 2004 (Lei n. 10.931/2004), e é título de crédito emitido por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito. Hoje, essa cédula tem sido amplamente utilizada no financiamento direto pelas instituições financeiras. A CCB que teve o propósito de desonerar as operações de crédito, restabelecendo a harmonia e a confiança na relação entre credor e devedor, por meio da criação de um título forte, e que fixa-se de maneira clara todas as obrigações assumidas por ambas as partes, assegurando ao tomador que todas as condições constantes nesse título serão devidamente observadas pelo credor, sobretudo no que se refere aos encargos e aos juros.

O incentivo legal às diversas espécies de incentivo financeiro vinha sendo adotado pelo Poder Público com frequência no passado. Esse incentivo se deu com a criação de modernos títulos de crédito, revestidos não apenas da característica de mútuo, mas também como abertura de crédito, ora com garantia real, ora com garantia fidejussória, ora sem nenhuma garantia, a não ser a própria responsabilidade do tomador de arcar com as obrigações assumidas por ele quando da emissão desses títulos. Foi nessa linha que foram criadas as Cédulas de Crédito Rural (Decreto-lei n. 167, de 14 de fevereiro de 1967), as Cédulas de Crédito Industrial (Decreto-lei n. 413, 9 de janeiro de 1969), a CCE, a NCE, a Cédula de Crédito Comercial e a Nota de Crédito Comercial (Lei n. 6.840, de 3 de novembro de 1980).

A Exposição de Motivos que acompanhou a primeira edição da Medida Provisória que deu origem à CCB retrata com clareza a intenção do então Ministro Pedro Mallan de não romper com a tradição jurídica e jurisprudencial, restando claro o propósito de manter os padrões das cédulas anteriores criadas, *in verbis*: Há muito tempo, o mercado financeiro

necessita de um título de crédito que espelhe com realidade as relações jurídicas com as instituições financeiras e seus clientes e que, principalmente, torne a formalização das diversas operações de crédito menos onerosa e complicada, conferindo maior flexibilidade e agilidade na mobilização do crédito, cumprindo, assim, com a extraordinária função econômica para a qual foi concebida a primeira cédula, inspirada na legislação Italiana, especificamente na “Cambiale Agrária”, utilizada na concessão de crédito para a atividade agropecuária, matéria de que cuidou o Decreto-Lei Real n. 1.509, de 24 de julho de 1927 (que disciplinou o crédito agrário), regulamentado pelo Decreto Ministerial de 23 de janeiro de 1928, decreto esse que foi convertido em lei.

A Lei n. 10.931/2004, em seu art. 26, dispõe que a Cédula de Crédito Bancário é título de crédito emitido, por pessoa física ou jurídica, em favor de instituição financeira ou de entidade a esta equiparada, representando promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de operação de crédito de qualquer modalidade. Conforme disposição legal, a CCB deverá ser emitida em favor de instituição financeira integrante do Sistema Financeiro Nacional, sendo admitida a sua emissão em favor de instituição domiciliada no exterior, podendo, nesse caso, ser emitida em moeda estrangeira, desde que a obrigação esteja sujeita exclusivamente à lei e ao foro brasileiros. Tendo em vista a natureza de título executivo extrajudicial, o art. 29 da citada lei traz todos os requisitos que a CCB deverá conter, e o art. 28 todos os direitos que poderão ser pactuados pelas partes.

Essa cédula poderá ser emitida com ou sem garantia, real ou fidejussória, cedularmente constituída, sendo que a garantia, caso aplicável, deverá ser especificada na CCB, observadas todas as disposições constantes na Lei n. 10.931/2004 e, no que não forem conflitantes com estas, todas as disposições da legislação comum ou especial aplicável a cada modalidade de garantia a ser constituída. No caso de existência de garantia real, esta poderá ser constituída por bem patrimonial de qualquer espécie, disponível e alienável, móvel ou imóvel, material ou imaterial, presente ou futuro, fungível ou infungível, consumível ou não, cuja titularidade pertença ao próprio emitente ou a terceiro garantidor da obrigação principal. A constituição da garantia poderá ser feita na própria CCB ou em documento separado, nesse caso, fazendo menção a tal circunstância na própria cédula.

No regime jurídico, ao estudo dessa cédula verifica-se que o fato de se tratar de negócio de abertura de crédito fixo ou em conta-corrente não desnatura o título como executivo, justamente porque há uma conta vinculada ao negócio jurídico de financiamento em que se encontrará o montante líquido e certo do crédito utilizado pelo financiado. A

estrutura jurídica é comum a todas essas cédulas, quando vinculadas a uma operação de abertura de crédito, ou seja: um instrumento inicial abre o crédito, fixando seu valor, determinando a forma de utilização e o prazo de pagamento, tudo representado por uma conta gráfica, escriturada na contabilidade do agente financiador, em que se determina o saldo devedor do financiado, representativo de sua dívida líquida, certa e exigível no devido tempo.

Assim, uma vez que a cédula de crédito bancário tenha instituído a respectiva conta de movimento e estabelecido o que nela poderá ser lançado, definida estará a liquidez do respectivo saldo. Essa liquidez não decorre diretamente dos lançamentos da conta gráfica em si, mas advém da promessa de pagamento feita no título de crédito, na forma da lei. É o consenso literalmente reproduzido na cédula que cria a dívida, e não o ato unilateral do credor. Dessa forma, não há como deixar de reconhecer que a cédula de crédito bancário constitui título executivo extrajudicial. Ademais, de acordo com o inciso VIII do art. 585 do CPC, é título executivo extrajudicial todo e qualquer documento “que, por disposição expressa, a lei atribuir força executiva”.

É certo, portanto, que a Cédula de Crédito Bancário possui eficácia de título executivo extrajudicial, independentemente da natureza da operação de crédito por ela representada. Isso porque, o art. 26 da Lei n. 10.931 dispõe que a CCB “é título de crédito representativo de promessa de pagamento em dinheiro, decorrente de uma operação de crédito”. Importante questão a ser levantada em relação à CCB é o fato do credor que, em ação judicial, cobrar o valor de crédito exequendo em desacordo com o expresso na Cédula de Crédito Bancário, sendo obrigado a pagar ao devedor o dobro do cobrado a maior, que poderá ser compensado na própria ação, sem prejuízo da responsabilidade por perdas e danos. Essa determinação tem o condão de amenizar o fato da apresentação unilateral do extrato da conta-corrente ligada à CCB, responsabilizando a instituição financeira por eventual valor cobrado em excesso.

A CCB será transferível mediante endosso em preto, ao qual se aplicarão, no que couberem, as normas de direito cambiário, caso em que o endossatário poderá não ser instituição financeira ou entidade a ela equiparada, e poderá exercer todos os direitos por ela conferidos, inclusive cobrar juros e demais encargos na forma disciplinada pela CCB. Essa disposição trata-se de norma extremamente importante no que se refere à cobrança de juros, uma vez que o endossatário desse título poderá não ser instituição financeira e, portanto, não poderia cobrar juros acima do limite legal. Porém, de acordo com disposição legal, mesmo o endossatário não sendo instituição financeira, este poderá cobrar os juros pactuados na cédula e, uma vez que o credor originário da CCB obrigatoriamente deverá ser uma instituição

financeira, esta poderá cobrar os juros pactuados pelas partes, não estando limitados a qualquer restrição imposta pelo ordenamento jurídico.

Apesar de ser considerado título de crédito, a CCB guarda alguns aspectos relacionados à disciplina legal dos contratos, conforme constante no parágrafo 4º do art. 29 da Lei n. 10.931/2004, que determina que a CCB pode ser aditada, retificada e ratificada mediante documento escrito e datado, passando esse documento a integrar a CCB para todos os fins. Por ser a CCB considerada título de crédito, aplica-se a ela a legislação cambial, no que não contrariar o disposto em referido diploma legal, dispensando o protesto para garantir o direito de cobrança contra endossantes, seus avalistas e terceiros garantidores. A validade e eficácia da CCB não dependem de registro, mas as garantias reais, por ela constituídas, ficam sujeitas, para valer contra terceiros, aos registros ou averbações previstos na legislação aplicável, com as alterações introduzidas por essa lei. Nas operações de crédito rotativo, o limite de crédito concedido será recomposto, automaticamente e durante o prazo de vigência da CCB, sempre que o devedor, não estando em mora ou inadimplente, amortizar ou liquidar a dívida.

As instituições financeiras, nas condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, nos termos dispostos no art. 43 da Lei n. 10.931/2004, poderão emitir título representativo das próprias cédulas por elas mantidas em depósito, que será denominado Certificado de Cédulas de Crédito Bancário. A utilização da CCB pelas instituições financeiras encontra-se sempre presente em todos os seus produtos e serviços colocados à disposição do público em geral, independentemente da natureza da operação pactuada, sendo utilizada desde a abertura de crédito, passando por operações de Crédito Direto ao Consumidor, chegando à sua utilização em operações estruturadas para financiamento de qualquer setor da economia nacional, inclusive a atividade agrícola. É justamente na utilização da CCB no financiamento às atividades agrícolas que se pode verificar importante utilização desse título no fomento da atividade em estudo.

Portanto, não podemos estabelecer um rol taxativo de ativos que possam representar direitos creditórios do agronegócio, já que poderemos ter desde os títulos próprios do agronegócio até comuns contratos comerciais relacionados à compra e venda de mercadorias e produtos agropecuários. Dessa forma, a determinação e classificação de um ativo como representante de um direito creditório do agronegócio dependerá de uma análise teleológica da destinação e curso do crédito representado por tal ativo, que deverá estar diretamente relacionado ao fomento, direto ou indireto, da atividade agroindustrial. Conforme

demonstramos, diante da impossibilidade de fixação taxativa de ativos que possam representar direitos creditórios do agronegócio, muitas controvérsias acabam surgindo em torno do tema. Assim, não são raras as situações em que nos deparamos com controvérsias na classificação de determinado ativo como um direito creditório do agronegócio.

Nesse sentido, passamos a analisar o enquadramento da debênture como ativo representativo de direitos creditórios do agronegócio. Conforme estabelece a Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (Lei das Sociedades Anônimas), em seu art. 52: “A companhia poderá emitir debêntures que conferirão aos seus titulares direito de crédito contra ela, nas condições constantes da escritura de emissão e, se houver, do certificado”. Ao analisar a referida norma, a primeira ideia que nos ocorre é a de um empréstimo tomado por uma empresa junto ao público investidor. O que verdadeiramente temos por trás da emissão de uma debênture, portanto, nada mais é do que uma operação de mútuo, em que a companhia emitente do ativo assume a posição de mutuária, e o público investidor, por sua vez, a posição de mutuante. Nesse contexto, podemos afirmar que aquele que investe na compra de uma debênture espera, a princípio, decorrido determinado lapso temporal, ter o seu investimento remunerado pela companhia emissora do ativo, sendo, portanto, titular de um direito de crédito simples.

Nesse aspecto, devemos nos reportar a outra figura de mútuo, largamente utilizada por empresas e companhias para o seu financiamento. Estamos falando do financiamento de projetos, ou *Project Finance*, nomenclatura muito utilizada no idioma das finanças internacionais. É comum na doutrina destacar-se uma característica fundamental aos referidos financiamentos, de modo que, sendo financiamentos, sua natureza é a de um mútuo ou, mais frequentemente, promessa de mútuo, com destinação específica, isto é, os recursos devem necessariamente ser canalizados para um projeto específico, inclusive por cláusula na documentação.

Podemos, então, afirmar que no âmbito de um *Project Finance* voltado ao financiamento de atividade agroindustrial, certamente haverá a possibilidade de emissão de ativos derivados de tal operação e que efetivamente representem direitos creditórios do agronegócio. Isso porque, em obediência ao principal traço dessa modalidade de financiamento, haverá, por determinação contratual expressa, a vinculação da receita obtida no financiamento a uma prévia e determinada atividade de fomento à agroindústria. Diante desse cenário, podemos afirmar que no caso de uma emissão de debêntures, esse principal

traço caracterizador do projeto de financiamento deverá ser observado pela companhia emissora do ativo.

Dessa forma, haverá a indiscutível necessidade de que constem do instrumento de emissão das debêntures, no caso a escritura de emissão, mecanismos que expressem e garantam a vinculação das receitas obtidas com a emissão desses ativos às atividades diretamente ligadas ao desenvolvimento da agroindústria. Somente assim estaremos diante de debêntures que não representam simples direito de crédito aos seus titulares, mas, sim, ativos representativos de direitos creditórios do agronegócio.

Ainda, enquanto estudo de temas controversos, passamos à análise da natureza jurídica do contrato de câmbio e suas espécies na configuração dos direitos creditórios ao agronegócio. Conforme determinado por lei, apenas à moeda nacional é conferido o poder liberatório, ou seja, o poder de liberar dívidas e extinguir obrigações, seja na circulação de bens ou de serviços. Dessa forma, é mandatório para as empresas sediadas no Brasil, que desejam ou necessitam ingressar recursos auferidos em moeda estrangeira no país, que providenciem a conversão dos valores expressos em moeda estrangeira para valores expressos em moeda nacional.

Tais contratos representam obrigações recíprocas e complementares entre as partes relativas. Em razão das características intrínsecas do tipo contratual selecionado para análise, o papel da empresa exportadora será representado sempre pela venda, mediante transferência direta ou indireta, de moeda estrangeira à instituição financeira. Consequentemente, o dever da instituição financeira será, invariavelmente, o da entrega do preço acordado pela moeda estrangeira à empresa exportadora que, por definição lógica, deverá ser realizado em moeda corrente nacional, convertida com base em índices cambiais oficiais.

Destarte, caracteriza-se o contrato de câmbio de exportação como uma compra e venda a termo, vale dizer, ao vendedor é criado o dever de transferência de domínio sobre determinado objeto contra o recebimento do preço correspondente pelo comprador. No presente estudo, identifica-se: (i) como partes: a instituição financeira como compradora e a empresa exportadora como vendedora; (ii) como objeto: determinada soma de moeda estrangeira conversível; e (iii) como preço: o valor em moeda corrente nacional, determinado ou determinável a partir de índices cambiais oficiais.

Note-se que o contrato de câmbio é firmado entre as partes anteriormente à transferência da moeda estrangeira pelo exportador (vendedor da moeda) à instituição financeira (compradora da moeda), existindo, portanto, certo lapso temporal entre a assinatura

e a liquidação do contrato. Durante esse lapso temporal, a relação jurídica firmada entre as partes não se encontra completa. O termo é cláusula acessória nos contratos que submete os efeitos do negócio jurídico a acontecimento futuro, mas certo.

O acontecimento futuro e certo que subordina os efeitos absolutos dos contratos de câmbio é a transferência da moeda estrangeira à instituição financeira. Assim, o limite temporal existente entre a assinatura e a liquidação do contrato de câmbio intervém em sua eficácia plena. Apesar disso, é de suma relevância observar que, embora a instituição financeira, compradora da moeda estrangeira não esteja no domínio do objeto comprado, já adquiriu o direito de tê-lo em domínio desde a assinatura do contrato.

Dessa forma, o inadimplemento da obrigação principal da empresa exportadora perante a instituição financeira, qual seja, a não transferência de determinada soma em moeda estrangeira, sob a justificativa de não recebimento do valor respectivo derivado de contrato de exportação firmado com importador sediado no exterior, não deve ser corroborado. Verifica-se tal afirmação, pois, conforme explicado, a aquisição da moeda estrangeira pela instituição financeira é suspensa por prazo certo, não sendo, de forma alguma, condicionada à eventualidade do recebimento pela empresa exportadora de valores que extrapolem os limites jurídicos do contrato de câmbio, como os provenientes de contrato de exportação firmado entre a empresa exportadora e o importador estrangeiro. Em conclusão, termo difere de condição e essa diferença precisa ser ratificada, ainda que de forma exaustiva, pois tal fator é determinante para que seja assegurado à instituição financeira o sucesso em eventual contenda contra a empresa exportadora, em razão da espécie ordinária de inadimplemento ora descrita.

Ao contrário do que pode ser inferido, ACCs e ACEs não são tipos contratuais novos e independentes quando considerados em relação a contratos de câmbio. Vale dizer, não são negócios jurídicos nuclearmente distintos dos contratos de câmbio, restando apenas como variações específicas desses contratos. Essas variações contratuais foram criadas para estimular as exportações brasileiras, na medida em que fornecem antecipadamente ao exportador os valores que, inicialmente, só lhe seriam percebidos na liquidação da operação de câmbio. Ocupam, destarte, mecanismo de destaque na cadeia produtiva exportadora, porquanto são instrumentos de que as instituições financeiras se utilizam para fornecer recursos às empresas exportadoras a taxas remuneratórias calculadas sob parâmetros internacionais, que resultam em custos inferiores aos praticados no mercado interno.

Dessa forma, os contratos de câmbio firmados pelo exportador diante de determinada instituição financeira podem ser averbados com disposição que fixe o adiantamento de certo

montante em decorrência da compra e venda de moeda estrangeira. O adiantamento em referência será realizado considerando-se deságio sobre o valor da exportação efetuada pela vendedora da moeda estrangeira. Sua averbação poderá ocorrer concomitantemente à celebração do contrato de câmbio ou em momento posterior.

Caso a averbação de referido adiantamento seja efetuada em momento anterior ao embarque das mercadorias (em até 180 dias antes do embarque, podendo ser estendido a 360 dias para liquidação do câmbio), será denominado ACC. Em sentido estrito, é o adiantamento efetuado pela instituição financeira do preço acordado sobre certa quantia em moeda estrangeira, a ser recebida no futuro por meio do pagamento pelo importador sob a compra e venda mercantil internacional. É efetuado tão somente com base no contrato de câmbio firmado, não sendo obrigatória à empresa exportadora a demonstração imediata à instituição financeira dos demais documentos comprobatórios da exportação.

Por sua vez, quando o adiantamento for realizado em momento posterior ao embarque das mercadorias (até 60 dias após o embarque, podendo o prazo ser estendido até 180 dias), momento este que pressupõe a emissão e posse por parte da empresa exportadora dos documentos representativos do embarque dos bens exportados, será denominado ACE. Essa espécie de adiantamento demanda que a empresa exportadora demonstre à instituição financeira a existência das cambiais de exportação, as quais podem, a critério das partes, serem retidas pela instituição financeira para posterior liquidação junto ao importador (procedimento mais comum) ou encaminhadas diretamente pela empresa exportadora ao importador para realização direta da liberação das mercadorias. O último procedimento foi citado apenas a título ilustrativo, pois carece de segurança, uma vez que permite ao importador receber a mercadoria sem efetuar o pagamento como condição precedente.

A grande vantagem do ACE perante o ACC é a diminuição do risco de inadimplência da operação, uma vez que se adiantam valores em momento que sucede o risco de exportação da empresa, sujeitando, a princípio, a liquidação da operação apenas ao pagamento pelo importador dos valores cedidos à instituição financeira. Seja qual for a variação de contrato de câmbio escolhida pelas partes no adiantamento dos valores acordados, a natureza jurídica da operação não será alterada. É uma compra e venda a termo, contendo adiantamento total ou parcial do preço pelo comprador, cuja liquidação ocorrerá mediante o pagamento pelo importador dos créditos cedidos pela empresa exportadora à instituição financeira. Tal crédito é oriundo de uma compra e venda mercantil internacional realizada independentemente entre a empresa exportadora e sua contraparte, o importador.

Assim, a partir das definições expressas anteriormente, deve-se retomar alguns conceitos relevantes, quais sejam: a) os adiantamentos sobre Contratos de Câmbio possuem a natureza jurídica da compra e venda a termo; b) o adiantamento efetuado sobre o contrato de câmbio ou sobre as cambiais entregues não altera sua característica original; c) a liquidação dos adiantamentos citados no item anterior (b) ocorrerá, respectivamente, por meio de pagamento direto a ser efetuado pelo importador em conta no exterior de controle da instituição financeira e mediante a apresentação das cambiais pela instituição financeira na praça de pagamento cabível.

Em teoria, todas as operações de ACC têm origem similar; a empresa exportadora celebra contrato de compra e venda mercantil internacional com o importador. Em momento posterior, por exigência legal já discutida, deve buscar, junto à instituição financeira habilitada a operar em mercado de câmbio, a venda da moeda estrangeira que irá auferir no momento do pagamento pelo importador. A instituição financeira e a empresa exportadora podem acordar sobre o adiantamento do valor da moeda estrangeira. A respeito, justifica-se a convenção do adiantamento em contratos de câmbio quando o exportador necessita de recursos que não possui, seja para utilização como capital de giro para comercialização ou industrialização do produto objeto do contrato comercial firmado com o importador, ou reposição desse capital.

Portanto, no âmbito do ACC, o banco, ao pagar ao exportador o preço de forma adiantada, está conferindo a ele um poder aquisitivo que não possui. Observa-se, diante desse cenário, que o banco possibilita crédito ao exportador ao adiantar o pagamento do preço. Nesse sentido, destaca-se que o crédito é a possibilidade de dispor imediatamente de bens presentes para poder realizar, nos produtos naturais, as transformações que o tornarão, no futuro, aptos a satisfazer as mais variadas necessidades. O exportador utiliza-se dos recursos financeiros concedidos pelo banco, aplicando-o em sua atividade. Vê-se que o crédito, entendido em seu aspecto econômico como a troca de um bem presente por outro futuro, sempre foi fundamental para o desenvolvimento da atividade empresarial, na medida em que o empresário pode utilizar-se de um bem que não lhe pertence, especialmente recursos financeiros, aplicando-o em seu ofício.

Existe, assim, no âmbito da relação estabelecida por meio de um contrato de câmbio a termo, natureza jurídica da qual faz parte o ACC, a troca de um bem presente por um bem futuro, caracterizando uma relação creditícia entre banco e exportador. Repisa-se que existe, assim, a troca de uma prestação atual pelo banco por uma prestação futura a ser cumprida pelo

exportador, com a entrega da moeda estrangeira. Para o exportador obter do banco crédito a título de adiantamento sobre o contrato de câmbio, significa a viabilização de um negócio que pretende realizar, qual seja, a comercialização ou industrialização do bem a ser exportado, que, com recursos próprios, não teria condições de desenvolver.

Como consequência, o banco, ao conceder crédito ao exportador, o que faz mediante o adiantamento de valores no âmbito do contrato de câmbio, passará a ter o direito de receber desse exportador, a prestação objeto da obrigação. O direito de crédito de titularidade do banco se caracteriza, destarte, pelo direito de exigir que o exportador cumpra com a obrigação assumida no respectivo contrato de câmbio a termo, qual seja, a entrega do valor em moeda estrangeira.

Atenta-se que a característica de crédito do adiantamento não altera a natureza do ACC, qual seja, contrato de câmbio de compra e venda a termo, cuja liquidação ocorrerá mediante pagamento a ser efetuado pelo importador ao banco. O referido pagamento será realizado em favor da instituição financeira consoante cessão de créditos detidos pela empresa exportadora em razão da exportação realizada ou a se realizar. É compra e venda que, pela natureza da própria operação de câmbio, necessita compreender a transmissão de crédito mencionada. Nos ACCs, é possível falar-se em cessão de crédito (onerosa) em sentido estrito, pois a liquidação da operação ocorrerá mediante o pagamento pelo importador do crédito originalmente devido à empresa exportadora, agora cedido à instituição financeira. A partir das afirmações anteriores, pode ser identificada a existência de direitos creditórios oriundos de operações de ACCs, passíveis de cessão.

Conforme já exposto, em consonância com os parâmetros de criação da Lei n. 11.076/2004, por meio da qual foi criada a LCA, é requisito de existência de tal título sua utilização para financiamento da cadeia produtiva do agronegócio. Em maior ou menor grau de proximidade com o produtor agropecuário primário, o objetivo da lei mencionada e, conseqüentemente, o dos títulos por si criados, é a destinação de recursos para desenvolvimento do planejamento agropecuário brasileiro. Dessa forma, característica intrínseca às LCAs é sua emissão, tendo em vista o estímulo de referida atividade econômica.

Por fim, considerados os limites do presente trabalho, deve-se buscar definir quando créditos oriundos de operações de ACC e ACE serão classificados como recursos destinados ao agronegócio, uma vez que estes serão o conteúdo valorativo das LCAs. Para tanto, é necessário que seja verificado se as empresas (por exemplo, as agroindústrias, as empresas

comerciais exportadoras e *trading companies*) beneficiadas com referido tipo de operação efetuado pelas instituições financeiras enquadram-se no fomento aos sistemas agroindustriais.

2.5. SECURITIZAÇÃO E CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO

Com a Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, introduziram-se no Brasil os títulos específicos para a securitização no agronegócio, em especial, e ao qual faremos distinção aqui nesse item, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio. O modelo determinado pela lei é bastante similar ao adotado para a securitização de base imobiliária e visa criar um estímulo para que os próprios agentes de mercado lancem opções de produtos agropecuários, o que contribuiria para o desenvolvimento do mercado de capitais com referência em produtos do agronegócio, com nítidos benefícios para ambas as partes, em especial para o autofinanciamento do setor no médio e longo prazos.

Historicamente, temos que os valores mobiliários são papéis ligados a títulos de créditos,¹²⁷ mas aqui queremos levar em consideração a distinção dos títulos do agronegócio – titularização – e o título específico de securitização dos direitos creditórios do agronegócio na forma de emissão do CRA. Assim, destacamos o artigo 40 da Lei n. 11.076:

“Art. 40. A securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora, do qual constarão os seguintes elementos.”

A Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (ABECIP) define securitização como emissão de títulos de crédito padronizados por instituições especializadas, com base em créditos a receber (recebíveis) e de fácil negociação no mercado. Por meio das definições apresentadas, podemos concluir que a securitização configura, portanto, o processo pelo qual um determinado fluxo de caixa gerado pelos créditos oriundos de direitos creditórios (recebíveis) originados por uma empresa é cedido para certo veículo – securitizadora, fundo ou sociedade de propósito específico –, que emite títulos ou valores mobiliários representativos de uma fração do total desses ativos.

¹²⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Rev. Adm. Empr.* Rio de Janeiro, 25 (2): 37-51, abr./jun. 1985.

A partir da securitização, é criada uma estrutura de captação de recursos associada à qualidade dos ativos ou, ainda, à qualidade das receitas geradas por esses ativos, sendo que a qualidade do tomador de recursos pode ser agregada à operação, mas não obrigatória ou necessariamente. Assim, o objetivo das operações de securitização é a criação de títulos representativos de determinado ativo ou conjunto de ativos que passam a ser absorvidos pelo mercado de capitais.¹²⁸

A aquisição dos valores mobiliários emitidos em operação de securitização pode ocorrer das seguintes formas: (i) subscrição dos valores mobiliários emitidos - inclusive mediante a prestação de garantia firme de colocação pelo coordenador da emissão; e (ii) aquisição do valor mobiliário em negociação no mercado secundário. Também diferenciado da negociação comum aos demais títulos do sistema, como toda oferta pública de valores mobiliários, a capitalização do emissor ocorre apenas em mercado primário, com a subscrição inicial do título pelo investidor. Por sua vez, as ofertas em mercado secundário não resultam no financiamento em favor do emissor, já que a negociação ocorre entre investidores.

A securitização tem origem recente e, embora possa ter havido operações com estruturas semelhantes anteriormente, o nascimento dessa operação tem sua base no mercado imobiliário dos Estados Unidos dos anos 70 do século recém-findo. Naquela época, a demanda por recursos para financiamento da habitação e a pouca oferta de capitais fizeram com que o mercado encontrasse mecanismos alternativos para o financiamento imobiliário tradicional. Pode-se considerar que três fatores principais impulsionaram o progresso da securitização no financiamento imobiliário dos Estados Unidos: (i) a securitização atrai capital privado para essa parcela do mercado que geralmente é atendida pelo setor público, pois apresenta flexibilidade em sua estrutura e características para atender às necessidades do investidor; (ii) a securitização promove a competitividade entre agentes do mercado para prestação dos diversos serviços correlatos à operação, o que faz com que sejam reduzidos os custos de captação; e (iii) a securitização traz maior estabilidade ao mercado de financiamento imobiliário, pois é um sistema apto a gerenciar melhor os riscos a ele inerentes.

Assim, em países europeus e principalmente nos Estados Unidos, a securitização surgiu como uma nova técnica financeira visando lastrear emissões públicas de endividamento com recebíveis comerciais, gerando títulos de dívida denominados *asset-*

¹²⁸ Os demais títulos representativos do agronegócio têm fontes diversas e mais específicas com custo na produção ou comercialização, ou ainda são representativos de produtos agrícolas depositados em armazéns agropecuários. Os CRAs não tem determinado a fonte de recebíveis, mas o conjunto de ativos em sentido amplo dos negócios jurídicos realizados nos sistemas agroindustriais. Ainda, quanto aos destinatários, o CRA é um título de captação exclusivamente colocado no mercado de capitais.

backed securities, ou seja, emissão de um valor mobiliário com base em um conjunto de ativos que não poderiam ser adquiridos diretamente por investidores institucionais.¹²⁹ O Reino Unido foi o primeiro país europeu a receber e difundir a técnica da securitização, mas somente no ano de 1987 e mediante a emissão de títulos garantidos por hipotecas pela *National Home Loan Corporation*. A França, por sua vez, recebeu a securitização ao final de 1988, em uma operação cujos bancos franceses cederam créditos a determinados fundos, que financiam a sua aquisição através da emissão de valores mobiliários, transformando-os em títulos negociáveis. Itália e Portugal, por outro lado, receberam a securitização mais tardiamente, somente em meados do ano de 1999.¹³⁰ Ocorre nesta situação a cessão de um agregado de créditos a uma entidade financeira, que realiza operações de transformação desses créditos em valores mobiliários ou em valores sujeitos ao mesmo regime, que depois coloca no mercado. Essa entidade financeira, que pode assumir a forma de uma sociedade de capitais ou de um fundo comum de investimento é designada nos EUA por SPV (*Special Purpose Vehicle*), na França por *Fond Common de Créances*, na Bélgica por *Fonds de Placement en Créances e Sociétés de Investissement en Créances*, na Espanha por *Fondos de Titulización de Activos y Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización*, e na Itália por *Società per la cartolarizzazione dei crediti*.

Proveniente do termo em inglês “*securitization*”, a securitização significa, basicamente, transformar algo em “*security*”, ou seja, valor mobiliário.¹³¹ Esta securitização abrange não somente “valores mobiliários tradicionais como ações e debêntures, mas também uma variedade de participações que envolvem um investimento com um retorno primariamente ou exclusivamente dependente dos esforços de outra pessoa, que não o investidor.”¹³² Assim, entende-se por securitização a operação em que se realiza a conversão de recebíveis em lastro para emissão de valores mobiliários, cujo credor, visando antecipar receitas, transfere recebíveis com exigibilidade futura, por cessão onerosa, a certo veículo de propósito específico,¹³³ constituído com o objetivo único de aquisição de tais bens.

¹²⁹ CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fábio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007. p. 17.

¹³⁰ DA SILVA, João Calvão. *Titularização de créditos - securitization: no coração da crise financeira global*. Coimbra: Almedina, 2013. p. 16-32.

¹³¹ OIOLI, Erik F.; FALEIROS, Vanessa Zampolo. Transferência e retenção de riscos na securitização de recebíveis. In: CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor. *Temas de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014. p. 302.

¹³² HAMILTON, Robert W. *The Law of Corporations*. In: TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial: títulos de crédito - vol. 2*. São Paulo: Atlas, 2012. p. 436.

¹³³ Este veículo pode ser uma sociedade, fundo de investimento ou outro centro de imputação de direitos e deveres apto a emitir valores mobiliários. A depender do veículo, diferente será o valor mobiliário que instrumentaliza a securitização. Assim, por exemplo: nos fundos de investimento em direitos creditórios, emite-se a quota, e, nas securitizadoras, o certificado de recebíveis é o valor mobiliário.

Luiz Ferreira Xavier Borges leciona que a securitização

“é o termo utilizado para identificar aquelas operações em que o valor mobiliário emitido, de alguma forma, está lastreado ou vinculado a um direito de crédito, também denominado direito creditório ou simplesmente recebível. [...] Outra forma de definir securitização é chamar assim o processo pelo qual o fluxo de caixa gerado por recebíveis ou bens é transferido para uma outra empresa (neste caso mais voltado para as operações de giro), criada para esse fim, suportando uma emissão pública ou privada de títulos (ou valores mobiliários), que representam uma fração ideal do total dos ativos.”¹³⁴

Em sentido amplo, a securitização é considerada um novo processo de desintermediação financeira que, se por um lado faz com que os bancos, no exercício de suas funções originais, percam o monopólio e o controle da liquidez do mercado, por outro, conforme destaca Susan Phillips,¹³⁵ traz aos bancos, dentre outras, a vantagem adicional de permitir o ajuste de seus balanços pela alocação de determinados ativos, tornando o seu patrimônio mais líquido, e permitindo a eles ingressarem no mercado de capitais e modificarem o desempenho de seu papel no mercado, que de notável e tradicional intermediador entre os que têm recursos disponíveis e os que necessitam de fundos, passa a figurar, ainda, na qualidade de avaliador, depositário, estruturador e *underwriter*.

Do ponto de vista financeiro, a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos – presentes ou futuros – que de outra maneira não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a ser realizados no futuro.¹³⁶ Com a securitização, o agente econômico que origina créditos pode diluir os riscos de sua carteira de recebíveis, mesmo que ela seja futura, e adiantar receitas a ela referentes ou financiar projetos pela emissão de títulos lastreados nessa carteira. Assim, a função econômica da securitização pode ser resumida em três aspectos: mobilizar riquezas, dispersar riscos e desintermediar o processo de financiamento.

Por sua vez, sob a ótica jurídica, a securitização pode ser definida como a estrutura composta de um conjunto de negócios jurídicos – ou um negócio jurídico indireto – que envolve a cessão e segregação de ativos em uma sociedade ou um fundo de investimento

¹³⁴ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* n. 10, out./dez. 2000. p. 258.

¹³⁵ PHILLIPS, Susan. The place of securitization in the financial system: implications for banking and monetary policy. In: CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2006. p. 33.

¹³⁶ CAMINHA, Uinie. *Securitização*, cit., p. 38.

emissor de títulos garantidos pelos ativos segregados. Esses títulos são vendidos a investidores e os recursos coletados servem de contraprestação pela cessão de ativos. Dessa forma, na operação de securitização, ativos são desvinculados do patrimônio do originador, por meio da transferência da titularidade de tais ativos, e, posteriormente, pela emissão de títulos representativos desse universo. Assim, pode-se definir securitização como um conjunto de contratos que visa à emissão de títulos garantidos por um ativo específico, segregado geralmente em veículo de propósito exclusivo do patrimônio geral da sociedade beneficiária final dos recursos captados.

A securitização, conforme já se previa há alguns anos, tem passado por fases de evolução e amadurecimento consistentes, o que torna a operação cada vez mais adequada aos fins pretendidos por aqueles que a utilizam. No que pese ser possível a securitização de praticamente qualquer ativo, independentemente de legislação especial, a criação de títulos específicos e estrutura própria demonstra o interesse das autoridades no desenvolvimento da operação e a torna mais segura.

No Brasil, a securitização começou a ser utilizada em operações de exportação no final da década de 1980, porém foi nos anos 90 que ela iniciou seu desenvolvimento, especialmente para o financiamento de projetos imobiliários. Diferentemente do que aconteceu nos Estados Unidos, a securitização foi introduzida entre nós por agentes privados, e, apesar de também ter como alvo o mercado imobiliário, o foco foi diferente: o financiamento de projetos como centros comerciais foi a principal utilização inicial da operação. As emissões de títulos estavam lastreadas na formação de créditos futuros, e não em dívidas já existentes.

Apenas em 1977 o governo brasileiro resolveu utilizar-se da securitização para tentar mitigar o problema do déficit de recursos para o financiamento habitacional, com a promulgação da Lei n. 9.514, que disciplina o Sistema Financeiro Imobiliário. Atualmente, além de movimentos de entidades privadas para o desenvolvimento da securitização de base imobiliária no Brasil, é cada vez maior a utilização da securitização com lastro em outros tipos de ativo, como créditos financeiros¹³⁷ ou comerciais,¹³⁸ e, aqui mais recentemente, dos

¹³⁷ Por meio da Resolução CMN n. 2.493, de 7 de maio de 1998, as autoridades monetárias regulamentaram a securitização das carteiras de recebíveis bancários e das demais instituições financeiras, como empréstimos e carteiras de arrendamento mercantil. Por esse mecanismo, as instituições financeiras contempladas na citada Resolução foram autorizadas a excluir de seus balanços operações que pudessem comprometer seus níveis de concentração de risco ou mesmo contratos problemáticos, cedendo-os para veículos de propósito específico que não integram o Sistema Financeiro Nacional, não se sujeitando, assim, à severa disciplina dos órgãos reguladores. Antes da promulgação da Resolução CMN n. 2.493/98, as cessões de crédito de instituições financeiras apresentavam-se como um regime de exceção, sendo reguladas pela Resolução CMN n. 1.962/92, que estabelecia a cessão de crédito entre instituições financeiras, mas não a companhias securitizadoras, além de exigir uma série de formalidades para a efetivação do negócio de cessão. A resolução CMN n. 2.493/98

negócios realizados nos sistemas agroindustriais. Existem diversas estruturas que podem ser classificadas como securitização, e, por ser uma operação relativamente recente, não conta com uma construção doutrinária jurídica sólida a respeito de seus aspectos conceituais.

Na visão de Arnaldo Wald,¹³⁹ a complexidade que o mercado de crédito atingiu nos últimos anos fez com que se multiplicassem as fórmulas de financiamento, e isso modificou o papel dos bancos no mercado financeiro, os bancos passaram a catalisadores de negócios. Defende o mesmo autor que há no Brasil uma superposição e uma interpenetração entre mercado financeiro e de capitais, não sendo possível, por razões históricas, a criação de um mercado de capitais totalmente separado e simplesmente complementar ao sistema bancário. Deve-se, apenas, delimitar as superposições e determinar as funções de cada um deles.

Na estrutura de qualquer operação que possa ser considerada uma securitização em sentido estrito, podem-se encontrar os elementos de um negócio fiduciário: Há uma cessão de bens ou direito por parte do originador (fiduciante) a um veículo de propósito exclusivo (fiduciário) em benefício dos investidores, com um escopo determinado, que não pode ser desvirtuado pelo cessionário. É claro que na securitização, muito mais que simplesmente a

disponha, em suma, sobre autorização para cessão de créditos oriundos de determinadas operações por parte de 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 de objeto exclusivo e a companhias securitizadoras de créditos financeiros. Essa Resolução proibia expressamente a coobrigação da instituição cedente dos créditos ou de qualquer coligada pelo pagamento dos créditos cedidos. Não permitia, também, a recompra de créditos anteriormente cedidos ou a aquisição, pela cedente, dos títulos emitidos com lastro nos créditos securitizados. Em 26 de janeiro de 2000, a Resolução CMN n. 2.493/98 foi revogada pela de n. 2.686 que passou a regular a securitização de créditos financeiros. O mecanismo de securitização de créditos financeiros é o mesmo apresentado como estrutura básica de securitização neste trabalho: as instituições financeiras cedem seus créditos às companhias securitizadoras, que emitem títulos lastreados nesses créditos. Com efeito, a securitização, conforme já se previa há alguns anos, tem passado por fases de evolução e amadurecimento consistentes, o que torna a operação cada vez mais adequada aos fins pretendidos por aquele que a utilizam. No que pese ser possível a securitização de praticamente qualquer ativo, independentemente de legislação especial, a criação de títulos específicos e estrutura própria demonstra o interesse das autoridades no desenvolvimento da operação e a torna mais segura.

¹³⁸ Em 2001, o CMN criou, por meio da Resolução 2.907 (BRASIL, 2001a), um instrumento que se presta à securitização de ativos empresariais, embora também possa ser usado por outros segmentos. Trata-se do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) ou fundo de recebíveis, como ficou conhecido no mercado. Esse modelo repete consideravelmente o modelo francês dos *Fonds Communs de Créance*, que se mostrou eficiente naquele país. Desde sua criação, e de forma mais consistente nos últimos anos, os fundos de recebíveis têm possibilitado o acesso ao mercado de capitais a sociedade empresárias de médio porte, como forma de financiar suas atividades. Além disso, esses fundos apresentam vantagens fiscais aos investidores e originadores, se comparados às sociedades de propósitos específicos, utilizadas para a securitização de ativos empresariais. A constituição desse tipo de fundo dá-se mediante a cessão de créditos do originador ao fundo, os quais passam a compor, primordialmente, seu ativo. O rendimento das carteiras resulta da diferença entre o valor líquido antecipadamente pago aos originadores pelos créditos e os juros pagos pelos devedores no vencimento da obrigação. A regulamentação dos fundos determina que a aplicação de recursos somente deve ser feita por investidores qualificados, todavia, entende-se que essa seja uma circunstância ligada ao fato de se tratar de produto financeiro ainda não totalmente consolidado no mercado, mas que no futuro poderá ser uma opção de investimento de varejo.

¹³⁹ WALD, Arnaldo. Sistema Financeiro Nacional na Constituição de 1988. *Revista de Direito Público n. 94*, Cadernos de direito econômico e empresarial, p. 283-293.

fidúcia, as funções e poderes do fiduciário estão protegidos contratualmente, e mesmo pela legislação, nas hipóteses de securitização de créditos imobiliários e financeiros.

De acordo com Ascarelli,¹⁴⁰ a utilização de tradicionais institutos jurídicos com funções diversas das que usualmente exercem auxiliam no desenvolvimento do direito, pois tais institutos, apesar de manterem a mesma forma, servem a finalidades renovadas. Ainda de acordo com o citado autor, o fenômeno da utilização de antigas formas para novos fins visa conciliar exigências da vida prática com a certeza e a segurança da disciplina jurídica. Por vezes, esse fenômeno mostra-se mais adequado que a edição de legislação específica, já que os institutos utilizados tradicionalmente oferecem maior certeza e segurança que os novos institutos. Apesar de às vezes contrariar a simetria e a estética do sistema jurídico, esse tipo de absorção de novos negócios dentro de figuras jurídicas antigas traz vantagens, como a satisfação de novas exigências, sem o abandono do desenvolvimento jurídico, e a certeza decorrente da utilização de institutos já conhecidos.

Essa utilização de formas jurídicas já consagradas com fins diversos daqueles para os quais foram criadas dá origem ao que se pode chamar de negócio indireto. Ainda no parecer de Ascarelli, há, pois, um negócio indireto sempre que as partes recorrem, no caso concreto, a um negócio determinado visando a alcançar através dele, consciente e consensualmente, finalidades diversas das que, em princípio, lhe são típicas. O conjunto formado pela estrutura contratual de uma operação de securitização poderia, de acordo com a teoria de Ascarelli, ser considerado um negócio indireto, pois, por meio de contratos já tradicionais em nosso ordenamento, buscam-se formas jurídicas para atingir a um fim específico, qual seja a operação de securitização.¹⁴¹

Dentre as espécies de negócios indiretos, aqueles mais comuns e, ao mesmo tempo, de maior utilidade na prática negocial são os negócios fiduciários. Os negócios indiretos englobam os negócios fiduciários, os quais não constituem o único exemplo daqueles. No âmbito dos negócios indiretos, o traço distintivo dos negócios fiduciários está no fato de que constituem um negócio real, limitado por um pacto obrigacional. Apresentam, segundo o mesmo autor, um excesso do meio com relação ao objetivo. O negócio fiduciário é aquele pelo qual uma pessoa (fiduciante) transmite a propriedade de uma coisa ou a titularidade de um direito a outra (fiduciário), que se obriga a dar-lhe a destinação determinada em um

¹⁴⁰ ASCARELLI, Tullio. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001. p. 152.

¹⁴¹ Op. cit., p. 156.

instrumento à parte (pacto fiduciário) e, uma vez cumprido esse encargo, a devolver a coisa ou o direito ao fiduciante ou a um terceiro beneficiário.

Nas palavras de Otto de Souza Lima,¹⁴² o negócio fiduciário é “aquele em que se transmite uma coisa ou direito a outrem, para determinado fim, assumindo o adquirente a obrigação de usar deles segundo aquele fim e, satisfeito este, devolvê-los ao transmitente”. É característica do negócio fiduciário a articulação entre a transmissão da propriedade de um bem ou da titularidade de um direito e uma convenção firmada entre as partes, com o intuito de amenizar os efeitos do direito real transmitido, uma vez que tal transmissão se faz visando tornar o fiduciário proprietário da coisa ou titular do direito transmitido, mas com a ressalva de que essa propriedade/titularidade está afeta a um fim pactuado entre as partes.

Na formalização do negócio fiduciário opera-se a transmissão da propriedade de um bem ou da titularidade de um direito do fiduciante ao fiduciário, e, simultaneamente, verifica-se a aquisição de direitos por parte do fiduciante e de obrigações por parte do fiduciário em decorrência de outro contrato ligado a essa transmissão. Há a união de dois negócios de índole e efeitos diferentes, colocados em recíproca oposição: um contrato real positivo e um contrato obrigacional negativo. Ocorre que ambos os negócios estão ligados pela unidade de escopo, tornando-se uno e incindível.

Mesmo assim, a natureza fiduciária da securitização é patente, sendo ela reconhecida, ainda que indiretamente, pelo próprio legislador. Existem diversos exemplos de negócios fiduciários já presentes há algum tempo na legislação brasileira, como a alienação fiduciária em garantia e, em certa medida, os fundos de mútuos de investimento. Não obstante, foi com o desenvolvimento da securitização que o legislador brasileiro tomou iniciativas realmente inovadoras, com a instituição da propriedade fiduciária nos fundos de investimento imobiliário, o regime fiduciário e a alienação fiduciária de bens imóveis do Sistema Financeiro Imobiliário e ainda o patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias.

Por não haver estrutura única legalmente imposta à securitização, e pela flexibilidade que a ela é conferida por conta da diversidade de utilizações que pode ter, a securitização pode ser adaptada a diversas necessidades, ser mais complexa ou mais simples, envolver mais ou menos partes. Mesmo assim, é possível identificar estruturas constantes em todas as operações que, hoje em dia, podem ser consideradas securitizações em sentido estrito. A estrutura de uma securitização geralmente envolve os seguintes elementos: (i) um conjunto de ativos que serão securitizados; (ii) um veículo de propósito exclusivo – companhia, fundo ou

¹⁴² LIMA, Otto de Sousa. *Negócio fiduciário*. Tese (doutorado) em Direito Civil, apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 1959. p. 243.

trust; (iii) uma emissão de títulos negociáveis pelo veículo de propósito exclusivo; e (iv) uma agência de classificação de risco que deve avaliar a emissão do veículo de propósito exclusivo.

Uma operação padrão pode ser estruturalmente descrita da seguinte forma: uma sociedade (originador) tem seus bens, direitos ou expectativas de direitos que são representados por contratos ou títulos. O originador constitui uma sociedade sem atividade operacional ou um fundo (SPE), que deverá receber os ativos e emitir títulos ou valores mobiliários lastreados nesses ativos. Os investidores compram os títulos emitidos pela sociedade, que paga ao originador pela cessão dos ativos com os recursos oriundos da venda dos títulos. Podem ser apostas garantias adicionais, bem como ser contratada agência de classificação de risco para avaliar a emissão. Normalmente, em se agrupando as fases segundo suas características, a operação pode ser dividida nas seguintes etapas, analisadas detidamente a seguir: (i) constituição do veículo de propósito específico; (ii) segregação de ativos por meio de cessão de créditos ou de contratos; (iii) emissão de títulos; e (iv) classificação do risco da emissão. Cada uma dessas fases pode ser caracterizada por negócios e atos jurídicos determinados. É por meio desses instrumentos jurídicos que se analisará cada etapa da operação de securitização.

Nas palavras de Fernando Schwarz Gaggini, trata-se de

“uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere seus créditos para 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 dessa oferta pública de títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará a originadora pelos créditos a ela cedidos.”¹⁴³

Ocorre que é de difícil transposição o conceito de propriedade resolúvel para sistemas jurídicos de base romano-germânica, e, por isso mesmo, o *trust* não é um instituto previsto no direito brasileiro, a exemplo da maioria dos sistemas jurídicos baseados nesse modelo. Assim, no Brasil, os veículos utilizados nas securitizações são sociedades anônimas ou fundos mútuos de investimento. Os fundos de investimento no Brasil são constituídos sob a forma de condomínios, abertos ou fechados, a depender da possibilidade de transferência e resgate de suas quotas. Não possuem personalidade jurídica, e, portanto, o administrador, que os constitui, age em seu nome, não se confundindo, porém, o seu patrimônio particular com

¹⁴³ GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003. p. 19.

aquele do fundo que administra. Os administradores dos fundos de investimento possuem os mais amplos poderes de gestão, incluindo a alienação do patrimônio e a compra e venda de títulos, dentre outros. A estrutura jurídica dos fundos de investimento mostra-se adequada à securitização, sendo preferida em alguns países à forma societária, como é o caso da França. No Brasil, existe previsão expressa para duas espécies de veículos com a forma de fundos de investimento em direitos creditórios. Apesar de não ser utilizado o termo securitização nas normas que regulam esses tipos de fundos, sua estrutura é a mesma de uma securitização com veículo societário.

No caso dos fundos de investimento imobiliário, o ativo subjacente à emissão de quotas são bens ou direitos de natureza imobiliária. Sua constituição e funcionamento estão disciplinados pela Lei n. 8.668/93 e reguladas pela Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) n. 205/94. Esses fundos já são bastante utilizados no mercado brasileiro e são responsáveis por algumas das mais bem-sucedidas experiências da securitização no Brasil. Conforme se verá adiante, os fundos imobiliários são efetivamente negócios fiduciários, conforme definido na lei que os instituiu. Conforme já destacado, o CMN, por meio da Resolução n. 2.907/2001 e a CVM, com a instrução n. 356/2001, criaram os fundos de investimento em direitos creditórios ou fundos de recebíveis, como ficaram conhecidos. Trata-se de uma estrutura similar à de uma securitização francesa, na qual o patrimônio do fundo de investimento é composto de direitos creditórios. A legislação sobre fundos de recebíveis pode ser considerada atualmente aquela que prevê a estrutura que mais se aproxima de uma regra geral para a securitização.

A qualidade do ativo que servirá de lastro à emissão tem grande importância no processo de securitização, pois, em última análise, a emissão terá as mesmas características desse ativo, especialmente no que diz respeito a termo, rendimentos e resgate. Vale salientar que quanto mais homogêneos os contratos/créditos cedidos, mais fácil será seu agrupamento para posterior securitização. É bem mais simples a cessão dos créditos ou contratos, no caso de contratos por adesão ou contratos-tipo, porque não há a necessidade de análise de cada instrumento contratual individualmente para se conhecerem detalhes como a possibilidade de cessão, necessidade de aprovação ou mera notificação do cedido.

Também deve ser levada em conta a figura do devedor, ou seja, a pessoa contra quem os créditos cedidos foram sacados, pois, geralmente, antes de se utilizar determinada carteira de recebíveis como lastro em securitizações, são realizadas auditorias legais, especialmente se for contratada agência de classificação de risco para a emissão. Apesar de estruturalmente os

devedores não serem partes tão relevantes na securitização, já que não participam dos negócios jurídicos que a compõem, a não ser eventualmente na condição de anuentes, do ponto de vista financeiro, são eles que vão determinar a qualidade dos títulos emitidos e os investidores que irão adquiri-los. Isso porque os contratos por meio dos quais foram constituídas as dívidas são, na maioria das vezes, a única garantia dos títulos emitidos na securitização e deles depende diretamente a solvabilidade do emissor. Por essa razão, além das auditorias financeiras, são geralmente realizadas auditorias jurídicas, com a finalidade de se verificar, além da qualidade dos créditos, sua correta constituição, possibilidade e formalidades para a cessão, dentre outros aspectos.

O originador é aquele que, inicialmente, detém a titularidade dos créditos que servem de lastro à operação e também pode ser responsável por serviços como o recebimento e cobrança de tais créditos e seu repasse a SPE ou diretamente aos investidores. A natureza das atividades do originador é que vai determinar a natureza da operação de securitização e, conseqüentemente, a aplicabilidade de regras específicas disciplinadoras de cada tipo de operação. A securitização de créditos bancários é estritamente regulada pelo Conselho Monetário Nacional, por meio do Banco Central, assim como a securitização de exportações. No âmbito do Sistema Financeiro Imobiliário, a operação também possui regulamento próprio. Caso as sociedades originadoras não se enquadrem em nenhuma categoria regulada, a securitização seguirá as normas gerais de direito civil e comercial, nas quais não há previsão específica para a operação.

A emissão dos títulos é a fase na qual efetivamente se realiza a securitização, no sentido literal. É quando o ativo que serve de lastro se transforma em títulos negociáveis, mobilizando-se. A emissão de títulos de dívidas tem duas fases relevantes: a emissão propriamente dita e a subscrição dos títulos emitidos. Então aqui os investidores são os principais agentes. Eles são os principais agentes. Eles são o alvo de todo o processo, pois, se não se interessarem pelos títulos emitidos, o financiamento que se pretendia é frustrado, bem como a mobilização de riquezas e a dispersão do risco que se visava. Assim, os títulos oferecidos devem ir ao encontro de suas necessidades de investimento, no que diz respeito a taxas, prazo e natureza, sob pena de não encontrarem compradores.

Nesse aspecto, na securitização podem-se escolher os ativos que darão lastro aos títulos, de forma a imprimir à emissão as características determinadas. Também é possível que se transformem qualitativamente certos ativos que têm características diversas para que adquiram o perfil desejado para a operação. Um exemplo disso é a “transformação” de

créditos de curto prazo em longo prazo, através da substituição constante deles por outros de mesma natureza, mas com termo de vencimento posterior, o que chamamos de revolvência.¹⁴⁴ Esse fato faz com que as regras jurídicas que disciplinam a securitização sejam bastante específicas para operações ligadas a determinado tipo de ativo.

Assim, com o advento da Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997, regulamentada pela Resolução CMN n. 2.517, de 29 de junho de 1998, foi instituído o Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). A instituição do SFI tem por objetivo criar um mercado secundário para os créditos imobiliários por meio da securitização, captando recursos privados para esse segmento da economia de forma alternativa à tradicionalmente utilizada, que consistia basicamente nos recursos do FGTS, da caderneta de poupança ou dos próprios cofres públicos. Ainda que antes da mencionada lei fosse possível a securitização de créditos imobiliários assim como de qualquer outro ativo, a criação de mecanismos e instrumentos específicos objetivou estimular esse mercado, sem, contudo, ser bem-sucedida nesse intuito. A securitização de base imobiliária no Brasil é responsável por parcela ainda insignificante dos recursos necessários ao financiamento habitacional.

Em seu art. 8º, a Lei n. 9.514/97 define a securitização de créditos imobiliários como sendo a “operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de título de crédito, mediante termo de securitização de créditos lavrado por uma companhia securitizadora”, na qual constarão todas as informações a respeito da operação em tela. A operação segue a estrutura básica de securitização apresentada neste trabalho: os créditos imobiliários são cedidos ao veículo de propósito exclusivo, que emite títulos lastreados nesses créditos. Aqui a própria lei prevê instrumentos para eliminar lacunas ou obstáculos impostos pela legislação geral a operações de securitização, os quais, apesar de não inviabilizá-las, dificultam sua estruturação. Assim, a Lei n. 9.514/97 dispõe sobre o veículo próprio de securitização, títulos específicos, mecanismos de segregação e proteção do patrimônio lastro da emissão, garantias adicionais aos investidores e dispensa expressamente a notificação do devedor por ocasião da cessão de créditos à companhia securitizadora.

A lei prevê como veículo de securitização as sociedades securitizadoras de créditos imobiliários, que são instituições não financeiras e devem ser constituídas sob a forma de sociedades por ações. Sua função consiste em adquirir créditos, emitir e colocar no mercado de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Apesar de as companhias securitizadoras serem autorizadas a emitir outros valores mobiliários, os CRIs são os títulos que,

¹⁴⁴ BURANELLO, Renato M. Regime jurídico dos certificados de recebíveis do agronegócio: direito e economia dos sistemas agroindustriais. *Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 64, ano 2014. p. 327.

especificamente, representam os créditos imobiliários que os lastreiam. Conforme definido no art. 6º da Lei n. 9.514/97, os CRIs são títulos de crédito nominativos, de livre negociação, lastreados em créditos imobiliários, constituem promessas de pagamento em dinheiro e somente podem ser emitidos pelas companhias securitizadoras de créditos imobiliários.

No âmbito do agronegócio, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA) representou um significativo avanço no elo de financiamento da cadeia produtiva do agronegócio, constituindo-se na porta de entrada do segmento de mercado de capitais e viabilizando, por meio do afluxo de recursos e do incremento da concorrência, uma desejável e necessária queda dos juros praticados na ponta com o produtor rural. Ademais, a criação do CRA tem por objetivo oferecer ao mercado de capitais um arcabouço jurídico e que possa garantir aos investidores de mercado a segurança de que tais títulos de crédito, se devidamente formalizados, sejam dotados de autonomia, independência e executibilidade.

Trata-se de título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro, de emissão exclusiva das companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. Mais ainda, os CRA são representativos de promessa de pagamento em dinheiro e constituem título executivo extrajudicial.

Tem como base legal a Lei n. 11.076, de 30 de dezembro de 2004, sendo ainda aplicável o seguinte conjunto normativo: (i) Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997 (institui o Certificado de Recebíveis Imobiliários e dispõe sobre a prerrogativa de utilização de regime fiduciário); (ii) Instrução CVM n. 414, de 30 de dezembro de 2004 (dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários); e (iii) Instrução CVM n. 476, de 16 de janeiro de 2009 (dispõe sobre ofertas públicas de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos).

Conforme art. 40 da Lei n. 11.076, a securitização de direitos creditórios do agronegócio é a operação pela qual tais direitos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Direitos Creditórios, emitido por uma companhia securitizadora. A securitização, conforme já descrevemos, que até pouco tempo era restrita a operadores desse mercado específico, está cada vez mais se tornando comum em diversos nichos de mercado, além do já mais tradicional mercado

imobiliário. Deve-se a esse instrumento a utilidade aos agentes econômicos, que necessitam de instrumentos dinâmicos e adaptáveis para revestir os negócios, especialmente no âmbito do mercado financeiro e de capitais.

O CRA adotará a forma escritural, observado o disposto no art. 35 da Lei n. 11.076. Ainda, esse certificado poderá ter, conforme dispuser o Termo de Securitização de Direitos Creditórios, garantia flutuante, que assegurará ao seu titular privilégio geral sobre determinados ativos da companhia securitizadora. O art. 37 dispõe que o CRA deverá conter os seguintes requisitos:

- (i) nome da companhia emitente;
- (ii) número de ordem, local e data de emissão;
- (iii) denominação “Certificado de Recebíveis do Agronegócio”;
- (iv) nome do titular;
- (v) valor nominal;
- (vi) data de vencimento ou, se emitido para pagamento parcelado, discriminação dos valores e das datas de vencimento das diversas parcelas;
- (vii) taxa de juros, fixa ou flutuante, admitida para a capitalização;
- (viii) identificação do Termo de Securitização de Direitos Creditórios que lhe tenha dado origem.

Assim como indicadas nos créditos imobiliários, as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio são instituições não financeiras constituídas na forma de sociedade por ações e que devem ter como objetivo específico a aquisição e securitização desses direitos e a emissão e colocação de CRA no mercado financeiro e de capitais. Por ser uma sociedade anônima, a securitizadora deverá seguir os preceitos contidos na Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976, sendo o seu capital dividido em ações, ordinárias ou preferenciais, e a responsabilidade dos acionistas limitada ao preço de emissão das ações subscritas ou adquiridas, conforme o art. 38 da Lei n. 11.076.

Após a constituição da securitizadora, deve-se registrar seus atos constitutivos na Junta Comercial do Estado de seu domicílio, com intuito de formalizar a constituição da nova sociedade, bem como dotar a securitizadora de personalidade jurídica. No que se refere à necessidade de registro na CVM, é pertinente ressaltar que o registro só será necessário caso a securitizadora realize distribuição pública de CRAs, conforme mencionado, dado que, nesse momento, transfere-se para a CVM a competência para a fiscalização dos emissores de CRAs,

classificados agora como valores mobiliários, segundo o art. 2º, inciso IX, da Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

A administração efetiva da securitizadora será feita por um Conselho de Administração, obrigatório somente nas sociedades anônimas de capital aberto, e por uma diretoria. O Conselho de Administração, caso exista, deve ser composto por, no mínimo, 3 (três) membros, além de funcionar como um órgão deliberativo fixando as diretrizes gerais da sociedade anônima e elegendo os diretores. A diretoria, obrigatória, independentemente do tipo de sociedade, deve ter, no mínimo, 2 (dois) membros, cabendo-lhe a representação da sociedade.

As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio podem instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos arts. 9º a 16 da Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997. Da leitura do art. 39 da Lei n. 11.076/2004, depreende-se que a instituição do regime fiduciário constitui-se como uma faculdade da companhia securitizadora. Ressalte-se que a Lei n. 9.514/97 também reconhece a instituição de regime fiduciário como uma faculdade: Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos mobiliários, a fim de lastrear a emissão financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.

Dada a opção de se instituir o regime fiduciário, torna-se obrigatória a presença do agente fiduciário, conforme se depreende da leitura do art. 9º ora transcrito. Ao agente fiduciário são conferidos poderes gerais de representação da comunhão dos beneficiários, inclusive o de receber e dar quitação. Nesse aspecto, o art. 13 da Lei n. 9.514/97 enumera as suas obrigações, estabelecendo sua responsabilidade pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária. Estabelece, ainda, a referida lei que se aplicam a ele os mesmos requisitos e incompatibilidades impostos pelo art. 66 da Lei n. 6.404/76. Com a instituição do regime fiduciário dos títulos, os referidos créditos:

- (i) constituem patrimônio separado, não confundível com o da securitizadora;
- (ii) serão apartados do patrimônio da securitizadora até que se complete o resgate de todos os CRAs da série a que estejam vinculados;
- (iii) serão destinados exclusivamente à liquidação dos CRAs vinculados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;

- (iv) estarão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da securitizadora;
- (v) não serão passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da securitizadora, por mais privilegiados que sejam;
- (vi) somente responderão pelas obrigações inerentes aos respectivos CRAs vinculados.

Adicionalmente, caberá à securitizadora administrar cada patrimônio separado, devendo, dessa forma, manter registros contábeis independentes, bem como elaborar e publicar as respectivas demonstrações, conforme comando da legislação das sociedades por ações. Tem-se, então, que pelas obrigações da companhia securitizadora não irão responder, inclusive na hipótese de insolvabilidade, aos créditos objeto do regime fiduciário instituído, protegendo-se, desse modo, os investidores que titularizam tais ativos. No que se refere ao meio de colocação dos CRAs, uma emissão de CRA pode ser realizada de forma pública, com esforços restritos, ou privada, em que não será necessário qualquer registro no órgão regulador do mercado de capitais. Para expor de maneira mais clara o que foi dito, podemos representar uma operação envolvendo CRAs da seguinte forma:

A CVM em 18 de novembro de 2008, comunicou ao mercado que utilizará, para a análise de pedidos de registro de ofertas públicas de distribuição de CRA e companhias securitizadoras emissoras de CRA,¹⁴⁵ a regulamentação aplicável ao registro de ofertas e emissores de CRIs. Dessa forma, a Instrução CVM n. 414, de 30 de dezembro de 2004, que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRI, será aplicada subsidiariamente, naquilo que for aplicável, às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio.

Assim, a CVM dispõe que os comandos da referida instrução são adequados ao CRA e às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio. Por isso, enquanto não

¹⁴⁵ “Oferta pública de distribuição, primária ou secundária, é o processo de colocação, junto ao público, de certo número de títulos e valores mobiliários para a venda. Envolve desde o levantamento das intenções do mercado em relação aos valores mobiliários oferecidos até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informações, o período de subscrição, entre outras etapas. As ofertas públicas, uma vez que envolvem a captação de poupança pública, são disciplinadas por lei e regulamentadas pela CVM. A intenção é permitir que todos os investidores participem da oferta em igualdade de condições e que possam tomar suas decisões de investimento de forma consciente. A legislação estabelece que nenhuma emissão pública de valores mobiliários poderá ser realizada sem o prévio registro na CVM, apesar de lhe conceder a prerrogativa de dispensar o registro em determinados casos. [...] A Instrução CVM 400/03, que disciplina as ofertas públicas de valores mobiliários nos mercados primários ou secundários, estabelece situações de obrigatoriedade do registro, casos de dispensas e aspectos relacionados à informação, ao sistema de distribuição, ao recebimento de reservas e às normas de conduta, entre outros.” *Mercado de Valores Mobiliários Brasileiro*, Comissão de Valores Mobiliários, Rio de Janeiro, 2013. p. 203.

tratar da matéria em norma específica, aplicará tais comandos, adaptando-os, no que couber, para acomodar as possíveis incompatibilidades entre a regulamentação de CRI e as características dos CRAs e seus emissores. O mesmo colegiado analisará a necessidade e conveniência de editar regulamentação específica para CRA no futuro. Aplicando as prerrogativas da Instrução CVM n. 414, a qual prevê a emissão de CRI sênior e subordinado, o CRA também poderá ser emitido com uma estrutura de subordinação e formatação de um fundo de reserva, sendo:

(i) CRAs seniores: correspondem a um percentual da carteira de recebíveis e são privilegiados ao pagamento de juros e amortização. Não se subordinam aos demais para efeito de amortização, sendo que todos os valores recebidos dos créditos que lastreiam a emissão serão direcionados para pagamento das obrigações relativas ao patrimônio separado. Em decorrência da menor exposição ao risco, essa classe de CRA tem uma rentabilidade menor em relação ao CRA subordinado.

(ii) CRAs subordinados: correspondem a um percentual e são lastreados pela mesma carteira de recebíveis, porém sua liquidação se dá posteriormente à liquidação dos CRAs seniores. Subordinam-se aos CRAs seniores para fins de amortização, isso significa que o titular do CRA subordinado somente receberá o pagamento e amortização depois que o titular do CRA sênior houver recebido. É uma espécie de garantia colateral adicional no caso de eventual inadimplemento. No período de carência, todos os valores recebidos de juros e amortização, neste percentual, irão compor o Fundo de Reserva. Em decorrência da maior exposição ao risco, essa classe de CRA tem uma rentabilidade maior em relação ao CRA sênior.

A emissão de CRA tem significado importante avanço no sentido de promover o maior desenvolvimento do agronegócio através do mercado de capitais. Na análise dos benefícios advindos da securitização deve contemplar, além das várias partes diretamente envolvidas, os efeitos da mesma sobre o sistema financeiro, particularmente sobre os bancos comerciais. Nesse sentido, considera que a desintermediação financeira foi uma das razões de aumento da competitividade entre os bancos a partir dos anos 70, fazendo com que algumas instituições tivessem que deixar de lado sua função de intermediários.

No âmbito das mudanças ocorridas no período, o aumento da sofisticação dos produtos financeiros fez com que os bancos tivessem que lidar com um maior nível de complexidade e com maiores riscos. Assim, levando em consideração os estudos dos autores Andrew Davidson, Frank J. Fabozzi Jr., Leon T. Kendall, Vinod Kothari e James A.

Rosenthal, destacamos na desintermediação bancária os principais pontos benéficos da securitização de recebíveis, conforme abaixo:

Beneficiário	Davidson <i>et al</i> (2003)	Fabozzi <i>et al</i> (2006)	Kendall e Fishman (2000)	Kothari (2006)	Rosenthal e Ocampo (1988)
Originador	<ul style="list-style-type: none"> -Transferência do risco de crédito ao cessionário; -Redução do custo de captação para a empresa; -Liberação de capital para outros investimentos; -Redução do capital requerido; -Antecipação de receitas. 	<ul style="list-style-type: none"> -Elevação o ROE; -Redução do capital requerido; -Obtenção de fundos mais baratos; -Diversificação das fontes de fundos; -Antecipação de receitas. 	<ul style="list-style-type: none"> -Desenvolvimento da habilidade para venda dos ativos; -Lucro nas vendas dos ativos; -Aumento da receita de serviços; -Maior eficiência no uso do capital. 	<ul style="list-style-type: none"> -Fonte mais barata de fundos; -Aumento da base de investidores; -Redução dos descasamentos; -Aumento do ROE; -Arbitragem do capital; -Melhor estrutura de capital; -Desoneração das linhas de crédito; -Não representa dívida; -Redução da concentração (crédito); -Transferência de riscos; -Melhora do resultado contábil. 	<ul style="list-style-type: none"> -Expansão do volume de originação sem a expansão da base de capital.
Investidor	-	<ul style="list-style-type: none"> -Diversificação dos setores de interesse; -Maiores retornos para o mesmo perfil de risco; -Possibilidade de investir em setores antes não possíveis. 	<ul style="list-style-type: none"> -Altas taxas e baixo risco; -Liquidez -Diversificação -Lucro potencial no trading. 	<ul style="list-style-type: none"> -Menor risco, -Ratings elevados, -Resiliência do rating, -Objetivos de risco-retorno; -Spreads atraentes; -Baixo histórico de perdas; -Responsabilidade moral das agências de rating 	<ul style="list-style-type: none"> -Risco segregado do originador; -Maiores retornos para o mesmo perfil de risco.
Tomador do Crédito	-	-	<ul style="list-style-type: none"> -Fundos mais baratos; -Aumento da prateleira de produtos de crédito; -Taxas e prazos competitivos; -Disponibilidade de fundos 	-	<ul style="list-style-type: none"> -Fundos mais baratos.
Banco de Investimento	-	-	<ul style="list-style-type: none"> -Nova linha de produtos -Fluxo contínuo de originação; -Volume de trading; -Potencial de inovação e expansão do mercado. 	-	<ul style="list-style-type: none"> -Quebra do processo verticalizado, permitindo a especialização em etapas e consequentes ganhos de escala.

Fonte: PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone ¹⁴⁶

¹⁴⁶ PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. *Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes*. 2008. Dissertação (Mestrado em Administração) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo. p. 28.

CAPÍTULO 3: PROTEÇÃO JURÍDICA DO INVESTIMENTO PRIVADO E DESENVOLVIMENTO DO AGRONEGÓCIO

3.1. A CESSÃO PARA EFEITOS DE SECURITIZAÇÃO E CIRCULAÇÃO DE CRÉDITO

Uma primeira observação que se retira da evolução histórico-dogmática da cessão de créditos reside na dificuldade que existiu ao longo da História do Direito em se reconhecer a possibilidade de transmissão do crédito para terceiro, já que, quer no sistema romanístico, quer no da *common law*, a obrigação era vista como tendo natureza estritamente pessoal. Daqui resulta a conclusão de que o moderno conceito de cessão de créditos não surge em resultado de uma necessidade de lógica jurídica, surgindo até em contrariedade à mesma, representando atualmente o produto de uma complexa evolução histórico-dogmática, em que as necessidades do tráfego foram impondo uma sucessiva alteração dos paradigmas existentes em relação à transmissão do crédito.¹⁴⁷

A história da cessão de créditos é assim a história dos expedientes que foram surgindo, destinados a obter um resultado prático equivalente ao da transmissão do crédito, sem pôr em causa o princípio da sua intransmissibilidade, e a tornar possível, dentro de certos limites, a da posição do cessionário em confronto com a do cedente e a do devedor, que eram vistos como permanecendo os titulares da obrigação. Em um sistema moderno de rápida circulação da riqueza não há, porém, possibilidade de impedir a colocação no comércio jurídico de tudo o que possa representar um valor negocial, pelo que, quer no âmbito do direito comparado, quer no âmbito das tentativas de uniformização do direito se chegou ao reconhecimento da livre transmissão do crédito, sendo a tendência a da cada vez maior facilitação dessa transmissão.

Trata-se, em linhas gerais, de um negócio jurídico bilateral, pelo qual o credor de uma obrigação (cedente) transfere, no todo ou em parte, a terceiro (cessionário), independentemente do consentimento do devedor (cedido), sua posição na relação obrigacional.¹⁴⁸ Nas palavras de Yazbek, talvez o mais tradicional dos mecanismos de transferência de risco de crédito seja a cessão de créditos pura e simples. A despeito de já há muito serem previstas na legislação civil, artigos 286 e seguintes do CC, tais relações foram regulamentadas para a prática bancária muito mais recentemente. Não obstante, verificam-se,

¹⁴⁷ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. *Cessão de Créditos*. Coimbra: Almedina, 2005. p. 23.

¹⁴⁸ LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Cessões de crédito decorrentes de export notes. In: *Pareceres*. São Paulo: Editora Singular, 2004. p. 953.

no entanto, várias diferenças de regime em relação às diversas soluções adotadas para a cessão de créditos. Em linhas gerais, na securitização o originador segrega de seu patrimônio geral determinado ativo por meio de uma cessão de crédito para uma Sociedade de Propósito Específico (SPE).¹⁴⁹

Conforme afirma Xavier Borges,

“há vários tipos de securitização, que já são usuais no Brasil, desde que o nosso estreito mercado permita a sua negociação. O mais comum é aquele em que os valores mobiliários podem ser emitidos pela própria companhia originadora dos recebíveis, não havendo interesse na utilização de uma Sociedade de Propósito Específico para isso”.¹⁵⁰

Diferentemente das emissões tradicionais, a garantia primeira dos investidores não recai sobre a totalidade do patrimônio do tomador dos recursos, mas apenas sobre o grupo de ativos que deu origem à emissão. Da mesma forma, o risco dos investidores restringe-se a esse ativo, em vez de englobar todo o negócio do originador. A securitizadora, como emitente, não tem outra obrigação para com os credores dos títulos, senão o fluxo oriundo do grupo de ativos segregados.

A securitização pode ser classificada em dois tipos: securitização clássica e quase securitização. Na primeira, a securitização é caracterizada pela segregação total dos ativos da originadora do lastro e da SPE cedente do crédito, gerando riscos de crédito distintos. Por sua vez, a quase securitização caracteriza-se pela não segregação dos ativos da originadora do lastro e da SPE cedente, ou até mesmo não existe SPE, gerando maior nível de risco. Assim, dependendo da estrutura, a securitização pode possibilitar ao originador transferir ativos e respectivos riscos a eles associados. Como resultado, parte do capital que estava previamente sendo utilizado para suportar os ativos transferidos pode potencialmente ser liberado e utilizado para outros fins. Alternativamente, um perfil de menor risco pode resultar em custos menores de captação para o originador. Entretanto, até o momento, temos observado poucos exemplos de transferências significativas de risco via securitização.¹⁵¹

¹⁴⁹ Vimos que no Brasil esta sociedade tem a forma de Sociedade Anônima fechada e natureza não financeira. Mas nos demais países, essa entidade que pode assumir caráter financeiro na forma de uma sociedade de capitais ou de um fundo comum de investimento é designada nos EUA por SPV (Special Purpose Vehicle), em França por Fond Common de Créances, na Bélgica por Fonds de Placement en Créances e Sociétés de Investissement en Créances, na Espanha por Fondos de Titulización de Activos y Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización, e na Itália por Società per la cartolarizzazione dei crediti.

¹⁵⁰ BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação de risco empresarial. *Revista de direito bancário, do mercado de capitais e da arbitragem*, n. 10, p. 260-261.

¹⁵¹ A *securitization* nos EUA obedece especificamente a três classificações, denominadas *pass-through*, *pay-through* e *collateralized mortgage obligation*. No sistema de *pass-through* os subscritores dos títulos tornam-se

Essa é a característica mais marcante e, ao mesmo tempo, uma das maiores vantagens da operação de securitização é a segregação do lastro dos títulos emitidos num veículo distinto do originador dos créditos. Essa característica apresenta-se como vantagem tanto para os originadores quanto para os investidores. Para os primeiros, por permitir-lhes uma operação que não será registrada em suas demonstrações financeiras e que, por não incorporar os riscos de uma empresa operacional, poderá ter melhor classificação de risco, em comparação com o próprio originador, e, por conseguinte, menor exigência de taxas por parte dos investidores e prazo mais longo para financiamento da dívida. Para os investidores, o menor risco significa maior segurança em investimentos, que, em tese, serão mais rentáveis que aqueles tradicionalmente apresentados no mercado.¹⁵²

No que diz respeito à segregação do ativo, podem-se classificar as operações de securitização em duas espécies: operações com segregação interna e operações com segregação externa. No primeiro caso, a emissão é feita pelo próprio originador, vinculando-se ao ativo que lhe serve de lastro através de instrumentos contratuais, como, por exemplo, constituição de garantias. Já na segunda espécie, a segregação se faz por meio da cessão de créditos a uma outra pessoa jurídica, apartando-se efetivamente o lastro da securitização do patrimônio do originador. A emissão, nesse caso, é feita pela SPE, típica nas operações que aqui destacamos.

Aqui o cessionário beneficia-se igualmente do fato de que o devedor não lhe pode opor qualquer exceção respeitante a essa relação com o cedente. Já em relação aos terceiros, estes são beneficiados pelo fato de o cessionário adquirir o seu direito independentemente dos vícios existentes na relação-base entre cedente e cessionário, que permanece oculta aos terceiros, podendo assim adquirir um crédito com base num negócio validamente celebrado com o cessionário, mesmo em caso de invalidade do negócio-base que determinou a aquisição do crédito. Assim, em caso de cessões sucessivas, a invalidade de uma cessão não rompe a cadeia de cessões, o que se torna vantajoso para o tráfico jurídico.

Pelo contrário, nos sistemas que estabelecem uma unidade entre a cessão de créditos e o negócio base, a transmissão do crédito do cedente para o cessionário ocorre com a

titulares dos créditos adquiridos ao cedente e que são objeto de securitização pelo cessionário, que exerce como *trustee* funções de intermediação na sua transmissão. No sistema do *pay-through* os subscritores não chegam a adquirir a titularidade dos créditos objecto de titularização, a qual permanece no cessionário, sendo o título representativo de um direito de crédito sobre este, que vence juros. Já no sistema de *collateralized mortgaged obligation*, os subscritores são apenas considerados credores do cessionário, mas o reembolso ocorre periodicamente.

¹⁵² Luiz Ferreira Xavier Borges, na mesma obra, afirma que um “aspecto a ser observado é a qualidade do crédito em função da segurança jurídica dada pelo contrato”.

celebração do contrato-base, sendo a notificação e a aceitação apenas condições de oponibilidade do mesmo em relação ao devedor e a certos terceiros. Esta solução provoca, no entanto, uma acentuação da tutela da realidade subjacente sobre o tráfego jurídico, na medida em que não apenas qualquer valor negativo do negócio vai afetar com carácter absoluto a transmissão do crédito entre cedente e cessionário (no caso da nulidade permite-se mesmo a sua invocação por qualquer interessado), mas também se permitir que o devedor invoque as exceções relativas a esse mesmo negócio, em ordem a recusar o cumprimento ao cessionário. O que não afeta, no entanto, de forma muito diferente a posição do devedor, já que ambos os sistemas a tutelam, ainda que por processos distintos. Assim, nos sistemas causais, é normalmente permitido ao devedor exigir prova da verificação da cessão, além de se considerar que, mesmo sendo inválida esta, ocorre uma indicação do cedente para pagar ao cessionário.

A cessão de créditos, então, consiste numa forma de transmissão do crédito, que se opera por virtude de um negócio jurídico, normalmente um contrato celebrado entre o credor e terceiro, respeitando-se os requisitos de validade dos negócios jurídicos previstos nos incisos I a III do art. 104 do Código Civil. Por vezes, também se designa de cessão de créditos o próprio negócio jurídico que serve de base à cessão, mas essa designação deve, a nosso ver, ser evitada, já que a expressão cessão de créditos designa a transmissão dos créditos com fonte negocial e não a própria fonte que a desencadeia. Em consequência, o regime da cessão de créditos não constitui um tipo negocial autônomo, mas antes uma disciplina de efeitos jurídicos, que podem ser desencadeados por qualquer negócio transmissivo. Essa disciplina de efeitos jurídicos reconduz-se essencialmente a dois fenômenos, sendo um o da sucessão no direito de crédito (mediante o qual a posição de credor originário num programa obrigacional já existente) e outro o da deslocação de valor do patrimônio do cedente para o cessionário.

A disciplina jurídica da cessão de créditos participa por isso de uma das características dogmáticas do direito das obrigações, que é o fato de operar com esquemas conceptuais extremamente abstratos, que por vezes muito se afastam das situações da vida a que se irão aplicar. A cessão de crédito, assim, opera a transferência que o credor faz de seus direitos a outra parte. É inequívoco, conforme tradicionalmente aceito pela doutrina, que a cessão importa a alienação do direito de crédito do cedente ao cessionário.¹⁵³ Deve-se salientar que, salvo algumas exceções, todo e qualquer crédito pode ser transmitido no âmbito da cessão de créditos, independentemente da fonte que o originou. Podem assim transmitir-se por cessão

¹⁵³ BEVILAQUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, p. 231.

não apenas créditos constituídos pelas partes ao abrigo da autonomia privada, mas também créditos com qualquer outra fonte, designadamente a responsabilidade civil e o enriquecimento sem causa.

Nessa parte procurar-se-á analisar inicialmente a disciplina genérica da cessão de créditos, enquanto negócio dispositivo para depois se procurar averiguar do seu regime específico, em face da multiplicidade de funções que pode ser chamada a desempenhar. São os seguintes os requisitos da cessão de créditos:

- a) um negócio jurídico a estabelecer a transmissão da totalidade ou de parte do crédito;
- b) a inexistência de impedimentos legais ou contratuais a essa transmissão;
- c) a não ligação do crédito, em virtude da própria natureza da prestação, à pessoa do credor.

O primeiro requisito da cessão de créditos é a existência de um negócio jurídico a estabelecer a transmissão da totalidade ou de parte do crédito. No sentido de que a cessão de créditos, quando feita onerosamente, é qualificada como compra e venda, nos termos do Código Civil.¹⁵⁴ A cessão de créditos apresenta-se com um efeito desse mesmo negócio, no qual se integra. Daí que a lei determine expressamente que os requisitos e os efeitos da cessão entre as partes se definem em função do tipo de negócio que lhe serve de base, nos termos do qual se estabelece ainda a garantia quanto à existência e exigibilidade do crédito.

Assim, será através do regime do negócio-base que se determinará qual a forma e o regime jurídico aplicável à cessão de crédito. No entanto, exige a forma de escritura pública para a cessão de créditos hipotecários, quando esta não seja feita em testamento e a hipoteca recaia sobre bens imóveis, além de ser necessário o registro da cessão no cartório de registro de imóveis de localização do imóvel, nos termos do art. 289 do Código Civil. Normalmente o negócio jurídico que serve de base à cessão será um contrato, pelo que será necessário para a sua formação tanto a declaração negocial do cedente como do cessionário. Não há, porém, obstáculos a que a cessão de créditos resulte de negócio jurídico unilateral. Efetivamente, a lei prevê igualmente a possibilidade de a cessão de créditos resultar de contrato a favor de

¹⁵⁴ Diferentemente, a cessão de créditos em garantia constitui um negócio fiduciário através do qual o crédito é transmitido para terceiro a fim de garantir a cobrança de outro crédito deste sobre o cedente, devendo o cessionário retransmiti-lo àquele logo que conseguir a cobrança do seu próprio crédito. Apenas quando não é realizado o pagamento pelo cedente, é que o concessionário pode cobrar a prestação diretamente do devedor. A situação distingue-se do penhor de créditos, apesar de sujeita em parte às mesmas regras uma vez que neste caso o credor pignoratício não adquire o próprio crédito, mas apenas a faculdade da sua cobrança.

terceiro, caso em que a aquisição do crédito também se verificará sem a declaração do cessionário.

No nosso sistema jurídico, o negócio que serve de base à cessão é sempre causal, pelo que a cessão de créditos não constitui entre nós uma forma de transmissão abstrata do crédito. Assim, se o negócio transmissivo vier a ser declarado nulo ou anulado, é manifesto que tal determinará a anulação da transmissão do crédito, como é típico dos negócios causais. Aqui se impõe o problema da invalidade do negócio de cessão. Sendo a cessão de créditos um negócio de disposição, exige-se naturalmente a legitimidade e a capacidade do cedente para que ele possa ser celebrado, sendo inválida ou ineficaz a cessão no caso de o cedente não ser o titular, ou não poder dispor do crédito, ou carecer da necessária capacidade negocial.

Efetivamente, o que caracteriza os negócios de disposição é o fato de não poderem ser apenas celebrados com base na autonomia privada das pessoas, exigindo ainda a titularidade do direito subjetivo de que pretendem dispor, pelo que, faltando a titularidade do direito na esfera do cedente, este nunca se poderá considerar transmitido. Para além disso, como negócio de disposição que é, a cessão pressupõe a existência na esfera do cedente da capacidade para a prática de atos de disposição de direitos, sem o que o negócio terá que se considerar inválido.

Será igualmente inválida a cessão se o negócio transmissivo padecer de algum dos valores negativos do objeto negocial, como o de ter um objeto física ou legalmente impossível, contrário à lei ou indeterminável, ou ser contrário à ordem pública ou ofensivo dos bons costumes, ou ainda se ambas as partes tiverem como fim comum a contrariedade à lei, à ordem pública ou aos bons costumes. Efetivamente, dado que a transmissão do crédito tome por base um negócio jurídico, e entre nós se adopta um sistema causal de transmissão de direitos, qualquer valor negativo que atinja o negócio virá naturalmente a afetar igualmente a transmissão do crédito.

Um dos pontos em que se encontra uma grande variação no regime da cessão de créditos consiste na relevância a atribuir à notificação ao devedor. Efetivamente, enquanto em alguns sistemas jurídicos (Grécia, de acordo com a doutrina dominante, Holanda) a notificação ao devedor constitui um requisito necessário para a constituição da cessão, mesmo entre as partes, na grande maioria dos sistemas o negócio da cessão produz efeitos entre as partes, ainda antes da notificação. Na maioria dos países que seguem o sistema francês a notificação da cessão é necessária, não apenas para que a cessão seja oponível ao devedor, mas também aos terceiros, enquanto os países que seguem o sistema alemão não consideram a

notificação como um requisito de oponibilidade da cessão a terceiros, admitindo apenas a proteção do devedor de boa fé.

Parece-nos, no entanto, manifestamente incorreto fazer depender a própria celebração do negócio da notificação ao devedor, não sendo positiva a inovação trazida pelos Direitos Grego e Holandês neste âmbito. A solução do Código Holandês justificava a solução com o fato de que os interesses do cedente e do cessionário não se oporiam a que a transmissão fosse diferida para o momento da notificação, o que permitiria unificar esse momento em relação a todos os afetados pela transação. Trata-se, no entanto, de uma justificação absolutamente inconsistente para a derrogação do regime geral do consensualismo, que determina que os efeitos do negócio entre as partes devem resultar da convergência das declarações negociais e não ficar dependentes do ato de que uma das partes isoladamente se encarrega como o é a notificação. Consideramos, por isso, claramente preferível a solução de considerar verificada a cessão entre as partes logo momento da celebração do contrato.

Já se tem sucessivamente salientado que um dos vetores fundamentais no regime da cessão de créditos, que aparece como comum a todos os ordenamentos examinados, é o de que a cessão, por ser realizada independentemente da vontade do devedor, não o pode colocar em posição pior do que aquela em que se encontrava antes da sua realização. Trata-se de uma *regra geral*, a qual constitui um dos mais importantes constituintes do instituto da cessão de créditos. Essa regra geral tem subjacente, não apenas a consideração de que, se o devedor não pode controlar a verificação da cessão, deve ver tutelada a situação jurídica que possuía antes da existência dela, mas também a consideração de que, sendo a cessão um negócio de disposição do crédito, o valor dele não pode ser alterado em virtude desta, caso contrário a capacidade de circulação do crédito seria consideravelmente posta em causa. É assim compreensível a uniformidade de soluções neste âmbito.

Admite-se igualmente uma grande variedade de soluções no que se refere à eficácia da cessão em relação ao devedor a terceiros. Assim, enquanto nos sistemas francês, italiano e inglês essa eficácia depende da notificação, nos países do sistema alemão a cessão é plenamente eficaz em relação ao devedor e a terceiros independentemente dessa notificação, ocorrendo apenas uma proteção da boa fé do devedor no caso de desconhecimento da cessão. Por esse motivo, o sistema não tem que distinguir entre relações entre as partes, relações com o devedor e relações em terceiros em termos de eficácia da cessão, dispensando a "relatividade" na sua configuração que caracteriza os sistemas latinos e o sistema inglês.

Nos sistemas grego e holandês, o cessionário só adquire o crédito com a notificação ao devedor, o que dispensa tanto a questão da "relatividade" na eficácia da cessão, como mesmo a própria proteção da boa fé do devedor, já que, se ele pagar ao cedente antes da notificação, continua a efetuar o pagamento ao seu verdadeiro credor. No sistema norte-americano, onde inicialmente existia uma pluralidade de soluções, passou-se, após o *Uniform Commercial Code*, a fazer depender a oponibilidade a terceiros do registro, estabelecendo-se que o cessionário adquire apenas um direito imperfeito antes desse registro.

Desta solução resulta uma diversidade de soluções quanto ao problema da dupla cessão. Assim, na França e na Itália, vista a notificação como condição de oponibilidade da cessão em relação a terceiros, o cessionário que primeiro efetuar a notificação ou vier a obter a aceitação da cessão pelo devedor é reconhecido como titular do crédito. No entanto, em face das dificuldades que o modelo tradicional francês e italiano coloca em relação à sua aplicação da cessão de créditos como operação de financiamento das empresas, estes dois países viram-se na contingência de ter que aprovar leis especiais a regular esta hipótese, que se afastam dessa solução, a qual, no entanto, continua a prevalecer no direito inglês, mais arreigado aos quadros tradicionais.

Nos países do sistema alemão, como a Alemanha, Áustria e Suíça, dada a imediata eficácia da cessão em relação a terceiros, vigora o princípio da prioridade, sendo o primeiro cessionário reconhecido como o verdadeiro titular do crédito (conf. artigo 442 do Código Civil Austríaco). O devedor é, no entanto, liberado se tiver efetuado o pagamento ao segundo cessionário, desconhecendo a primeira cessão, o que implica que a proteção em caso de pagamento ao cedente em desconhecimento da cessão seja estendida ao desconhecimento do cessionário prioritário.

Nos países em que a notificação funciona como condição de transmissão mesmo em relação ao cessionário, como a Grécia e a Holanda, é definitivamente o primeiro cessionário a notificar o devedor que aparece como titular do crédito, sendo que a diferença com o primeiro sistema reside no fato de não se prever uma titularidade relativa do crédito, que vem a prevalecer sobre a titularidade efetiva, mas antes uma titularidade absoluta, baseada na prioridade da aquisição atribuída à cessão primeiramente notificada. Finalmente, no sistema norte-americano do registro, que eliminou a enorme divergência de soluções adotada nos diversos estados federados, a resolução da questão da dupla cessão baseia-se numa prioridade atribuída ao cessionário que primeiro efetuar o registro, o que dogmaticamente é explicado com o carácter imperfeito da aquisição antes da realização do mesmo. Neste âmbito, é

manifesto que a solução preferível aparenta ser a instituição do sistema de registro, já que as possibilidades abertas pela informática permitem obter uma fácil publicidade das cessões de crédito por esta via, evitando-se colocar a tutela dos cessionários dependente de algo tão incerto como a notificação ao devedor.

Sendo o negócio jurídico de cessão de créditos nulo ou anulável, naturalmente que tanto a declaração de invalidade como a anulação terão efeito retroativo, devendo ser restituído tudo o que tiver sido prestado ou, se a restituição em espécie não for possível, o valor correspondente. A notificação tem o mesmo efeito de uma indicação para pagamento a terceiro, pelo que, independentemente da validade da cessão, o pagamento ao cessionário será sempre considerado liberatório. Da mesma forma, se a cessão de créditos constituir um negócio simulado, o devedor será protegido, se efetuar o pagamento ao cedente, mesmo que a cessão não lhe seja notificada, uma vez que é naturalmente considerado terceiro de boa fé, em relação ao acordo simulatório.

A cessão de créditos apenas produz efeitos em relação ao devedor, desde que lhe seja notificada, ainda que extrajudicialmente, ou desde que ele a aceite. Para a eficácia da cessão em relação ao devedor, exige-se qualquer destes atos, os quais se devem considerar-se dogmaticamente equiparáveis, tendo a aceitação apenas o efeito de tornar dispensável a notificação. A aceitação não tem por isso, em princípio, valor negocial de reconhecimento de dívida, mas antes um mero valor de declaração de ciência relativamente à verificação da cessão. Se não ocorrer a notificação ou aceitação, a cessão é eficaz em relação às partes, mas não em relação ao devedor. Nosso Código Civil prevê a notificação ao devedor em seu art. 290, definindo que “cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada”. Para Villaça Azevedo, “a cessão de crédito não necessita da anuência do devedor, para ser válida; todavia, não terá ela eficácia junto a esse devedor se este não for notificado”.¹⁵⁵

A ideia da diferenciação dos planos de eficácia da cessão de créditos, resultando a transmissão entre as partes da simples celebração do negócio, mas sendo necessária a notificação e aceitação para que esta seja eficaz em relação ao devedor, corresponde à formulação tradicional da questão. Na doutrina italiana, encontra-se, porém, uma posição que considera que também em relação ao devedor a cessão produz efeitos apenas em resultado da mera celebração do contrato, sendo a disposição do art. 1.264 do Codice, correspondente ao

¹⁵⁵ AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral das obrigações e responsabilidade civil*. São Paulo: Atlas, 2008. p. 89.

nosso art. 583, uma mera concretização da regra geral da eficácia do pagamento ao credor aparente, instituída pelo art. 1.189 do Codice.

Uma das questões fundamentais do regime da cessão de créditos diz respeito à proteção do devedor. Assim, se o devedor, antes da notificação ou aceitação, por ignorar a cessão de créditos, pagar ao cedente ou celebrar com ele algum negócio relativo ao crédito, quer o pagamento, quer o negócio têm efeitos sobre o crédito, podendo inclusivamente produzir a sua extinção, e esses efeitos são oponíveis ao cessionário. A oponibilidade do pagamento ao cessionário só não se verificará se ele demonstrar que o devedor tinha conhecimento da cessão. A razão para esta última restrição reside na má fé do devedor que, sabendo que ocorreu a cessão, decide pagar ao cedente ou celebrar com ele qualquer negócio relativo ao crédito.

O segundo requisito para a cessão de créditos é a inexistência de impedimentos legais ou contratuais à transmissão do crédito. Examinaremos primeiro os impedimentos legais e seguidamente os impedimentos contratuais, o denominado *pactum de non cedendo*. Relativamente aos impedimentos legais à transmissão do crédito, verifica-se que, em certos casos, a lei proíbe que o crédito, seja cedido. Estão neste caso, créditos como o direito a alimentos.¹⁵⁶ É igualmente proibida a cessão dos créditos do trabalhador a retribuições, na medida em que estes sejam impenhoráveis, e dos créditos provenientes do direito a indemnização por acidente de trabalho. Trata-se de créditos que a lei pretende conservar na esfera do credor, por se destinarem a satisfazer necessidades primárias deste.

Para além das hipóteses de intransmissibilidade acima referidas, em que a lei veda expressamente a cessão de créditos, há outros casos em que a proibição da cessão de créditos resulta do fato de a lei proibir a realização do negócio subjacente entre determinadas pessoas. No direito português, um caso específico de proibição da cessão, resultante de ser vedada a sua celebração entre determinadas pessoas, diz respeito à cessão de créditos e direitos litigiosos. Os direitos consideram-se litigiosos, quando tiverem sido contestados em juízo contencioso, ainda que arbitral, por qualquer interessado. Fora destes casos, a cessão de créditos litigiosos ou os créditos já em execução é plenamente admitida, devendo processar-se à substituição processual do cedente pelo cessionário.

A cessão de créditos pressupõe ainda que não tenha sido convencionado entre devedor e credor que o crédito não seria objeto de cessão ou que esta não tenha sido restringida, através de específicas exigências, como o acordo do devedor ou especiais requisitos. Trata-se

¹⁵⁶ VENOSA, Silvio de Salvo. *Código Civil Interpretado*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013. p. 431.

do denominado *pactum de non cedendo*, o qual pode ser estipulado expressa ou tacitamente, e resultar de cláusula contratual geral ou de acordo individual.

A admissão do pacto pode suscitar alguma controvérsia, na medida em que se estabelece uma restrição ao poder de disposição sobre o crédito, a qual na grande maioria dos direitos adquire mesmo carácter real. Ora, as restrições a esse poder de disposição sobre bens, mais especificamente as cláusulas de inalienabilidade, são normalmente vedadas, sendo-lhe atribuída natureza meramente obrigacional. A convenção de intransmissibilidade, nos casos em que a prestação não se apresente como especialmente ligada à pessoa do credor, poderia por isso considerar-se contrária às necessidades do comércio e à própria natureza dos créditos que, enquanto bens pertencentes ao credor, não deveriam admitir restrições à faculdade da sua disposição.¹⁵⁷

Outra posição mais moderna na doutrina além-Reno veio, porém, sustentar que a sanção para a violação do pacto de *non cedendo* não seria a ineficácia absoluta, mas antes relativa, não podendo apenas a cessão realizada em violação do *pactum de non cedendo* ser oponível ao devedor. Daqui resultaria que seria admitido que o devedor confirmasse o negócio de cessão, uma vez que o vício que o atinge é estabelecido no seu interesse. Uma posição intermédia entre as duas é aquela que defende que a ineficácia absoluta ou relativa da cessão depende dos termos em que foi formulado o pacto, já que em certos casos o interesse do devedor é colocar totalmente o crédito fora do comércio jurídico, enquanto noutros casos a tutela do seu interesse fica satisfeita com a mera ineficácia relativa da cessão em relação ao devedor.

Parece, porém, que entre nós o *pactum de non cedendo* não coloca o crédito fora do comércio jurídico, mas apenas gera uma obrigação para o credor de não o transmitir a outrem, obrigação essa que é estabelecida no interesse do devedor e cuja oponibilidade ao adquirente depende do fato de este conhecer essa convenção no momento da cessão. Assim, só o devedor poderá reagir contra o incumprimento dessa convenção, podendo inclusivamente optar por não o fazer, reconhecendo a transmissão. Não se trata de um caso de nulidade da cessão, pelo que não podem outros pretender a sua anulação com esse fundamento.

Desta conclusão resultam os seguintes corolários: dado que o *pactum de non cedendo* não coloca o crédito fora do comércio jurídico, tem que se reconhecer como válido e eficaz o

¹⁵⁷ Tem-se salientado que a convenção de intransmissibilidade é prejudicial ao funcionamento da economia, na medida em que a impossibilidade de mobilizar os créditos retira liquidez aos agentes económicos. Em contraponto, tem-se, porém, salientado que pode haver múltiplas razões relevantes para se permitir ao devedor acordar com o credor a não alienação do crédito.

negócio de cessão celebrado entre as partes produzindo este, nos termos gerais, a transmissão do crédito para o cessionário. Assim, também em relação a terceiros, terá que se considerar que o crédito pertence ao cessionário, pelo que os seus credores poderão proceder à sua penhora, já não o podendo fazer os credores do cedente, nos termos do art. 298 do Código Civil. Caso se verifique a pluralidade de cessões do mesmo crédito, pelo que deverá prevalecer a cessão que primeiro for notificada ao devedor ou que por este tiver sido aceite.

O problema coloca-se no que se refere à eficácia da cessão em relação ao devedor. Uma vez que o seu interesse fica satisfeito com a possibilidade de continuar a pagar ao cedente, uma hipótese seria considerar que do *pactum de non cedendo* resultaria a inoperatividade da notificação ou do conhecimento da cessão para impedir o devedor de efetuar esse pagamento, restringindo-se assim a possibilidade de a cessão ser eficaz em relação a ele por via da aceitação. Essa solução não parece, porém, satisfatória. Basta ver que em caso de desconhecimento do pacto pelo cessionário, naturalmente que este não lhe pode ser oposto, pelo que neste caso continuará a poder efetuar a notificação ou a invocar o conhecimento da cessão pelo devedor.

Por outro lado, em caso de dupla cessão do mesmo crédito, o *pactum de non cedendo* não atribui ao devedor a possibilidade de escolher o titular do crédito, pelo que este poderá naturalmente ser aquele que efetuou primeiro a notificação ao devedor. Parece assim que pacto não afasta a eficácia da cessão em relação ao devedor estabelecida nos termos gerais. Deste pacto resulta apenas a atribuição ao devedor de uma exceção – a possibilidade de recusar a realização da prestação ao cessionário e continuar a efetuá-la com eficácia liberatória perante o cedente – sendo que a operatividade dessa exceção depende do seu prévio conhecimento pelo cessionário.

O último requisito para a cessão de créditos é o de que o crédito não esteja, pela própria natureza da prestação, ligado à pessoa do credor, ou melhor, de caráter personalíssimo, uma vez que, se tal suceder, não faria sentido obrigar o devedor a prestar perante pessoa diferente. Um critério possível para determinação deste impedimento à transmissão do crédito é o de verificar se a alteração na pessoa do credor provoca ou não desvantagens para o devedor em termos daquilo a que se vincula a prestar. Não bastará naturalmente que se verifique uma alteração do comportamento ou da mentalidade do credor, uma vez que é um dado adquirido da atual ciência jurídica a distinção entre o objeto da prestação e a pessoa do credor. Apenas será, por isso, relevante o impedimento sempre que a alteração da pessoa do credor implique que o devedor tenha que prestar algo diferente daquilo

a que se tinha vinculado. Em todas as situações acima referidas, a prestação encontra-se intimamente ligada à pessoa do credor, não sendo assim admitida a cessão.

Relativamente à cessão de créditos, deveremos distinguir os seus efeitos em relação às partes dos seus efeitos em relação ao devedor e em relação a terceiros. Em relação às partes, a cessão tem como efeito principal a transmissão do crédito do cedente para o cessionário. De acordo com o enquadramento dogmático tradicional, tal significa que o cessionário torna-se o novo titular do crédito, sendo consequentemente quem tem a faculdade de exigir a prestação ao devedor, mas o cedente permanece como parte contratual no âmbito da relação contratual que tenha originado esse crédito, uma vez que essa qualidade só se transmite para o cessionário, no caso de ter sido celebrada uma cessão da posição contratual.

A existência de um fenómeno transmissivo implica que a identidade do crédito não seja alterada, apesar da mudança de credor, mantendo por isso o devedor em relação ao cessionário a mesma vinculação e a mesma responsabilidade que possuía em relação ao cedente. Essa solução aplica-se, mesmo que o cessionário já fosse anteriormente titular de outro crédito sobre o mesmo devedor, conservando o crédito cedido a sua autonomia e individualidade, sem se juntar ao crédito do cedente.

É, no entanto, de referir que a característica da permanência da identidade do crédito apenas ocorre se considerarmos a cessão de créditos exclusivamente no âmbito de uma perspectiva estritamente sucessória, uma vez que, se a examinarmos no âmbito de uma perspectiva contratual, é manifesto que ocorre uma modificação na relação contratual originária resultante da entrada de um terceiro numa relação constituída entre partes diferentes. Da permanência da identidade do crédito resulta que a cessão não implica qualquer alteração, nem às regras relativas à interpretação ou integração do negócio, nem às cláusulas acessórias estipuladas como o termo e a condição, nem ao regime relativo ao lugar e prazo da prestação.

A permanência da identidade do crédito implica ainda que a transmissão não faça desaparecer o nexo de corresponsabilidade entre as prestações, que caracteriza os créditos oriundos de contratos sinalagmáticos. Assim, caso o crédito oriundo de um contrato sinalagmático venha a ser transmitido para um terceiro o devedor continua a poder invocar as exceções e os direitos correspondentes ao sinalagma. Relativamente às garantias, a lei determina que se transmitem as que não forem inseparáveis da pessoa do cedente, exceto se este as tiver reservado ao consentir na cessão. Assim, parece claro que as garantias do crédito como a fiança, a consignação de rendimentos, e a hipoteca se transmitem para o cessionário, a

menos que o cedente as reserve ao consentir na cessão. Neste último caso, normalmente as garantias extinguir-se-ão, já que não ficarão a garantir qualquer crédito.

É elemento essencial da cessão a transmissão do crédito, pelo que a lei determina que o cedente tenha que prestar ao cessionário a garantia da existência e exigibilidade do crédito ao tempo da cessão, nos termos aplicáveis ao negócio gratuito ou oneroso em que a cessão se integra. No entanto, o cedente só garante a solvência do devedor se a tanto se tiver expressamente obrigado, salvo se se tratar de um contrato de sociedade, em que a regra é a garantia da solvência do devedor. A garantia a prestar pelo cedente diz assim, regra geral, apenas respeito à existência e exigibilidade do crédito, consistindo numa garantia de existência e contra vício do direito, que compreende o assegurar da subsistência e acionabilidade do crédito ao tempo da cessão, com todas as suas garantias e acessórios, a qualidade de credor no cedente e a faculdade de dispor do crédito.

Pode, porém, além da garantia da existência e exigibilidade do crédito, o cedente assegurar ainda a solvência do devedor, desde que o faça por declaração expressa, salvo se estiver em causa a entrada com um crédito para uma sociedade, em que a garantia da solvência se presume. No entanto, ao contrário do que se prevê noutros ordenamentos, não existe entre nós qualquer limitação da garantia da solvência ao preço recebido pelo cedente, podendo assim a garantia prestada por este extravasar aquilo que recebeu do cessionário.

Não há, porém, obstáculos a que as partes estabeleçam limites à garantia da solvência, inclusivamente colocando a responsabilidade do cedente em limite inferior ao preço do crédito transmitido. A garantia da solvência distingue-se quer da solidariedade, quer da assunção cumulativa de dívida, uma vez que nestas o credor pode exigir de qualquer dos obrigados o cumprimento da obrigação, enquanto naquela garantia o cedente só responde uma vez comprovada a insolvência do devedor e apenas nos limites do prejuízo sofrido pelo cessionário, limitando-se a ter que indenizar o prejuízo que lhe cause essa insolvência.

A cessão de créditos para securitização não deixa de constituir uma verdadeira cessão de créditos, ainda que sujeita a algumas especialidades de regime. Outra especialidade da cessão de créditos para este efeito respeita ao seu objeto, que é restrito a certas categorias de créditos.

- a) A transmissibilidade não se encontrar sujeita a restrições legais ou convencionais;
- b) Serem de natureza pecuniária, terem carácter patrimonial;
- c) A constituição dos créditos não sujeita seus efeitos a qualquer condição;

d) Não serem litigiosos e não se encontrarem dados em garantia nem judicialmente penhorados ou apreendidos.

A cessão de créditos para efeitos de securitização é sempre efetuada a título oneroso, pelo que as partes estipulam uma contrapartida para a alienação. Efeitos em relação às partes. A transferência plena e definitiva dos créditos: à semelhança do que ocorre em qualquer cessão de créditos, a cessão produz a transmissão do crédito do cedente para o cessionário. Não é, no entanto, admitida nesta situação a possibilidade de estabelecimento de condicionamentos à transmissão como a condição ou o termo, ou uma mera promessa de cessão de créditos, dado que a regra da *true sale* impõe que a cessão seja efetiva, verdadeira e completa.

Consequentemente, a cessão produz efeitos imediatos entre as partes determinando a transmissão do crédito do cedente para o cessionário logo no momento da celebração do contrato. Estando em causa créditos futuros, parece, no entanto, e de acordo com a teoria da transmissão por nós anteriormente defendida, que a transferência ocorre no momento da constituição do crédito. Exige-se, em qualquer caso, uma transmissão definitiva dos créditos que devem ser substituídos no balanço pelo respectivo preço (*off-balance sheet*), sendo o risco do incumprimento igualmente transmitido para o cessionário. Neste sentido, “a tutela do devedor passa pela atribuição a ele próprio de um direito potestativo de considerar extinto o crédito adquirido pelo cessionário em resultado do pagamento ao cedente.”¹⁵⁸

Para Melhim Namem Chalhub, por meio desta cessão de crédito, a legislação “prevê a constituição de regime fiduciário sobre os créditos que venham a lastrear os títulos que a companhia securitizadora vier a emitir. Trata-se de atribuir carácter fiduciário aos créditos que estiverem vinculados aos títulos emitidos, com eles constituindo-se património de afetação em favor dos investidores”.¹⁵⁹

Não é assim admissível no âmbito da securitização de créditos a existência de cessões com recurso como a cessão de créditos em garantia e *pro solvendo*, tendo a cessão que corporizar uma verdadeira venda (*true sale*) de créditos, através da qual se processe uma transferência efetiva e completa dos mesmos, com a aquisição pelo cessionário do respectivo risco de cobrança.¹⁶⁰ a mesma regra até aqui para a transmissão das garantias e outros

¹⁵⁸ LEITÃO, Luís Manuel Teles de Menezes. Op. cit., p. 370.

¹⁵⁹ CHALHUB, Melhim Namem. A fidúcia no sistema de garantias reais do direito brasileiro. *Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 2. p. 135.

¹⁶⁰ Explicitamente neste sentido, o Aviso do Banco de Portugal 10/2001, refere no seu n. 3, ponto 1, que “considera-se existir uma cessão efectiva e completa quando se verifique, em simultâneo com a cedência dos activos, a transferência definitiva dos respectivos riscos, quer ao nível individual, quer ao nível do grupo de

acessórios do crédito: transmitindo-se assim para o cessionário as garantias e os outros acessórios do crédito que não sejam inseparáveis da pessoa do cedente. Ainda, relativamente à eficácia da cessão de créditos para esse efeito em relação a terceiros, não se estabelece qualquer solução especial, pelo que, nos termos gerais, a transmissão será oponível em relação a terceiros a partir do momento da celebração do contrato, salvo se tratar de créditos futuros em que se exige previamente a sua aquisição pelo alienante.

A partir dessa cessão onerosa, tem-se a emissão de valores mobiliários por tal veículo de propósito específico, para distribuição junto a investidores, com características (e.g., remuneração, prazo, garantias, forma de pagamento etc.) vinculadas às dos recebíveis cedidos. Com os recursos advindos da integralização, pelos investidores, dos valores mobiliários emitidos, o veículo de propósito específico paga ao cedente o valor referente à aquisição dos recebíveis. A captação de recursos pela originadora dos créditos do agronegócio resulta, em geral, na transferência do risco de solvência dos devedores dos recebíveis para o veículo de securitização: ou seja, o cedente não responde pelo inadimplemento. A partir daí, tal veículo torna-se responsável pela administração, cobrança e repasse dos pagamentos recebidos aos investidores, efetivos beneficiários dos respectivos recebíveis.

Uma mesma companhia securitizadora pode realizar – e, aliás, normalmente o faz – mais de uma operação de securitização, cada qual lastreada em diferentes grupos de direitos creditórios. Para que inexista interferência, do ponto de vista do risco de solvência e do compartilhamento de recursos, entre cada conjunto de recebíveis e sua afetação aos respectivos valores mobiliários objeto de cada emissão, a Lei 9.514/97, aplicável também ao CRA, permite a instituição de regime fiduciário, autorizado por lei apenas em alguns casos, a depender da natureza dos ativos e passivos que compõem o patrimônio de determinado ente. O regime fiduciário é instituído por meio de manifestação unilateral da securitizadora, no termo de securitização. A consequência da constituição do regime fiduciário é a criação do patrimônio separado, integrado pela “totalidade dos créditos submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão”. Assim, regime fiduciário e patrimônio separado constituem mecanismos unidos, criados pela lei, para limitar a regra geral de que uma pessoa responde com a totalidade de seu patrimônio pelo pagamento de suas obrigações.

entidades, financeiras ou não, em que o cedente se integra". O n. 3, ponto 2, explicita que "a existência de cessão efetiva e completa depende, designadamente, das seguintes condições: a) Separação jurídica dos ativos transferidos do patrimônio do cedente; b) inexistência de qualquer controlo do cedente sobre os ativos transferidos", considerando o n. 3, ponto 3, que esta última condição não se verifica sempre que o cedente detenha participação qualificada na entidade emitente dos títulos representativos dos ativos cedidos.

Referida manifestação constitui a securitizadora como responsável pela administração de tal patrimônio, no interesse dos investidores, incluindo não somente a gestão de seus bens, como também a execução de eventual ação de cobrança contra devedores inadimplentes. O patrimônio segregado não pode ser dado em garantia pela securitizadora, nem pode ser exigido por outros credores da companhia, por mais privilegiados que sejam. Cabe à companhia administrar cada patrimônio separado que venha a instituir, mantendo seus registros contábeis e publicando suas demonstrações financeiras de forma independente.

O patrimônio segregado não pode ser dado em garantia pela securitizadora, nem pode ser exigido por outros credores da companhia, por mais privilegiados que sejam. Cabe à companhia administrar cada patrimônio separado que venha a instituir, mantendo seus registros contábeis e publicando suas demonstrações financeiras de forma independente. Destacamos o caráter controverso desta regra dada a existência da Medida Provisória n. 2.158-35/01, ainda em vigor, cujo artigo 76 estabelece que “as normas que estabeleçam a afetação ou a separação, a qualquer título, de patrimônio de pessoa física ou jurídica não produzem efeitos em relação aos débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos”. Adicionalmente, em seu parágrafo único, prevê que "desta forma permanecem respondendo pelos débitos ali referidos a totalidade dos bens e das rendas do sujeito passivo, seu espólio ou sua massa falida, inclusive os que tenham sido objeto de separação ou afetação". Deste modo, é possível que os créditos que compõem o lastro da securitização, bem como os recursos deles decorrentes, não obstante serem objeto de regime fiduciário, sejam alcançados por credores fiscais, trabalhistas e previdenciários da emissora e, em alguns casos, por credores trabalhistas e previdenciários de pessoas físicas e jurídicas, inclusive diferentes pessoas jurídicas pertencentes ao mesmo grupo econômico da emissora, tendo em vista as normas de responsabilidade solidária e subsidiária de empresas pertencentes ao mesmo grupo econômico existentes em tais casos.

3.2. MEDIDAS ESPECÍFICAS DE PROTEÇÃO DOS INVESTIDORES

A razão de ser da proteção dos investidores pode encontrar-se num conjunto de fundamentos que estão, entre si, numa relação de complementaridade e que passamos a analisar. São eles o interesse público, a necessidade de segurança dos mercados, a

prossecução da igualdade entre os diversos agentes que aí intervêm e a proteção os consumidores. Ao funcionamento do sistema financeiro, em geral, e do mercado de valores mobiliários, em particular, subjaz um interesse público que justifica a proteção dos investidores em valores mobiliários. Este interesse público traduz-se, nomeadamente, na necessidade de garantir a formação da poupança e a sua captação para aquele mercado, como refere.

Foi a ideia de interesse público que, especialmente desde o *crash* bolsista de 1929, e em particular nos Estados- Unidos, motivou o aparecimento de normas cujo objetivo fundamental é a proteção dos investidores e a adoção de políticas de atuação por parte das entidades reguladoras dos mercados. Não pode, contudo, ignorar-se o contraste de concepção entre os sistemas anglo-saxônicos e os de raiz continental no que toca à configuração do princípio conhecido por *investor protection*. Com efeito, nestes últimos sistemas, o princípio da proteção dos investidores – como, aliás, os demais princípios subjacentes à regulação do mercado de valores mobiliários – não surgiu de forma imediata, mas sim paulatinamente e só recentemente, como já dissemos, começou a assistir-se à aprovação de normas concretas e à adopção de iniciativas específicas que garantam a sua correta aplicação e cumprimento.

O interesse público no funcionamento do mercado de valores mobiliários que, entre outras razões, justifica a proteção do investidor, permite melhor compreender uma ideia já enunciada: não se trata de defender apenas o interesse particular daqueles que canalizam as suas poupanças para os mercados de valores mobiliários, mas a coletividade ou grupo de investidores, número indeterminado de pessoas que representa a procura e a oferta desses valores.

Com efeito, a proteção dos investidores beneficiará, naturalmente, os próprios, mas não lhes outorga necessariamente direitos subjetivos. Neste sentido, as normas que reconhecem a importância da proteção do investidor enquanto público não constituirão sempre disposições destinadas a proteger interesses alheios no sentido e para os efeitos. Wilges Brucato esclarece que

“a proteção aos investidores no mercado mobiliário é medida que transcende o interesse direto e imediato dos investidores, agentes de mercado e empresas envolvidas na atuação em bolsa e mercado de balcão, para compor um instrumento de resguardo à economia nacional e, conseqüentemente, atender interesses sociais”.¹⁶¹

¹⁶¹ BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* n. 28, p. 124.

O exposto permite-nos afirmar, como consequência do reconhecimento de um interesse público inerente ao correto funcionamento do mercado de valores mobiliários, a prevalência desse mesmo interesse sobre o interesse privado de um participante em tal mercado, seja ele emitente, intermediário financeiro ou mesmo investidor. O que significa que a existência de uma disciplina jurídica adequada à proteção dos investidores se torna, em si mesma, numa questão de interesse público, devendo incrementar-se também nessa perspectiva. Não se trata, neste sentido, de proteger um agente do mercado, mas o mercado de si mesmo.

Não deixa, contudo, de ser inócua a discussão em torno da questão de saber se, no confronto entre o princípio da proteção dos investidores e o princípio da defesa do mercado. Mais importante que tomar posição quanto a uma eventual hierarquização destes princípios é reconhecer a possibilidade de as relações entre ambos serem de sobreposição, dependência ou mesmo complementaridade. Sobreposição na medida em que muitas das exigências consagradas para assegurar o funcionamento regular, transparente e eficiente dos mercados se traduzem também em medidas de proteção dos investidores; dependência porquanto não existe mercado sem investidores tal como não existirão investidores sem mercado; complementaridade, porque o princípio da proteção dos investidores postula a proteção da confiança individual e o da proteção dos mercados, por sua vez, se funda na proteção da confiança coletiva.

O interesse público subjacente ao funcionamento do mercado de valores mobiliários, que vive da aplicação das poupanças dos aforradores, pressupõe a existência de condições de segurança como motivadoras da tomada de uma decisão de investimento. A segurança do investimento e a confiança no mercado são, portanto, condições essenciais ao regular funcionamento deste, pois delas depende a decisão do investidor no sentido de aplicar, neste mercado, as suas poupanças.

Com efeito, as decisões de investimento ficam condicionadas pelo nível de segurança jurídica e econômica que cada investimento propicia e esta segurança, por sua vez, depende da existência de uma adequada disciplina, legal e regulamentar, de proteção dos investidores. Essa proteção pressupõe que os investidores estão satisfeitos com a qualidade dos serviços que lhes são prestados pelos agentes do mercado, mas também com o tratamento que os órgãos competentes para a composição de conflitos derem às suas queixas, se a apresentação destas for necessária.

A categoria dos investidores não institucionais a que tendencialmente se associa a ideia de proteção é, por vezes, também apresentada como se tratando de consumidores. Sucede que a qualificação do investidor como consumidor não é isenta de dificuldades. A resposta à questão de saber se é possível qualificar o investidor em valores mobiliários como um consumidor de bens e serviços financeiros tem variado e divergido ao longo dos tempos e de país para país. Para uns, a noção de consumidor não se relaciona bem com a posição de adquirente de valores mobiliários porque os fenômenos que ocorrem neste mercado são economicamente qualificáveis como investimento, sendo este e a sua precedente poupança termos antitéticos do consumo. Investidor e consumidor designaram duas categorias subjetivas diversas e, mais do que isso, postas: uma, destinada a representar o ato de consumo, ou seja, a destruição do valor criado; a outra, orientada a traduzir a conservação desse valor, colocando-o a render porque não fora consumido. À primeira vista, pareceria, assim, contraditório equiparar dois conceitos que, em princípios se excluem – investimento e consumo – porque só se poderia investir a parte do rendimento que não fosse consumida.

O adquirente de valores mobiliários que é investidor em sentido econômico pode, portanto, ser juridicamente considerado um consumidor na medida em que invista de forma não profissional. Esta concepção impede apenas que se qualifiquem como consumidores os investidores institucionais. Da concepção do investidor como consumidor resulta a aplicação, a favor dos investidores, de um acervo significativo de regras jurídicas das quais aqui apenas destacamos as fundamentais. Apesar das razões que justificam a adoção de um conjunto de medidas de proteção dos investidores, deve assinalar-se a existência de limites a essa mesma proteção os quais, em última instância, decorrem da própria essência do investimento em valores mobiliários. Podemos sintetizar esses limites em três ideias: inevitabilidade do risco, recusa de paternalismo por parte da entidade de supervisão e autorresponsabilização do investidor.

Todo o investimento em valores mobiliários tem um risco econômico determinado: em certos casos, esse risco é maior; noutros, será menor. Mas o risco econômico existirá sempre e daí que um aspecto complementar do investimento seja a necessidade, cada vez maior, de consciencializar os investidores para o risco, tornando-o visível e transparente, e de criar mecanismos de prevenção alerta para esses riscos advenientes da atividade econômica. A decisão do investidor pode ser errada, mas tem de ser uma decisão esclarecida.

Esta inevitabilidade do risco leva a que os interesses dos investidores possam ser enunciados correlativamente a vários tipos de risco. Assim, o investidor tem interesse em que

a decisão de investimento seja a mais conveniente, tendo em conta as possibilidades alternativas (risco de oportunidade); o investidor tem interesse em que a utilização de meios financeiros por parte da entidade emitente permita conservar e incrementar o respectivo valor mobiliário, o que pressupõe que a sua administração seja confiada a pessoas com a necessária competência e probidade (risco de administração); o investidor tem ainda interesse em que o desinvestimento possa ter lugar quando pretendido e a um preço adequado (risco de liquidez).

A proteção a conferir aos investidores não pode, naturalmente, eliminar os riscos próprios de cada mercado nem garantir o resultado económico do investimento. Mas pode e deve permitir aos investidores identificarem esses riscos e valorizá-los na sua concreta configuração. Tal pode fazer-se, designadamente, através da prestação de informação e da promoção de formação adequada. A confiança na decisão patrimonial só é possível se o aforrador conhecer as condições e as reais perspectivas de cada possibilidade de investimento sendo este conhecimento, por sua vez, condicionado nomeadamente pelo conteúdo da informação que lhe é efetivamente disponibilizado.

A transparência informativa é, neste sentido, o pilar básico sobre o qual assentam as decisões dos investidores, razão pela qual a proteção destes passa necessariamente pela consagração de medidas tendentes à prestação obrigatória de informação. Os interesses dos investidores são, assim, fortemente tutelados pela atribuição de verdadeiros deveres jurídicos de informar. Ainda no domínio dos deveres de informação dos emitentes de valores mobiliários há que fazer referência à figura do prospecto. É exigida a publicação de um prospecto quer para efeitos de admissão à negociação de valores mobiliários a um mercado regulamentado.

Neste aspecto, o prospecto elaborado pelo ofertante é de fundamental importância para que os investidores tenham conhecimento da operação. Cuida-se de um documento elaborado juntamente com a

“instituição líder da distribuição, obrigatório nas ofertas públicas de distribuição de que trata esta Instrução, e que contém informação completa, precisa, verdadeira, atual, clara, objetiva e necessária, em linguagem acessível, de modo que os investidores possam formar criteriosamente a sua decisão de investimento.”

Referido prospecto deverá conter determinados requisitos elencados no art. 39 da Instrução CVM n. 400, sendo certo que a CVM poderá, adicionalmente, requerer informações adicionais necessárias à melhor compreensão dos investidores. Por sua vez, o art. 41 desta Instrução estabelece que, sendo verificadas imprecisões ou mudanças significativas nas

informações contidas no prospecto, a oferta pública deverá ser suspensa até que seja realizada nova divulgação com as informações atualizadas. Finalmente em relação à proteção dos investidores, o art. 50 da Instrução dispõe que todo material de divulgação da oferta pública deverá ser previamente aprovada pela CVM, evitando assim que sejam divulgadas informações inconsistentes pelos ofertantes.

A lei exige que toda a informação contida no prospecto seja a razoavelmente necessária para que os investidores possam formular um juízo fundamentado sobre os valores mobiliários objeto da oferta, os direitos que lhes são inerentes e a situação patrimonial, econômica e financeira da entidade emitente. Por outro lado, repare-se como a lei exige que a informação contida no prospecto revista as qualidades já apontadas como necessária a toda a informação – completude, veracidade, atualidade, clareza, objetividade e licitude. A dependência que os investidores não institucionais apresentam em face dos intermediários financeiros para negociar valores mobiliários em mercado é não só um pressuposto legal, mas uma verificação prática, com contornos expressivos.

Tal permite afirmar que o comportamento dos intermediários financeiros tem um impacto direto muito significativo sobre as decisões dos investidores. É também nesta perspectiva que deve entender-se o princípio geral segundo o qual os intermediários financeiros devem orientar a sua atividade no sentido da proteção dos legítimos interesses dos seus clientes. Tal princípio caracteriza-se por impor ao intermediário financeiro não só o cumprimento das obrigações que assumiu para com os seus clientes, mas também um especial dever de proteger os interesses destes, enquanto seus credores, nos contratos de intermediação financeira.

Assume, assim, redobrada importância o regime jurídico das entidades gestoras de mercados e prestadoras de serviços, a entidade gestora de um mercado presta ao público informação sobre os valores mobiliários admitidos à negociação, as operações realizadas nesse mercado e respectivo preço e ainda sobre as tabelas de comissão por si cobradas. Essa informação tem de estar conforme com os já referidos princípios de completude, atualidade, clareza, objetividade e licitude.

Como vimos, a instituição responsável por supervisionar as operações envolvendo a emissão e negociação de valores mobiliários é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). Por meio da Instrução CVM n. 400, de 29 de dezembro de 2003, referida comissão dispôs sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários nos mercados primário e secundário que, em seu art. 3º, conceitua quais atos são considerados de distribuição pública:

a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, desde que constem os elementos indicados em seus incisos subsequentes. Ainda, determina esta instrução que a distribuição pública de valores mobiliários somente poderá ser efetuada com intermediação de integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

Além disso, referida Instrução apresenta-se também como responsável por regular a proteção de investidores no âmbito da oferta pública de valores mobiliários. Assim, prevê que a CVM poderá suspender ou cancelar a oferta de distribuição caso seja processada em condições diversas das constantes no registro ou em referida Instrução, bem como quando se tratar de uma oferta considerada ilegal, fraudulenta ou contrária à regulamentação da CVM. Admite ainda a suspensão da oferta de distribuição quando se verificar ilegitimidade ou violação de regulamento sanáveis. Existe, além disso, previsão de que todas as ofertas públicas deverão ser realizadas em condições que assegurem tratamento equitativo aos destinatários e aceitantes das ofertas, sendo permitida somente a concessão de prioridades a antigos acionistas.

Inobstante a suspensão ou cancelamento acima descrito, poderá a CVM aceitar pedido de modificação ou revogação da oferta pública caso seja verificada alteração substancial, posterior e imprevisível nas circunstâncias de fato existentes quando da apresentação do pedido de registro da distribuição, ou em casos em que se verificar o aumento relevante dos riscos assumidos pelo ofertante. Destaca-se, mais ainda, que a modificação da oferta será sempre permitida quando for evidente o benefício aos investidores. A Instrução CVM n. 400 dispõe também, no sentido de proteção aos agentes do mercado, capítulo específico em que descreção quais infrações serão consideradas graves:

“Art. 59. Considera-se infração grave, para os efeitos do § 3º do Art. 11 da Lei n. 6.385, de 1976, sem prejuízo da multa de que trata o § 1º do mesmo artigo, a distribuição:

I - que se esteja processando em condições diversas das constantes no registro;

II - realizada sem prévio registro ou dispensa da CVM;

III - efetivada sem intermediação de Instituições Intermediárias, exceto nos casos permitidos em lei ou por dispensa da CVM;

IV - em inobservância ao disposto no art. 55;

V - com prestação de informações falsas ou tendenciosas no Prospecto ou no âmbito das ofertas de que trata a presente Instrução; e

V - com prestação de informações falsas ou tendenciosas no Prospecto ou no âmbito das ofertas de que trata a presente Instrução;

[...]”

Em complementação à Instrução CVM n. 400, a oferta pública de valores mobiliários distribuídos com esforços restritos está prevista na Instrução CVM n. 476, sendo destinada somente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários. Frise-se, contudo, que as normas para proteção a investidores em ofertas públicas distribuída com esforços restritos devem ser reguladas também pela Instrução CVM n. 400.

Adicionalmente à proteção verificada pela CVM, a Lei n. 7.913, de 7 de dezembro de 1989, ao dispor sobre a ação civil pública de responsabilidade por danos causados aos investidores no mercado de valores mobiliários, também surge como meio de proteção aos investidores. Conforme dispõe Wilges Bruscato,

“reconhece-se à norma, em relação a este ponto, dois méritos. O primeiro, justamente por não limitar a tipificação das práticas lesivas, pois, deste modo, qualquer ação ou omissão danosa estará abrangida, não sendo necessárias modificações legislativas para hipóteses não previstas de maneira expressa. O segundo, diz respeito ao fato de ter concentrado num único diploma as condutas previstas em normas distintas (societária e mobiliária), tornando mais simples a conduta. [...] Por reconhecer os danos causados aos investidores no mercado mobiliário ultrapassam os diretamente atingidos, ou seja, os investidores, os agentes de mercado e as empresas, atingindo o mercado de capitais de modo geral, arremessando reflexos na economia nacional e, por vezes, internacional, a sociedade, através do Poder Legislativo, vem conceber o tratamento de tais interesses como metaindividuais”.¹⁶²

A ação civil pública (ACP) movida com objeto nas condutas no mercado de capitais tem por finalidade também garantir a proteção dos investidores contra determinadas condutas realizadas pelos agentes de mercado, destacando-se a manipulação de mercado, caracterizada pela falsificação na realidade das condições de procura, oferta e preço por meio de manobras fraudulentas. Trata-se de um crime formal, pois se consuma com a mera realização das operações voltadas à finalidade específica, independentemente de causar resultado. Assim, estas manobras serão puníveis se realizadas com a finalidade de afetar o mercado, não se restringindo às operações realizadas em seu ambiente.

Entende-se, contudo, que a legitimidade ativa não se restringe ao Ministério Público, tal como faz a Lei n. 7.913/89, visto que nestes casos ele poderá não ser um representante adequado. Assim, a legitimidade ativa deve ser estendida à CVM, assim como a integrantes

¹⁶² BRUSCATO, Wilges. Op. cit., p. 130-131 e 135.

da iniciativa privada, sejam eles indivíduos, associações de defesa de investidores, atribuindo-se ao juiz, na esfera de seu poder discricionário, a escolha do representante adequado.¹⁶³

No âmbito penal, o Código Penal estabelece, em seu art. 7º, que constitui crime a emissão, oferecimento ou negociação de títulos e valores mobiliários sem registro prévio de emissão junto a autoridade competente, ou sem lastro ou garantias suficientes. Trata-se, assim de um crime pluriofensivo, protegendo assim

“o patrimônio dos investidores, bem como a fé pública que goze o mercado mobiliário e financeiro e, secundariamente, a inviolabilidade e a credibilidade do mercado de capitais, zelando pela regularidade das transações operadas em um dos relevantes segmentos do sistema financeiro nacional. Para o bom e regular funcionamento desse mercado, é indispensável assegurar-se a retidão da emissão, da compra e da venda de títulos e valores mobiliários, reforçando, dessa forma, a tutela da fé pública dos títulos e valores imobiliários, além do patrimônio dos investidores”.¹⁶⁴

Assim, aqui reforçamos útil a definição, que são valores mobiliários quando ofertados publicamente, quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. E oferta pública de distribuição primária ou secundária, é o processo de colocação junto ao público de certo número de valores mobiliários para venda. Envolve desde o levantamento das intenções de mercado em relação aos valores mobiliários ofertados até a efetiva colocação junto ao público, incluindo a divulgação de informação, o período de subscrição, entre outras etapas.

Como vimos securitização é uma tecnologia financeira usada para converter uma carteira relativamente homogênea de ativos em valores mobiliários passíveis de negociação. É uma forma de transformar ativos relativamente não líquidos em títulos mobiliários líquidos e de transferir os riscos associados a eles para investidores que os compram. Os benefícios das operações de securitização são ainda reforçados pelo tipo de classificação outorgada às emissões destes títulos pelas empresas de classificação de riscos.

Mesmo sendo entidades privadas com objetivo de lucro, as agências de classificação transforma-se em peças importantes na estrutura regulatória dos mercados de crédito.¹⁶⁵ O

¹⁶³ ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. *Revista dos Tribunais*, 2007. p. 168.

¹⁶⁴ BITTENCOURT, Cezar Roberto; BRENDA, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais*. São Paulo: Saraiva, 2014. p. 131.

¹⁶⁵ SATIRO, Francisco. Agências de classificação de créditos e seu papel de *gatekeepers*. In: ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros: 2011. p. 374.

histórico e as características atuariais dos recebíveis envolvidos nas operações proporciona uma grande confiabilidade na avaliação das probabilidades de inadimplência e perdas, o que viabiliza a formação adequada de garantias – *enhancements*. Desta forma, a própria estruturação gera uma autoliquidação, proporcionando um risco baixo para o investidor.

Medida também recomendável para a ampliação do volume de crédito na economia, reside no efetivo desenvolvimento de um mercado secundário de crédito, o que deverá estar ligado a institucionalização do mercado securitizador de crédito por meio das companhias de propósito específico, com capitais internos ou externos, podendo inclusive atuar no mercado de créditos vencidos e não liquidados, mercado que deveria ser reservado para investidores institucionais para melhor avaliação do risco.

Nesse contexto e prática, apesar de não ser, via de regra, obrigatória no Brasil, como é em outros sistemas, a classificação de risco (*rating*) tem grande importância no processo de securitização, porquanto dá ao investidor uma noção mais segura e imparcial do risco de crédito relativo à emissão. A principal função desenvolvida por agências de classificação de risco é assessorar os investidores nas decisões de investimento. Por meio de pesquisas, análise e informações, as agências de classificação de risco protegem os investidores para que estes não assumam risco de crédito despercebidamente.

Note-se que a classificação atribuída pela agência de classificação de risco a uma sociedade, ou emissão, diz respeito apenas a seu risco de crédito, ou seja, ela apenas aborda a possibilidade de pagamento de juros e o principal investido, de acordo com os termos pactuados. As agências de classificação de risco não opinam sobre outros tipos de risco, como, por exemplo, risco relativo à variação da taxa de juros, ou sobre a adequação de determinado tipo de investimento ao perfil do investidor, mas tão somente sobre a probabilidade de pagamento de acordo com as especificações da oferta.

Os serviços da agência de classificação de risco são contratados e pagos pelo emissor dos títulos. Esse fato poderia levar a um conflito de interesses, já que a sociedade emissora para à agência para que esta atribua uma nota aos títulos de sua emissão. Porém, não é assim que vemos pois o maior patrimônio de uma agência de classificação de risco é sua reputação, que advém da qualidade e confiabilidade de suas análises. Apesar de serem contratadas e pagas pelos emissores dos títulos, as notas dadas pelas agências de classificação de risco têm o objetivo de informar o investidor, e não o emissor.

Ainda, considerando que do ponto de vista o investidor que adquire valores mobiliários destina o seu capital ao investimento e não ao consumo, também é certo que o

direito, e em particular o direito consumerista, interessa proteger o adquirente de bens e serviços sem atender necessariamente ao modo pelo qual este os adquire ou utiliza.¹⁶⁶

Além disso, é punível a prática também do chamado *insider trading*, alusiva à compra e venda de valores mobiliários, por parte de administradores e acionistas controladores de companhia aberta, utilizando-se de informação relevante, ainda não divulgada para o conhecimento do mercado ou a mesma operação realizada por quem detenha em razão de sua profissão ou função, ou por quem quer que a tenha obtido por intermédio dessas pessoas.¹⁶⁷

Por fim, oportuno ressaltar que não é raro, em operações de securitização, a nota atribuída a certa emissão ser mais alta que aquela atribuída ao originador. Esse fenômeno é facilmente explicável se considerarmos que na securitização o risco é bem mais definido, pois o conjunto de ativos que dá lastro à emissão é determinado e segregado, não se misturando com o restante do patrimônio do originador. É claro que para isso ocorrer a segregação do patrimônio tem de ser efetivada de maneira juridicamente adequada, com a efetiva cessão dos créditos e todas as formalidades eventualmente exigidas.

3.3. RETENÇÃO E TRANSFERÊNCIA DE RISCOS NA SECURITIZAÇÃO

Antes de falarmos dos mecanismos de proteção legal dos créditos ou recebíveis mobilizados através das operações da securitização dos negócios agroindustriais, na afetação de certo patrimônio ou patrimônio separado, que terão envolvidos dois riscos principais – risco de *performance* do originador ou risco de pagamento do recebedor ou *off-taker* –, é importante destacar os primeiros ou aqueles que podem gerar o inadimplemento das obrigações relacionadas a produção de produtos e subprodutos agrícolas. O risco é elemento inerente e atinge todos os agentes do agronegócio, resume-se na possibilidade de ocorrência de forma direta ou indireta de um determinado evento não desejado ao negócio. O risco atinge todos os ciclos dos sistemas agroindustriais, assim, a produção, comercialização, logística e distribuição, etc. Assim, é possível evidenciar alguns riscos do agronegócio por fatores como clima, pragas, sazonalidade da produção e tendências especulativas de preços.

Diante disto, tendo em vista algum grau de incerteza na execução das atividades dos sistemas agroindustriais, que enfrenta variações nem sempre previsíveis quanto à produção,

¹⁶⁶ RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001. p. 31.

¹⁶⁷ ZACLIS, Lionel. Op. cit., p. 164.

preço e *crédito*, indispensável se faz a análise atenta dos principais riscos existentes para o desenvolvimento integrado das atividades relacionadas. Os riscos diretos e mais comuns são os riscos físicos, que envolvem riscos de produção, são apontados como os principais fatores responsáveis pelas variações e quebras de safras agrícolas, tendo em vista a impossibilidade de prevê-los no momento da plantação até a respectiva colheita. Os principais fatores a serem considerados nesta espécie de risco são o clima e a incidência de doenças e pragas.

Apesar dos constantes avanços científicos e tecnológicos que têm permitido a redução desse efeito aleatório, o clima ainda pode ser qualificado como um fator decisivo para o agronegócio, pois influencia diretamente em todos os estágios da cadeia produtiva, incluindo a colheita, o armazenamento, o transporte e a comercialização. Entre os elementos climáticos que afetam o agronegócio, podemos citar quatro fundamentais: temperatura, precipitação, umidade e radiação solar. Estes elementos devem estar em absoluta consonância com a necessidade da atividade agropecuária a ser desenvolvida, sob risco de submeter a atividade às condições climáticas adversas, podendo causar excesso de água, falta de água, queimada e temperaturas inapropriadas, o que, conseqüentemente, causará a quebra da produção.

Já com relação ao risco físico decorrente do surgimento de eventuais pragas e doenças na agropecuária, podemos dizer que as principais causas seriam: estiagem, falta de adequação do solo e/ou região à atividade e falta de trato cultura adequado. Não obstante os apontamentos acima, na última década, os índices de quebra agrícola relacionado aos riscos físicos caíram, consideravelmente, em função de um projeto, do Ministério da Agricultura e Pecuária e Abastecimento em conjunto com a Empresa Brasileira de Pesquisas Agropecuárias, de mapeamento das regiões a fim de estabelecer medidas de prevenção à seca e ao excesso de chuva, e propor ao produtor a adoção de tecnologias adequadas à região.

Posteriormente, este projeto passou a se denominar Zoneamento Agrícola. Esse sistema de zoneamento correlaciona as características das variedades de produtos com a ocorrência de eventos climáticos e características do solo, gerando desta forma possibilidades ao produtor rural de reduzir riscos diante de fenômenos climáticos previsíveis com certa margem de probabilidade, bem como induzir o produtor rural a aumentar sua produtividade. Estas recomendações técnicas, geradas pelo sistema de zoneamento, constituem um valioso serviço ao público, gratuito e de fácil acesso, via internet, podendo por vezes contingenciar o risco na quebra de produção.

Ademais, os riscos físicos podem ser geridos ou mitigados através de (i) Manutenção e tratos culturais adequados; (ii) Monitoramento; e, (iii) Seguro agrícola. A manutenção e os

tratos culturais adequados, apesar de serem igualmente importantes aos outros fatores mitigantes, não requerem muitas explicações, pois dependerão diretamente de cada tipo de atividade e solo. Neste tópico, indispensável se faz a análise técnica e ambiental da área, a fim de se verificar a composição do solo e as características da região, da lavoura e/ou da atividade agropecuária ser desenvolvida.

O monitoramento, agrícola ou pecuário, surgiu como uma exigência dos bancos que financiavam as exportações, como instrumento de mitigação de riscos, e consiste em um serviço de acompanhamento periódico de lavouras agrícolas e/ou rebanhos, através do qual a empresa supervisora relata ao contratante ou a terceiros por esta indicada, o estado em que se encontram os bens monitorados, bem como sua capacidade produtiva estimada, se for o caso.

Diante disto, o contratante e/ou terceiro beneficiário poderá vislumbrar se os ativos monitorados estão recebendo os tratamentos culturais devidos, se estão evoluindo da forma esperada e se estão sendo colhidos/abatidos conforme acordado. Mediante as informações prestadas pela empresa supervisora, o contratante ou terceiro beneficiário poderá tomar as medidas necessárias para retificar eventual falha na produção e/ou exigir medidas necessárias para a adequação do procedimento. Atualmente, o serviço de monitoramento se tornou indispensável para qualquer operação do agronegócio que envolva concessão de créditos.

O seguro rural, projetado para garantir proteção aos produtores rurais e/ou de terceiros em face, principalmente, das adversidades climáticas e pragas que colocam em risco a produção, considerado por muitos ainda incipiente, é um instrumento de extrema ascensão no cenário nacional. O seguro rural é gênero de espécie seguro agrícola, cuja cobertura assegura, basicamente, a lavoura, desde sua emergência até a colheita, contra a maioria dos riscos de origem externa, tais como, incêndio e raio, tromba de água, ventos fortes, granizo, geada, chuvas excessivas, seca e variação excessiva de temperatura, e, também, gênero da espécie seguro pecuário, cuja cobertura assegura o beneficiário contra a morte de animal destinado, exclusivamente, ao consumo, produção, cria, recria, engorda ou trabalho por tração.

Apesar de parecer recente, o seguro da atividade agropecuária já fora objeto de diversos diplomas legais no passado – Decreto Lei n. 926 de 1938, Lei n. 4.504 de 1964, Decreto n. 55.891 de 1965, Decreto n. 58.197 de 1966, Decreto n. 59.428 de 1966, entre outros. A própria Constituição Federal, de igual sorte, consagrou o seguro agrícola em seu artigo 187, inciso V. Vejamos:

“Art. 187: A política agrícola será planejada e executada na forma da lei, com a participação efetiva do setor de produção, envolvendo produtores e trabalhadores

rurais, bem como dos setores de comercialização, de armazenamento e de transportes, levando em conta, especialmente: [...]
V - o seguro agrícola; [...]”.

No entanto, foi na última década que o seguro rural se tornou uma alternativa viável e acessível aos produtores.

O Governo Federal, através da Lei n. 10.823, de 29 de dezembro de 2003, posteriormente regulada pelo Decreto n. 5.121, de 29 de junho de 2004, trouxe à baila a possibilidade do Estado subsidiar o seguro agrícola de determinados produtores, desde que atendidos os requisitos legais preestabelecidos. Diante disto, a acessibilidade ao seguro aumentou drasticamente. Em comparação com anos anteriores, a evolução foi grande: do total de contribuição da União, foram usados R\$ 31 milhões em 2006 e R\$ 61 milhões em 2007.

A despeito deste cenário positivo, muitos alegam que o seguro rural é um segmento incipiente, com coberturas inócuas e de alto custo, que ainda cresce de forma reduzida, tendo em vista a pouca oferta de produtos específicos e a falta de cultura de seguros por parte dos produtores rurais. Contudo, atualmente, os produtores rurais estão cada dia mais cientes da importância da segurança quando se trabalha em uma atividade tão sensível aos fatores físicos (clima, pragas e doenças) como a agropecuária. Quanto a pouca oferta de apólices, nesse momento pós-abertura do mercado de resseguros, a tendência é aparecer novos seguradores e resseguradores que oferecerão novas oportunidades no mercado. Diante disto, o seguro rural e o monitoramento, aliado ao trato cultural adequado, ao proteger a atividade agropecuária face eventuais perdas resultantes dos efeitos adversos da natureza, são os principais instrumentos mitigadores de riscos físicos do agronegócio.

Os riscos de mercado decorrem da possibilidade de acontecer perdas mediante movimentos desfavoráveis no mercado. Basicamente, é o risco decorrente das variações de preços das commodities agropecuárias na formação final dos preços dos produtos. A variação de preço das commodities agropecuárias pode gerar um impacto substancial ao agente do agronegócio que decide produzir, comprar e/ou vender determinado produto agropecuário em um momento diferente da realização financeira da respectiva operação. Ou seja, o agente do agronegócio que compra determinado produto agropecuário ao preço atual, para recebê-lo em um momento futuro, estará sujeito ao risco de, no momento da entrega física, o produto estar valendo menos, comprometendo a rentabilidade de sua atividade.

Em resumo, o preço de venda do produto no momento de sua respectiva comercialização depende de fatores que muitas vezes fogem do controle do agente do agronegócio, como por exemplo, o momento econômico do país, taxa de juros, câmbio, etc.

As *commodities* agrícolas, historicamente, por serem produtos de extrema volatilidade, conforme se depreende das tabelas abaixo, tornam o agronegócio uma atividade de grande risco de mercado. Diante deste cenário de alta volatilidade de preços, apontamos dois mecanismos para mitigar os riscos de mercado que envolvem o agronegócio, quais sejam, os contratos a termo e os derivativos agrícolas através da operação de mercado de futuro.

O contrato a termo, instrumento utilizado desde os primórdios da atividade agropecuária, é um instrumento particular de compra e venda, através do qual o comprador e o vendedor firmam um acordo para entrega do produto em uma data futura, determinando o preço, podendo o pagamento ser realizado no início ou no vencimento do contrato. Assim, independentemente do valor do Produto no momento da entrega física, as Partes não suportarão os efeitos do mercado, visto que o preço foi determinado inicialmente no contrato. Apesar de ser um excelente instrumento mitigador do risco de mercado, simples e pouco custoso, o contrato a termo aumenta o risco comercial, a respeito do qual discorreremos no tópico a seguir, da operação, pois se o preço do produto subir muito além do preço contratado, há possibilidade do vendedor não entregar o produto para o comprador, haja vista a possibilidade de vender no mercado por um preço muito mais atraente.

Na mesma linha, caso o preço do produto caia significativamente, o comprador poderá não honrar o contrato, preferindo comprar a mercado a um valor inferior. Tal cenário ficou explicitamente comprovado em 1997 quando da publicação da Lei Kandir, através da qual as operações de exportação ficaram isentas de ICMS. Neste momento, o preço da soja no mercado interno subiu assustadoramente, causando a quebra de grande parte dos contratos, visto que os produtores poderiam revender seus produtos a um preço significativamente superior, impondo fortes prejuízos aos compradores originais.

Nas palavras de Paulo Furquim de Azevedo,¹⁶⁸ a inadimplência não afeta apenas os compradores, pois no momento da aquisição do produto o produtor rural aplica um deságio no preço de mercado do respectivo produto uma vez que há uma expectativa de que parte dos contratos não sejam honrados. Ou seja, o agricultor que deseja vender sua soja antecipadamente recebe preços mais baixos, por conta do risco de uma eventual quebra de contrato. Em síntese, a desonestidade de alguns onera os demais. Ademais, o contrato a termo pode criar um risco jurídico, sobre o qual também versaremos mais à frente, caso o mesmo não seja elaborado de forma criteriosa e de acordo com os dispositivos legais. Assim, o

¹⁶⁸ AZEVEDO, Paulo Furquim. Comercialização de produtos agroindustriais In: BATALHA, Mario Otávio (coord.). *Gestão agroindustrial*. São Paulo: Atlas, 2008. p. 64.

contrato a termo pode ser utilizado com a finalidade de diminuir os riscos de mercado, mas com atenção especial aos riscos de crédito e jurídicos.

No mercado de futuros agrícolas se realizam as operações conhecidas como *hedge*, negociado em Bolsa de Valores, é o instrumento que foi criado para proteger a sociedade contra os riscos de mercados gerados pela variação de preço de determinados produtos de origem agropecuária e certos ativos financeiros. O mercado de futuros nada mais é do que o elo entre a oferta e a procura, através do qual as pessoas podem fixar o preço de compra e de venda de produtos agropecuários antes da realização física do negócio, a fim de não correr os riscos de mercado. O *hedge* serve basicamente para “travar” o preço atual do produto, a fim de se proteger contra variações futuras.

O risco de crédito, também conhecido como risco de inadimplência ou *default*, ocorre quando pessoas individuais ou empresas falham em honrar o compromisso assumido de cumprir determinada obrigação. Existe uma fronteira pequena entre o risco de mercado e o risco de crédito, uma vez que o risco de mercado poderá influenciar as decisões dos agentes do agronegócio. Diversos podem ser os fatores causadores da inadimplência, dentre eles o descontrole financeiro, alto dos juros e da inflação, oscilação de preços, câmbio, quebras de safra, etc. A taxa de inadimplência pode flutuar, por exemplo, devido a desvalorização do câmbio e aumento da oferta de crédito.

O risco de crédito é fator preponderante no momento da concessão do crédito, bem como na apuração da taxa de juros e prazos do crédito. Os financiadores, investidores e bancos analisam atentamente o risco de crédito de determinado agente do agronegócio antes de conceder o crédito e para determinar o prazo e taxa de juros aplicáveis. Em alguns casos, os investidores e/ou financiadores exigem uma análise de rating do agente, que consiste em uma opinião sobre a capacidade do agente de saldar seus compromissos financeiros.

A avaliação é feita por empresas especializadas, as agências de classificação de risco, que emitem notas que apontam para o maior ou menor risco de ocorrência de um *default*. Para publicar uma nota de risco de crédito, os especialistas dessas agências avaliam além da situação financeira de um país, as condições do mercado mundial e a opinião de especialistas da iniciativa privada, fontes oficiais e acadêmicas. Os riscos de créditos podem ser mitigados através de: i) Seguro garantia; ii) Monitoramento agrícola e/ou industrial; iii) Análise de riscos; e iv) Garantias.

O Seguro Garantia, criado inicialmente pelo Decreto Lei n. 200/67, é um instrumento que garante ao credor que o devedor cumprirá suas obrigações nos exatos termos do contrato

firmado entre ambos, até o limite da importância assegurada. Ou seja, o seguro garantia visa garantir o cumprimento de uma obrigação contratual. Uma das vantagens do seguro garantia, além de garantir a performance do contrato, é facilitar a antecipação dos recebíveis contratuais, gerando assim um limite de crédito disponível para a empresa utilizar como capital de giro em outras atividades de interesse. No entanto, um dos principais entraves do seguro garantia é o alto prêmio do seguro.

O monitoramento, conforme já mencionado anteriormente, consiste em um serviço de acompanhamento periódico de determinados bens, através do qual a empresa supervisora relata ao contratante, ou a terceiros por esta indicada, o estado em que se encontram os bens monitorados. Dentre as espécies de monitoramento, vislumbra-se o monitoramento industrial, através do qual a empresa supervisora analisa todas as etapas de produção de determinada indústria com a finalidade de averiguar o volume, qualidade e empenho da produção.

Outra espécie de monitoramento é o agrícola, através do qual, conforme já versado, a empresa supervisora relata o estado das lavouras e/ou rebanho e sua respectiva capacidade produtiva se for o caso. Neste tópico, os monitoramentos industrial e agrícola são utilizados por contratantes e/ou terceiros interessados a fim de atestar, periodicamente, se determinado produto está sendo produzido nos termos avençados entre as partes. Em caso negativo, a parte prejudicada poderá se antecipar e tomar as medidas necessárias para exigir o cumprimento do acordo ou rescindir/cancelar o avençado antecipadamente, tendo em vista que a obrigação acordada não será satisfeita no momento devido.

A análise de riscos, outro elemento mitigador do risco de crédito, atualmente inerente ao mundo dos negócios, visa identificar as ameaças de riscos mais prováveis de ocorrência no negócio a fim de eliminá-los, minimizá-los ou assumi-los. Em outras palavras, a análise de risco consiste no estudo detalhado do negócio, durante sua fase de desenvolvimento, com a finalidade de se determinarem possíveis riscos que poderão atingir o negócio.

A partir da descrição dos riscos do negócio são identificadas as causas e as consequências dos mesmos, o que permitirá a busca e elaboração de medidas negociais visando eliminar os riscos ou assumi-los de forma consciente. Por fim, as garantias reais ou pessoais, mitigadoras de riscos de crédito mais utilizados no agronegócio, são indispensáveis aos negócios atuais. Dentre as principais garantias utilizadas no agronegócio, listamos: penhor rural e mercantil, hipoteca, alienação fiduciária, fiança, aval e seguro garantia.

O penhor rural, dividido em agrícola e pecuário, previsto no Código Civil pelo artigo 1.438 e seguintes, é direito real de garantia através do qual o devedor entrega a coisa objeto da

garantia ao credor com a finalidade de garantir o cumprimento de uma obrigação avençada. O penhor agrícola recai sobre culturas pendentes ou em via de formação e o penhor pecuário recai sobre animais, semoventes. Já o penhor mercantil, regido no Código Civil pelo artigo 1.447 e seguintes, recai sobre coisas móveis do comércio. Especificamente, o penhor agrícola, difere-se do penhor comum tendo em vista que sua instituição independe da tradição da coisa, podendo abranger culturas futuras ou pendentes de formação, as quais permanecem em poder do proprietário.

A hipoteca, também direito real de garantia, disposta no Código Civil pelo artigo 1.473 e seguintes, é um instrumento pelo qual o devedor transfere ao credor direitos sobre determinado imóvel ou bens equiparados para garantir o cumprimento de determinada obrigação. A hipoteca pode ser classificada como legal, cuja origem advém de uma imposição legal, judicial, quando resulta de uma decisão judicial, e voluntária, derivada da vontade das partes. A hipoteca mais utilizada no agronegócio é a voluntária, pela qual as partes convencionam a obrigação de constituição de referido ônus. Atualmente, a hipoteca tem perdido espaço para a alienação fiduciária, garantia de direito de real, regida pelo Código Civil em seus artigos 1.361 e seguintes, bem como pela Lei n. 4.728/65 e Lei n. 9.514/97, através da qual há a transferência da propriedade resolúvel de um bem móvel ou imóvel do devedor ao credor para garantir o cumprimento de uma obrigação. Em regra, o devedor fica com a posse direta do bem, na qualidade de depositário.

A vantagem da alienação fiduciária em face da hipoteca fica evidente porque, em caso de inadimplemento, o credor pode consolidar a propriedade em seu nome, não existindo preferências ao crédito trabalhista ou tributário, uma vez que o bem já não é mais de propriedade do devedor. Ademais, a coisa objeto da alienação fiduciária não está sujeita aos efeitos da falência e recuperação judicial, pois no momento da insolvência do devedor a coisa não integrará a massa falida e sim se incorporará ao patrimônio do credor. A lei de falências foi expressa neste sentido, vejamos:

“Art. 49. [...] § 3º Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel cujos respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.[...]”.

A fiança, prevista no Código Civil em seus artigos 818 a 839, é a garantia através da qual uma pessoa de forma escrita se responsabiliza, perante o credor, pelo cumprimento de determinada obrigação assumida por uma outra pessoa. A fiança tem natureza unilateral, ou seja, o fiador se obriga perante o credor, mas em contrapartida o credor não assume nenhuma obrigação em face do fiador. A princípio, a fiança é um instituto gratuito, pois o fiador, ao se obrigar perante o credor, o faz confiando na lealdade e honestidade do afiançado no cumprimento de suas obrigações, sem exigir nada em troca. Porém, nada impede que exista uma remuneração. Atualmente, existem empresas especializadas em prestar fiança mediante remuneração. É o que ocorre com a chamada fiança bancária, pela qual os bancos assinam termos de responsabilidade em favor de seus clientes em troca de uma porcentagem sobre o montante afiançado.

O aval, disciplinado pelos artigos 897 e seguintes do Código Civil, é uma garantia de pagamento de título de crédito dada por um terceiro. Não se deve confundir aval com fiança, pois o aval é obrigação subsidiária, o fiador responde apenas quando o afiançado não o faz, mas pelo aval o avalista torna-se codevedor, em obrigação solidária, e o pagamento da obrigação pode ser imputado diretamente a ele, sem que o seja, anteriormente, contra o avalizado. Outra diferença é que a fiança é contratual e exige a participação do cônjuge, enquanto o aval é oferecido diretamente no título de crédito e não depende da participação do cônjuge.

Os riscos jurídicos do agronegócio se resumem a fatores formais, ou seja, a falta de formalização adequada dos negócios. Em que pese, atualmente, valer a intenção das partes, indispensável se faz a devida formalização dos negócios inseridos no agronegócio tendo em vista o número incontável de detalhes e variáveis inseridas neste meio. Nosso ordenamento jurídico contempla o negócio verbal não exigindo a forma escrita para todos os contratos. Para existência e validade de um contrato são necessários apenas os seguintes elementos: capacidade das partes, idoneidade do objeto, legitimação para realizá-lo e mútuo consentimento.

Não obstante a validação dos negócios verbais e ainda comum em alguns ambientes de atividade agrícola, a forma escrita deve prevalecer sobre a forma oral e nos instrumentos comuns ao agronegócio, conforme a lei é formal a sua constituição. Ademais, os negócios podem conter vícios que podem gerar a nulidade do próprio negócio. São considerados negócios anuláveis os praticados por relativamente incapazes, ou que possuam vícios redibitórios nos termos do artigo 441 do Código Civil, entendidos como os defeitos ocultos

que tornem imprestável a coisa ou lhe diminuam o valor, e vícios do consentimento como erro, dolo, coação, estado de perigo e/ou fraude contra credores, conforme disposto no artigo 171 do Código Civil. Assim, considerando o alto risco de não se formalizar o negócio de forma adequada, os riscos jurídicos do agronegócio podem ser mitigados através de respaldo técnico nas questões jurídicas necessárias.

Uma das principais dificuldades da atividade financeira é a identificação do risco de inadimplência associado aos tomadores de recursos. Contratos de dívida podem não ser honrados, seja porque os tomadores foram afetados por razões inesperadas, seja porque investiram em atividades arriscadas ou utilizaram mal os recursos recebidos. Os bancos possuem informações parciais sobre as características dos tomadores de empréstimos e são capazes de distinguir apenas imperfeitamente os bons dos maus pagadores. Por isso, as taxas de juros cobradas incluem um valor adicional, denominado prêmio de risco, que procura considerar as chances de determinado grupo de tomadores não honrar suas dívidas.

Tipicamente, a taxa de juros cobrada para um empréstimo depende das oportunidades de investimento disponíveis ao investidor e do risco de que o devedor honre sua dívida no prazo pactuado. Quanto menor o risco de não pagamento dos créditos inferido, menor o prêmio cobrado na taxa de juros, ainda, as garantias críveis e de rápida execução em caso de inadimplência diminuem o prêmio de risco. A inadimplência é motivada tanto pela incapacidade de pagamento, resultante do insucesso da operação e de movimentos desfavoráveis na economia, quanto, em alguns casos, pela falta de disposição do devedor em pagar – risco moral. Nesses casos, o oportunismo do devedor advém parcialmente de elementos dados pelo sistema jurídico brasileiro ao não pagamento – ordenamento jurídico e Poder Judiciário.

Entende-se como *risco jurisdicional* a possibilidade de que decisões alterem os pactos iniciais e o equilíbrio econômico-financeiro dos contratos e títulos do agronegócio com a consequente quebra da proteção dos sistemas agroindustriais. Se traduz como uma incerteza difusa da decidibilidade e que se manifesta uma ordem natural de mercado na relação entre tomadores e credores. Como contrapartida a essas preferências, os intermediários financeiros privilegiarão as operações ativas de curto prazo, de maior liquidez, ou o simples aumento da taxa de juros. Vamos destacar concretamente esse tema no posicionamento jurisprudencial e segurança do crédito de casos envolvendo títulos do sistema privado de financiamento do agronegócio.

3.4. SEGREGAÇÃO DE ATIVOS E NÚCLEO PATRIMONIAL AUTÔNOMO

A cessão de créditos para efeitos de securitização é ainda sujeita a dois princípios fundamentais, como seja a exigibilidade limitada dos créditos incorporados nos títulos objeto de emissão e a segregação do conjunto dos créditos. Assim, em regra geral e conforme certas hipóteses que iremos estudar aqui, os portadores do título não podem executar o patrimônio integral da entidade emitente, mas apenas o fluxo financeiro correspondente aos créditos objeto de securitização (*limited recourse*). Por outro lado, os credores da entidade emitente não têm possibilidade de agredir o patrimônio segregado, constituído pelo conjunto de créditos objeto de securitização, a menos que sejam portadores de um título, operando-se assim um fenómeno de separação de patrimônios.

A despeito das transformações profundas e radicais na economia e no direito privado, as principais teorias sobre o patrimônio não foram objeto da devida análise na experiência brasileira contemporânea. E ao enfrentar agora a segregação patrimonial, tema atualíssimo que permite a interpretação funcional e dinâmica de núcleos patrimoniais autônomos, para a promoção de finalidades econômicas e sociais tuteladas pelo ordenamento. O conceito e a disciplina do patrimônio devem ser compatíveis com a função que exerce no ordenamento, como centro autônomo de imputação objetiva. Segregação patrimonial para finalidades merecedoras de tutela, como mecanismo legítimo de expansão da potencialidade da autonomia privada e do sistema de crédito.

Patrimônio como centro autônomo de imputação objetiva. Patrimônio constitui objeto de garantia dos credores. Exame da existência de direito subjetivo de propriedade sobre o patrimônio. Cuida-se de saber se o patrimônio pode ser objeto autônomo de relação jurídica, ou seja, se o patrimônio em si considerado pode ser objeto de direito. Consoante já se destacou o instituto da universalidade deve ser concebido de forma unitária, como objeto de direito em si mesmo, independente de seus elementos integrantes.

Somente a partir deste entendimento se mostra possível explicar a ocorrência de fenômenos típicos da consideração *sub specie universitatis*, bem como a existência de expedientes protetivos para aqueles que possuem direitos sobre uma universalidade, como a ação pauliana e a proteção à legítima. Embora a universalidade de direito constitua objeto autônomo em relação a seus componentes, deles precisa para existir na qualidade de universalidade, por integrar o campo das noções quantitativas, que não subsistem na ausência

de qualquer conteúdo. No ordenamento brasileiro, o patrimônio constitui universalidade de direito, consoante determinação expressa do Código Civil de 1916 e por força do art. 91 da codificação de 2002. Dessa forma, o patrimônio constitui centro autônomo de imputação objetiva, podendo figurar, em si mesmo, como objeto de direito.

É ínsita à noção de universalidade a possibilidade de seus componentes figurarem como objeto de relações jurídicas diversas das que sobre a universalidade incidem e, com isso, virem, eventualmente, a se subtrair da influência destas últimas. As universalidades têm como característica principal a elasticidade de seu conteúdo, que pode se ampliar ou se reduzir sem que o objeto do direito se altere. Todavia, embora não haja modificação do objeto oriunda da mutação dos elementos da universalidade, a diminuição destes pode comprometer a efetividade dos direitos incidentes sobre esta.

O patrimônio, concebido como universalidade, constitui, em virtude de mandamento legal, a garantia assegurada aos credores do devedor para a satisfação de seus créditos no caso de inadimplemento. O devedor não perde autonomia negocial sobre as situações jurídicas subjetivas ativas integrantes de seu patrimônio vez que o traço peculiar das universalidades reside precisamente na aptidão de seus elementos para figurar como objeto de negócios jurídicos distintos dos que vinculam a universalidade e que, por vezes, venham a afastar tais elementos da influência das relações jurídicas que pendem sobre esta mesma universalidade.

O legislador, tendo conferido aos credores direito de garantia sobre a universalidade patrimonial do devedor, não descurou da elasticidade que lhe é inerente, isto é, do fato de que o patrimônio pode se expandir ou se comprimir sem que sua configuração unitária desapareça. Nesta direção, a fim de preservar o direito dos credores sobre a universalidade patrimonial, criou expedientes que assegurem a efetividade da garantia constituída, tais como a ação pauliana, também designada revocatória, assegurada nas hipóteses em que o devedor realiza negócio jurídico em fraude contra credores.

Verifica-se, assim, que o devedor, apesar do direito geral de garantia que seus credores têm, por força de lei, sobre seu patrimônio, pode alienar, gravar, enfim, fazer o que quiser com os direitos que lhe pertencem, desde que respeitados os limites legais, fora dos quais se atraem institutos como a fraude contra credores. Em razão de o patrimônio traduzir universalidade de direito justifica-se, ainda, a proteção à legítima, consistente na porção de bens do falecido que cabe, de pleno direito e obrigatoriamente, aos herdeiros necessários. Cuida-se de direito que recai sobre universalidade, vez que, consoante o direito pátrio, é atinente à metade do patrimônio do *de cuius*. Observa-se que em mais de uma ocasião cuidou

o legislador de conferir proteção aos titulares de direitos sobre o patrimônio entendido como universalidade.

É de se admitir, assim, que o patrimônio, na qualidade de universalidade de direito, constitua objeto de direito autônomo em relação aos seus bens, podendo, por isso mesmo, ser centro objetivo de determinada situação jurídica subjetiva. Desta feita, o patrimônio, em si considerado, pode ser objeto de relação jurídica, de que é exemplo a que confere aos credores do devedor garantia sobre o patrimônio deste para os casos de inadimplemento. Nesta hipótese, o devedor não perde o direito de disposição sobre seus bens, observados os limites legais, e os credores, por titularizarem direito de garantia sobre o patrimônio do devedor, têm à sua disposição expedientes de proteção quanto à efetividade deste direito, como a ação pauliana.

Tal decorre, conforme já se observou, da peculiaridade dos direitos sobre universalidades, advinda precisamente da possibilidade de esvaziamento destes direitos, com a conseqüente perda de sua efetividade, na medida em que o devedor mantém o poder de disposição sobre os bens integrantes de sua universalidade. Portanto, no ordenamento brasileiro, constitui a universalidade patrimonial objeto de direito, isto é, centro autônomo de imputação objetiva.

No âmbito imobiliário, Écio Perin Júnior afirma que o patrimônio de afetação “consiste em separar cada incorporação do patrimônio comum do incorporador”.¹⁶⁹ O patrimônio afetado, precisamente por traduzir universalidade de direito, pode ser objeto, em si mesmo, de relação jurídica. Da mesma forma que o patrimônio geral, o patrimônio separado serve de garantia aos credores relacionados com a afetação, de sorte que constitui objeto do direito de garantia destes. O escopo que reclama a unificação precisa, para ser alcançado com a máxima efetividade, que o patrimônio destacado sirva de garantia somente aos credores que guardem relação de pertinência com a afetação. Por esta razão, o patrimônio segregado responde tão somente pelos débitos oriundos da promoção do fim, não já por dívidas estranhas ao escopo da separação.

O fato de o patrimônio especial garantir com exclusividade os credores relacionados constitui eficiente mecanismo jurídico para assegurar, em regra geral, sua realização, como consequência blindar o patrimônio separado das vicissitudes relativas ao patrimônio geral. Assim, o patrimônio autônomo responde tão somente pelas suas próprias dívidas, vale dizer,

¹⁶⁹ PERIN JUNIOR, Écio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 336.

pelos débitos oriundos da persecução do fim a que se destina, descreve Milena Donato.¹⁷⁰ Ainda, no excepcional trabalho sobre patrimônio separado em diferentes âmbitos, a mesma autora dispõe:

Saliente-se, por oportuno, que não é dado confundir limitação de responsabilidade com segregação patrimonial. As hipóteses de limitação de responsabilidade são previstas em lei para afastar certos bens integrantes do patrimônio do devedor da ação executiva dos credores, como no caso do bem da família, ou dos bens impenhoráveis previstos no Código de Processo Civil. O patrimônio afetado, por outro lado, surge como vistas à realização de determinado escopo, para cujo alcance serve de garantia somente aos credores pertinentes com a finalidade de sua unificação. A rigor, ou há regime patrimonial próprio, vinculado a determinado escopo, ou simplesmente limitação de responsabilidade. Com base no exposto, pode-se afirmar que as hipóteses de afetação patrimonial não representam exceção aos arts. 391 do Código Civil e 591 do Código de Processo Civil ao contrário do propugnado por parte da doutrina.¹⁷¹

Em resumo,

No ordenamento brasileiro, o patrimônio geral constitui universalidade de direito e objeto de garantia dos credores do devedor. Pode haver patrimônios separados, ao lado do patrimônio geral, destinados a um escopo específico, os quais igualmente formam universalidade de direito e, para o alcance de seu objetivo, servem de garantia exclusivamente aos créditos a ele relacionados. Tal não se confunde com as hipóteses de limitação de responsabilidade nas quais bens integrantes do patrimônio são suscetíveis, absoluta ou relativamente, de expropriação forçada para satisfação dos credores. Em virtude disto, é de se considerar que os patrimônios afetados não excepcionam os artigos. 391 e 591, do Código Civil e do Código de Processo Civil, respectivamente, vez que estes se referem à responsabilidade intrapatrimonial, não já às hipóteses de criação de patrimônios separados.¹⁷²

Portanto,

A titularidade não funciona, nos casos de patrimônio segregado, como expediente de atribuição de poderes ao titular do direito em benefício próprio. Em outros termos, se o patrimônio de afetação tem unificação no fim a que se destina, o qual pode servir a tutelar interesses outros que não os do titular do patrimônio afetado, perde relevância a base personalista, pois pouco importa o sujeito que titulariza tal patrimônio. A titularidade, repita-se ainda uma vez, traduz, nos casos de separação patrimonial, técnica destinada a possibilitar a realização do escopo unificador de tais patrimônios, não já expediente para atender aos interesses daquele que titulariza referidos núcleos patrimoniais autônomos. A destinação a que se refere determina os interesses que promove e, por conseguinte, a proteção que necessita.¹⁷³

A diversidade dos centros de interesse, observe-se, não advém da distinta subjetividade, mas das diferentes funções desempenhadas por cada patrimônio. Além de permitir a existência de relações jurídicas que vinculem patrimônios separados entre si ou

¹⁷⁰ OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio separado: herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009, p. 230.

¹⁷¹ *Ibid.*, p. 232 – 233 e 237.

¹⁷² *Ibid.*, p. 240.

¹⁷³ *Ibid.*, p. 257.

estes e o patrimônio geral, impede a existência de confusão quando crédito e débito, embora pertencentes ao mesmo sujeito, referem-se a distintos patrimônios e, por outro lado, torna possível a compensação entre crédito e débito pertinentes a diferentes patrimônios titularizados. Ainda, com a possibilidade de relação jurídica entre dois patrimônios pertencentes ao mesmo sujeito, há a possibilidade da ocorrência de compensação entre créditos e débitos recíprocos, cada qual atinente a patrimônio distinto. A compensação constitui forma extintiva de obrigações recíprocas, mediante a qual cada credor se paga retendo em seu poder a prestação que deve. As obrigações recíprocas extinguem-se até a concorrência da menor, se forem desiguais, de modo que esta se elimina por completo e o credor da maior só pode exigir o saldo remanescente.¹⁷⁴

De mais a mais, tendo em vista a possibilidade de relação jurídica entre dois patrimônios pertencentes ao mesmo sujeito, é de se admitir, ainda, a ocorrência de compensação entre créditos e débitos recíprocos, cada qual atinente a patrimônio distinto. Como é cediço, a compensação constitui forma extintiva de obrigações recíprocas, mediante a qual cada credor se paga retendo em seu poder a prestação que deve. As obrigações recíprocas extinguem-se até a concorrência da menor, se forem desiguais, de modo que esta se elimina por completo e o credor da maior só pode exigir o saldo remanescente.

Na direção de que só pode haver segregação patrimonial em virtude de lei, em razão das consequências que acarreta, tem-se na doutrina nacional, Melhim Namem Chalhub.¹⁷⁵ Somente a lei, de fato, pode estipular as principais consequências jurídicas oriundas da separação patrimonial, haja vista que, em especial, a universalidade patrimonial autônoma (i) constitui, em si mesma, centro autônomo de imputação objetiva composto por situações jurídicas subjetivas ativas unificadas idealmente; (ii) condiciona a conduta de seu titular, o qual deve agir com diligência para a persecução do escopo que a unifica, de modo que a titularidade se encontra funcionalmente vinculada ao fim do patrimônio segregado, o qual serve de parâmetro aferidor da validade dos atos praticados pelo titular relativamente às situações ativas integrantes da massa patrimonial destacada; (iii) impossibilita a destinação individual de situação ativa que a integra para finalidade diversa daquela que a unifica; (iv) serve de garantia somente aos credores relacionados ao fim que a unifica; e (v) torna possível a existência de relação jurídica entre os patrimônios titularizados por um mesmo sujeito, na medida em que da função desempenhada por cada um deles emergem distintos centros de

¹⁷⁴ OLIVA, Milena Donato. Op. cit., p. 267.

¹⁷⁵ CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009. p. 373.

interesses, a possibilitar a diversidade de situações jurídicas necessária à formação de relação jurídica.

O conceito de patrimônio é objeto de estudo de diversas teorias. Sob uma perspectiva subjetivista, o patrimônio está diretamente relacionado à pessoa titular de direitos e obrigações, fato caracterizador de sua unicidade. Entretanto, em termos objetivos, o patrimônio seria um conjunto de bens inter-relacionados, porque estão atrelados a um mesmo fim econômico determinado. O patrimônio reflete a situação econômica de seu respectivo titular e, mesmo em constante transformação, representa o quadro real de ativos e passivos da companhia. O capital social se refere a montante fixado no estatuto, representativo do valor de subscrição total de ações da companhia por todos os seus acionistas. Patrimônio e capital social não se confundem, já que, em termos instrumentais, o capital social está relacionado à delimitação dos direitos patrimoniais dos acionistas perante a companhia, sem necessariamente refletir sua situação financeira; o patrimônio, por sua vez, representa, em geral, as garantias que podem ser oferecidas pela companhia a seus credores.

O artigo 591 do Código de Processo Civil Brasileiro prevê a regra geral de afetação do patrimônio ao cumprimento de obrigações: “o devedor responde, para o cumprimento de suas obrigações, com todos os seus bens presentes e futuros, salvo as restrições estabelecidas em lei”. Apesar de atribuir responsabilidade que atinge todos os bens do patrimônio de forma uniforme, o Código de Processo Civil permite, ainda, que restrições sejam estabelecidas em lei para afetação do patrimônio. Referidas exceções permitem que parcelas ativas do patrimônio – bens e direitos –, a princípio compreendido como uma universalidade de direitos, sejam vinculadas a destinações passivas específicas, criando preferências entre credores, porém sem se afastar do cumprimento de sua função garantidora. Sobre isso, Eli Loria entende que:

“A responsabilidade [patrimonial] será ilimitada se o credor tiver como garantia todos os bens componentes do patrimônio do devedor. Será, por outro lado, limitada se a garantia do credor for composta por bens específicos do patrimônio do devedor. Nesse ponto é curioso ressaltar que a garantia dos credores do empreendimento específico enviado pelo patrimônio de afetação é baseada nos bens específicos que são destinados”.¹⁷⁶

Assim, a destinação de determinados bens para satisfação de obrigações específicas, independentemente da forma prevista em lei, atribui-lhes regras, também específicas, que

¹⁷⁶ LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. Dissertação de Mestrado para o Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2009. p. 107.

impedem sua comunicação com o patrimônio geral do respectivo sujeito e impõem padrões de conduta para sua administração. Os bens que compõem o patrimônio – afetado, separado ou especial, a depender da nomenclatura utilizada pelo diploma legal – e os respectivos credores vinculados são definidos pelo respectivo dispositivo legal que autoriza sua criação, conforme os exemplos abaixo:

a) Prevê a Lei n. 10.214, de 27 de março de 2001, conforme alterada, que trata da atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do sistema de pagamentos brasileiro, que:

“Artigo 5º: Sem prejuízo do disposto no § 3º do artigo anterior, as câmaras e os prestadores de serviços de compensação e de liquidação responsáveis por um ou mais ambientes sistemicamente importantes deverão, obedecida a regulamentação baixada pelo Banco Central do Brasil, separar patrimônio especial, formado por bens e direitos necessários a garantir exclusivamente o cumprimento das obrigações existentes em cada um dos sistemas que estiverem operando”.

“Parágrafo 1º: Os bens e direitos integrantes do patrimônio especial de que trata o *caput*, bem como seus frutos e rendimentos, não se comunicarão com o patrimônio geral ou outros patrimônios especiais da mesma câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação, e não poderão ser utilizados para realizar ou garantir o cumprimento de qualquer obrigação assumida pela câmara ou prestador de serviços de compensação e de liquidação em sistema estranho àquele ao qual se vinculam”.

b) Prevê a Lei n. 4.591, de 16 de dezembro de 1964, conforme alterada, que dispõe sobre o condomínio em edificações e as incorporações imobiliárias, que:

“Artigo 31-A: A critério do incorporador, a incorporação poderá ser submetida ao regime da afetação, pelo qual o terreno e as acessões objeto de incorporação imobiliária, bem como os demais bens e direitos a ela vinculados, manter-se-ão apartados do patrimônio do incorporador e constituirão patrimônio de afetação, destinado à consecução da incorporação correspondente e à entrega das unidades imobiliárias aos respectivos adquirentes.

“Parágrafo 1º: O patrimônio de afetação não se comunica com os demais bens, direitos e obrigações do patrimônio geral do incorporador ou de outros patrimônios de afetação por ele constituídos e só responde por dívidas e obrigações vinculadas à incorporação respectiva.”

“Parágrafo 2º: O incorporador responde pelos prejuízos que causar ao patrimônio de afetação.”

c) Prevê a Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997, conforme alterada, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa móvel e dá outras providências, que:

“Artigo 9º: A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo Banco Central do Brasil e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.”

“Artigo 11: Os créditos objeto do regime fiduciário:

I - constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora;

II - manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados;

III - destinam-se exclusivamente à liquidação dos títulos a que estiverem afetados, bem como ao pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais;

IV - estão isentos de qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora;

V - não são passíveis de constituição de garantias ou de excussão por quaisquer dos credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam;

VI - só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados.”

“Parágrafo 1º: No Termo de Securitização de Créditos, poderá ser conferido aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora.”

“Parágrafo 2º: Uma vez assegurado o direito de que trata o parágrafo anterior, a companhia securitizadora, sempre que se verificar insuficiência do patrimônio separado, promoverá a respectiva recomposição, mediante aditivo ao Termo de Securitização de Créditos, nele incluindo outros créditos imobiliários, com observância dos requisitos previstos nesta seção.”

“Parágrafo 3º: A realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros.”

Constituído o regime fiduciário e, por extensão, o respectivo patrimônio separado, é ele – patrimônio separado –, e não a totalidade dos bens e direitos da securitizadora, ou os demais patrimônios separados, que responderá pela satisfação dos valores devidos no âmbito da remuneração dos CRAs, exceto se diversamente previsto no respectivo termo de securitização. Essa conclusão parte da Lei n. 9.514/97, aplicável, por disposição legal, aos CRAs, regidos pela Lei n. 11.076/04, conforme artigos a seguir transcritos:

“Art. 9º A companhia securitizadora poderá instituir regime fiduciário sobre créditos imobiliários, a fim de lastrear a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários, sendo agente fiduciário uma instituição financeira ou companhia autorizada para esse fim pelo BACEN e beneficiários os adquirentes dos títulos lastreados nos recebíveis objeto desse regime.

(...)

Artigo 11. (...).

Parágrafo 1º No Termo de Securitização de Créditos, poderá ser conferido aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar

insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora.

Parágrafo 2º Uma vez assegurado o direito de que trata o parágrafo anterior, a companhia securitizadora, sempre que se verificar insuficiência do patrimônio separado, promoverá a respectiva recomposição, mediante aditivo ao Termo de Securitização de Créditos, nele incluindo outros créditos imobiliários, com observância dos requisitos previstos nesta seção.

Parágrafo 3º A realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros.

Artigo 12. Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras.

Parágrafo único. A totalidade do patrimônio da companhia securitizadora responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado.

Art. 14. A insuficiência dos bens do patrimônio separado não dará causa à declaração de sua quebra, cabendo, nessa hipótese, ao agente fiduciário convocar assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado.

Art. 15. No caso de insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário assumirá imediatamente a custódia e administração dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado e convocará a assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração, observados os requisitos estabelecidos no parágrafo 2º do artigo 14.

Parágrafo único. A insolvência da companhia securitizadora não afetará os patrimônios separados que tenha constituído.”

Incide, portanto, o princípio da taxatividade ou *numerus clausus* às hipóteses de patrimônios separados. O legislador avalia a necessidade de constituição de universalidade de direito para a realização da finalidade merecedora de tutela. A fonte legal se justifica em razão das consequências jurídicas advindas da criação de uma massa patrimonial autônoma. Com efeito, as repercussões do patrimônio especial em relação aos interesses de seu titular, de seus credores e mesmo de terceiros são de extrema relevância jurídica, a demandar, inequivocamente, a intervenção do legislador.

Os direitos creditórios do agronegócio, cedidos à sociedade securitizadora que emitiu os títulos neles lastreados, podem constituir patrimônio segregado se assim optar aludida sociedade, a qual deve instituir, para tanto, o regime fiduciário previsto em lei. Trata-se de prerrogativa legalmente concedida pela Lei n. 9.514, de 20 de novembro de 1997. Nos termos do art. 10, o “regime fiduciário será instituído mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no contexto do Termo de Securitização de Créditos”.

Dispõe expressamente o inciso I do art. 11 da Lei n. 9.514/1997 que os créditos objeto do regime fiduciário “constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora”. O art. 11 esclarece a finalidade da afetação patrimonial dos

créditos imobiliários, qual seja, "a liquidação dos títulos a que estiverem afetados", bem como o "pagamento dos respectivos custos de administração e de obrigações fiscais". Os créditos integrantes do patrimônio especial são insuscetíveis de sofrer, a teor do mesmo preceito, "qualquer ação ou execução pelos credores da companhia securitizadora", como decorrência necessária da segregação patrimonial. Ainda em virtude da separação patrimonial, "a insolvência da companhia securitizadora não afetará os patrimônios separados que tenha constituído" (art. 15, parágrafo único). Desta feita, a principal vantagem da afetação patrimonial constitui precisamente a blindagem promovida aos créditos imobiliários, que lastreiam os títulos postos em circulação, de percalços financeiros que porventura venham atingir a companhia securitizadora.

Trata-se de hipótese de separação patrimonial perfeita, podendo, todavia, consoante o disposto no § 1º do art. 11 da Lei n. 9.514/1997, ser conferido, no Termo de Securitização de Créditos, "aos beneficiários e demais credores do patrimônio separado, se este se tornar insuficiente, o direito de haverem seus créditos contra o patrimônio da companhia securitizadora". Caso assim não se convencie, "a realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros" (§ 3º, art. 11). Assim, Melhim Namem Chalhub afirma que,

“separado dos patrimônios da companhia securitizadora (fiduciante) e dos investidores (fiduciários), esse patrimônio autônomo mantém os direitos creditórios que constituem o lastro dos títulos afastados dos riscos patrimoniais da companhia. Com essa fidúcia, transmite-se ao mercado somente os riscos da carteira dita securitizada. Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, mantendo registros contábeis independentes em relação a cada um deles e divulgar as demonstrações financeiras correspondentes, ficando claro que o patrimônio dela, securitizadora, responde pelos prejuízos que causa.”¹⁷⁷

A companhia securitizadora responde com seu patrimônio geral, "por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado" (art. 12, parágrafo único). Note-se que tais ilícitos alcançam o patrimônio geral da companhia securitizadora justamente por se referirem à sua conduta desidiosa, em contrariedade à lei ou à finalidade da afetação, de modo que a reparação do escopo do patrimônio afetado, não podendo, por conseguinte, com base neste a ser satisfeito.

¹⁷⁷ CHALHUB, Melhim Namem. A fidúcia no sistema de garantias reais do direito brasileiro, cit., p. 135.

Conforme já analisado, a segregação patrimonial é o ponto crítico das operações de securitização no Brasil. Por esse motivo, a legislação brasileira a respeito de securitização imobiliária preocupou-se em tratar dessa segregação em duas esferas: tanto no âmbito da incorporadora, anteriormente à estruturação da securitização, como na companhia securitizadora, após cedidos os créditos. Assim, no final de 2001 foi introduzido no ordenamento jurídico brasileiro mais um instrumento para a segregação de patrimônio para as securitizações de base imobiliária. A Medida Provisória n. 2.221, de 4 de setembro de 2001, posteriormente convertida na Lei n. 10.931/2004, criou a figura do patrimônio de afetação nas incorporações imobiliárias. Já na esfera do veículo de securitização, a Lei n. 9.514/97 prevê a possibilidade de instituição de regime fiduciário sobre os créditos afetados a uma emissão, de modo a segregá-los completamente do restante do patrimônio da companhia securitizadora.

Dentre as obrigações do incorporador, destacam-se: promover os atos necessários à boa administração da incorporação; manter separados de seu patrimônio, em conta específica, os bens e direitos objeto de cada incorporação; e entregar à comissão de representantes, trimestralmente, demonstrativos do estado da obra, suas perspectivas, e balancete financeiro do patrimônio de afetação. No caso de falência do incorporador, esta não atingirá o patrimônio de afetação, nem mesmo constituirá crédito para a massa falida. Havendo financiamento da construção, os adquirentes serão sub-rogados nos direitos e obrigações contratuais do falido. No prazo de sessenta dias da decretação de falência do incorporador, deverá ser convocada a comissão de representantes, ou, na falta dela, um sexto dos titulares das frações ideais, para deliberar sobre os termos da construção da obra e destinação do patrimônio de afetação.

A lei diz ainda que o patrimônio segregado não pode ser dado em garantia, nem pode ser exigido por credores da companhia securitizadora, por mais privilegiados que sejam. Cabe à companhia administrar cada patrimônio separado que venha a instituir, mantendo seus registros contábeis e publicando suas demonstrações financeiras de forma totalmente independente. Há ainda a necessidade de nomeação de um agente fiduciário, com poderes amplos de representação, incumbindo-lhe, em linhas gerais, zelar pelo patrimônio submetido ao regime fiduciário e pelos interesses de seus beneficiários. Note-se que se aplicam a esse agente as mesmas regras impostas aos agentes fiduciários de emissões de debêntures, a que se refere a Lei n. 6.404/76 das Sociedades por Ações.

Ressalte-se que a insuficiência de bens do patrimônio separado não deverá submetê-lo a regimes falimentares, mas caberá ao agente fiduciário reunir os beneficiários em assembleia

para deliberar sobre sua administração ou liquidação. Já no caso de insolvência da companhia securitizadora, o patrimônio separado não será afetado e o agente fiduciário assumirá imediatamente sua custódia e administração, devendo também convocar assembleia de beneficiários para decidir sobre sua administração. A exemplo do que ocorre com os fundos imobiliários, a lei criou um regime especial para operações de securitização, protegendo expressamente o patrimônio segregado para a securitização de eventuais demandas contra o originador ou mesmo contra a SPE.

Importância aqui deve ser destacada quanto a qualidade dos créditos cedidos tendo em vista que seu patrimônio geral não responde pela solvabilidade dos títulos emitidos pela SPE. Todavia, a cessão de créditos quando se encontra em curso processo de execução forçada ou falência do originador pode ser anulada, conforme se verá mais detalhadamente. A formalização da segregação do ativo e seus efeitos quanto ao originador e terceiros são os aspectos mais controvertidos na securitização. Geralmente ela se dá através de cessão de crédito ou de contrato, por meio da qual o originador transfere a SPE uma parcela de seu patrimônio. É exatamente desse desmembramento do patrimônio do originador que se originam as maiores polêmicas a respeito da operação de securitização.

Na unicidade das relações passivas e ativas do titular do patrimônio que se encontra o princípio fundamental de toda a organização do crédito, já que, como consequência deste, o devedor responde por suas obrigações com todos os seus ativos, sendo este, assim, garantia comum de seus credores. Por este motivo, a efetiva transferência dos ativos que servem de lastro à securitização ao SPE tem importância singular dentro da operação. Caso essa transferência não ocorra de fato e de direito, há o risco de consolidação do patrimônio do originador e do SPE, sendo, assim, eliminada a principal característica da operação, qual seja, a segregação do risco.

O risco de consolidação refere-se à possibilidade de os ativos do SPE serem reunidos aos ativos do originador, caso os recursos deste não sejam suficientes para saldar suas dívidas. Isso ocorreria, por exemplo, na hipótese de confusão de patrimônios, com o consequente apelo aos ativos do SPE para saldar dívidas do originador ou nulidade, ou mesmo anulação do negócio jurídico por meio do qual se fez a transferência dos ativos do originador ao SPE. Esta última hipótese poderia ser considerada, caso o negócio fosse realizado em fraude contra credores.

O negócio com fraude contra credores é, de acordo com o Código Civil: (i) o ato de transmissão gratuita de bens, ou remissão de dívida, quando os pratique o devedor já

insolvente, ou por ele reduzido à insolvência; ou (ii) o contrato oneroso do devedor insolvente, quando a insolvência for notória ou houver motivo para ser conhecida do outro contratante. Em ambos os casos, os negócios jurídicos praticados em fraude contra credores podem ser anulados. Nas hipóteses apresentadas, a possibilidade de anulação do negócio jurídico não está ligada ao fato de se tratar de securitização, e sim às circunstâncias em que ocorreram.

Nesse sentido, a fraude não é vício intrínseco ao ato, e, por isso, não deveria torná-lo anulável. Deveria, sim, ser considerado ineficaz, em decorrência de lesão a terceiros, ou seja, mesmo sendo válido, não é suficiente por si só para produzir efeitos. No caso de falência, visando à proteção da massa falida, o legislador brasileiro considerou sem efeito, quanto a ela, os atos enumerados na lei falimentar, dentre os quais a constituição de direito real de garantia e as inscrições de direitos reais e as transcrições de transferências de propriedade, entre vivos, além de serem revogáveis os atos praticados com a intenção de prejudicar credores, provando-se a fraude do devedor e do terceiro que com ele contratar. Nesse caso, os atos permanecem válidos, mas ineficazes quanto à massa falida.

A fraude à execução constitui uma especificação da fraude contra credores, ou seja, é o ato lesivo a credores praticado quando já está em curso uma execução forçada. O que separa os três institutos, quais sejam, a fraude contra credores, a revocatória da falência e a fraude à execução, são aspectos secundários, como o fato de haver ou não demanda contra o alienante. O fulcro, porém, dos institutos é o mesmo. Os negócios jurídicos praticados na securitização estão sujeitos à impugnação por conta de lesão a credores assim como em qualquer outra operação. O que torna esse assunto crítico em se tratando de securitização é o fato de que uma possível anulabilidade ou ineficácia da cessão dos ativos subjacentes a SPE descaracterizaria a operação. Por esse fato mesmo é que a primeira fase da securitização, ou seja, a transferência do patrimônio a ser securitizado ao veículo de securitização, deve estar revestida de todas as formalidades necessárias para sua existência, validade e eficácia.

Conforme abordado, a cessão de crédito é uma das formas de transmissão de obrigações previstas na Lei n. 10.406, de 10 de janeiro de 2002 ("Código Civil"). A cessão de crédito pode ser definida, nas palavras do professor Caio Mário da Silva Pereira,¹⁷⁸ como "o negócio jurídico em virtude do qual o credor transfere a outrem a sua qualidade creditória contra o devedor, recebendo o cessionário o direito respectivo, com todos os acessórios e

¹⁷⁸ PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil: volume II*. Rio de Janeiro: Forense, 2009. p. 357.

todas as garantias”. É a cessão de crédito um negócio jurídico pelo qual o credor, denominado Cedente, transfere a terceiro, o Cessionário, sua posição ativa perante o devedor.

A cessão de crédito mantém intacta a substância da obrigação transferida, mas altera seu polo ativo. Ela ainda transfere ao cessionário todos os acessórios do crédito, o que inclui eventuais garantias, exceto se houver disposição contrária. Podem ser objeto de cessão quaisquer créditos, se a isto não se opuser a natureza da obrigação, a lei ou a convenção com o devedor. Ainda, o devedor pode opor ao Cessionário as exceções que lhe competirem, bem como as que, no momento em que veio a ter conhecimento da cessão, tinha contra o cedente. De acordo com a natureza do crédito a ser cedido aplicar-se-á regulamentação específica em adição àquela prevista no Código Civil.

Os créditos vincendos, vencidos e futuros poderão ser objeto de cessão a terceiros. Assim, “não há uma delimitação taxativa dos créditos que podem ser cedidos na securitização, ou seja, todos os créditos podem ser objeto de securitização”.¹⁷⁹ Em relação aos créditos futuros, eles poderão ser de existência certa ou incerta e de montante conhecido ou não. A classificação acima dos créditos é relevante, especialmente no que diz respeito aos efeitos da falência do cedente, como se discutirá adiante. Se um crédito tem a existência futura, o cessionário, quando da celebração do instrumento que regula a cessão do crédito, ainda não é proprietário deste. Caso o cedente, por exemplo, tenha a falência decretada e havendo impossibilidade de originação do crédito, deverá o cessionário se habilitar como credor da massa falida, caso o cedente tenha assumido o risco de originação do crédito.

Salvo disposição contrária, a cessão de crédito independe da anuência do devedor, bastando que a ele seja dada ciência da transferência do crédito. Afinal, é mister que o devedor saiba a quem pagar, não podendo ser-lhe imputada responsabilidade pelo pagamento ao credor primitivo quando não lhe tenha sido dada ciência da cessão. Ao contrário, se pagar ao credor original crédito que tenha sido transferido a terceiro com sua ciência, permanece obrigado perante tal terceiro, não podendo opor a este o pagamento efetuado ao credor primitivo.

Na cessão de créditos, o cedente não é substituído na relação obrigacional com o devedor e este poderá, inclusive, opor ao cessionário as exceções que lhe couber, assim como as que tinha contra o cedente no momento da respectiva cessão. Tal risco será majorado no caso de cessão de créditos futuros a performar. Dentre as exceções que podem ser opostas ao cessionário, está a exceção do contrato não cumprido – *exceptio non adimpleti contractus*,

¹⁷⁹ CHAVES, Maria Cristina. Direito empresarial: securitização de créditos. In: TOMAZETTE, Marlon. *Curso de direito empresarial*. São Paulo: Atlas, 2012. p. 437.

prevista no artigo 476 do Código Civil, que prevê que "[...] nenhum dos contratantes, antes de cumprida a sua obrigação, pode exigir o implemento da do outro". Os riscos de adimplemento dos créditos poderá ser mitigado, do ponto de vista do cessionário e do investidor (adquirente do valor mobiliário lastreado nos créditos), por meio da retenção de determinados riscos relacionados aos créditos cedidos pelo próprio cedente sem impactar a validade e eficácia da cessão de créditos.

Em regra, o cedente não responde pela solvência do devedor ou caso contrário, ter-se-á uma coobrigação. Coobrigar-se significa obrigar-se em conjunto com o devedor original do crédito. Importante notar que obrigação de recompra pelo cedente e coobrigação não são juridicamente a mesma coisa, embora economicamente possam produzir o mesmo feito. A obrigação de recompra é diversa da obrigação de pagar o crédito; consiste na obrigação de adquirir o crédito do cessionário, para depois cobrá-lo do devedor principal, se for o caso, nas condições do contrato que deu origem ao crédito. Já o exercício da coobrigação implica meio de extinção da dívida (pagamento), dando origem ao direito de cobrança do devedor pelo coobrigado via regresso, no montante daquilo que foi pago pelo coobrigado, exceto se houver convenção em contrário.

Importante destacar que a retenção de risco pelo cedente em maior ou menor grau não descaracterizará a cessão de créditos no direito brasileiro, como será detalhado no tópico seguinte. A única diferença que se faz é a forma de contabilização dos ativos objeto da cessão de créditos pelo cedente. Essa diferença contábil, conforme previsto na "Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação de Relatório Contábil-Financeiro" aprovada pela CVM por meio da Deliberação CVM n. 675, de 13 de dezembro de 2011 (anteriormente regulada pela Deliberação CVM n. 539, de 14 de março de 2008), determina que as operações sejam contabilizadas de acordo com sua essência e realidade econômica, sem considerar-se exclusivamente a sua forma legal (que no presente caso estamos tratando sempre de cessão de créditos com ou sem retenção de risco pelo cedente). Ou seja, é fundamental que as demonstrações financeiras estejam compatíveis com a operação em concreto. Atualmente, as principais regras que tratam da contabilização de operações de cessão de créditos são: (i) Resolução CMN n. 2.836/01; (ii) Resolução CMN n. 2.686, de 26 de janeiro de 2000; (iii) Resolução CMN n. 3.533, de 31 de janeiro de 2008; (iv) a instrução CVM n. 408, de 18 de agosto de 2004; e (v) a Instrução CVM n. 489, de 14 de janeiro de 2011.

Em linhas gerais, tais normativos preveem que o cedente faça os registros contábeis das operações de cessão de créditos de acordo com o nível de retenção de risco que será por

ele mantido, que justificará, no caso de companhias abertas, a aplicação do método de equivalência patrimonial e a consolidação das informações contábeis do veículo em suas demonstrações financeiras. A Resolução CMN n. 3.533/08, por exemplo, prevê as seguintes categorias para classificação da venda de ativos financeiros por instituições financeiras: (i) operações com transferência substancial de riscos e benefícios; (ii) operações com retenção substancial de risco e benefícios; e (iii) operações sem transferência nem retenção substancial de riscos e benefícios.

Como abordado acima, os créditos cedidos são o suporte das operações de securitização, são eles que lastreiam a emissão de valores mobiliários e são fonte de receitas aos investidores no mercado de capitais. Portanto, é essencial abordarmos os riscos relacionados ao trânsito de recursos decorrentes dos pagamentos dos créditos cedidos ao cessionário. Os devedores dos créditos objeto da cessão não precisam ser parte do instrumento que a formalizará. Como vimos, estes, no entanto, precisam ser notificados da cessão de créditos para efetuar o pagamento ao novo credor (o cessionário). A principal delas consiste na manutenção do sistema de cobrança e recebimento de pagamentos ao próprio cedente, que o fará, contudo, na qualidade de agente de cobrança do Veículo. Isto significa que a cobrança pelo cedente não se dá em nome próprio, mas sim por conta e ordem do veículo.

A trava de domicílio bancário busca concentrar em uma única conta bancária o recebimento dos pagamentos dos créditos objeto da securitização e, em alguns casos, também dos créditos do próprio cedente que não foram objeto da cessão. Quando a titularidade de tal conta bancária for de instituição financeira responsável pela cobrança dos créditos cedidos, o Cessionário também suportará o risco de crédito de tal instituição. Na hipótese de (i) decretação de intervenção da instituição financeira responsável pela cobrança, nos termos da Lei n. 6.024, de 13 de março de 1974, os recursos do Cessionário oriundos do pagamento dos créditos cedidos que eventualmente estejam na sua posse, na qualidade de mandatário constituído para cobrança de tais direitos ("Recursos"), poderão se tornar inexigíveis pelo prazo da intervenção que será de no máximo 1 (um) ano; e (ii) decretação de falência de referida instituição, o cessionário poderá efetuar pedido de restituição dos Recursos, nos termos do artigo 85 da Lei n. 11.101/05.

Por outro lado, quando o recebimento dos Recursos for realizado em conta bancária de titularidade do cedente, além do risco de falência apontado acima, há o risco de fungibilidade dos recursos do cessionário com os do Cedente, sem uma segregação real do fluxo de pagamento da cedente e do cessionário. Nesta hipótese, o cessionário suportará ainda os riscos

relacionados aos controles internos do cedente para identificar o montante de recursos de titularidade do cessionário e repassá-los a este. Essa dificuldade na segregação dos recursos poderá, em última instância, dificultar os pedidos de restituição no caso de falência do cedente. Eventual falência do cedente não ensejará desconsideração das cessões de créditos no âmbito de uma operação de securitização, tendo em vista o disposto no artigo 136, § 1º, da Lei n. 11.101/05, o qual dispõe: "§ 1º Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador".

A intenção do legislador ao inserir dispositivo protegendo a operação de securitização é destacar a importância desse tipo de operação para o financiamento da atividade empresarial no Brasil, blindando os investidores dos efeitos da falência. O professor Fábio Ulhoa Coelho é taxativo ao concluir que "caso a ineficácia não fosse por lei expressamente afastada na securitização de recebíveis, essa alternativa de financiamento da atividade empresarial simplesmente deixaria de existir". Esta proteção legal apenas poderá ser desconsiderada caso haja comprovadamente (i) intenção de prejudicar credores, (ii) conluio fraudulento entre o investidor e o cedente e (iii) efetivo prejuízo da massa falida, conforme previsto no artigo 129 da Lei n. 11.101/05. Para tanto, deverá ser proposta ação revocatória requerendo a revogação do negócio jurídico praticado em fraude à massa falida. Julgada procedente a ação revocatória as partes que participaram do negócio fraudulento retornarão ao estado anterior, ou seja, a cessão será revogada.

Mesmo com a proteção legal acima indicada, os investidores poderão estar sujeitos ao risco de inadimplemento do cedente de suas obrigações relacionadas aos negócios jurídicos que originaram os créditos cedidos, especialmente nos casos de créditos a performar. Ainda que protegidos dos efeitos da falência, o pagamento dos direitos creditórios poderá não ser efetuado pelos devedores caso o cedente, devido a dificuldades operacionais (o que geralmente ocorre em sociedades em fase pré-falimentar) não cumpra (ou retarde o cumprimento) das suas obrigações no negócio jurídico que originou os créditos ("*exceptio non adimpleti contractus*").

Ainda, a falência do Cedente não deverá afetar a securitização na hipótese em que o cedente também atue como agente de cobrança, recebendo pagamentos dos créditos em contas correntes de sua titularidade. Primeiramente, importante destacar que o cedente não é proprietário dos recursos. Como se sabe, o depósito de bens fungíveis (dinheiro) é regido pelas regras do mútuo (artigo 645 do Código Civil), que por sua vez transfere a propriedade

do bem mutuado ao mutuário. Isto significa dizer que os recursos pertencem à instituição financeira depositária, restando ao Cedente um direito de crédito (direito de exigir a restituição do depósito) contra a instituição. Esse direito, no entanto, é detido na qualidade de mandatário do veículo, o que implica que o direito sobre tais recursos pertence propriamente ao veículo. Ademais, na hipótese de falência do Cedente, suas contas correntes devem ser encerradas, conforme determina o artigo 121 da Lei n. 11.101/05, e apurado seu saldo, que neste caso pertence ao Veículo.

A exclusão desses créditos dos efeitos da falência e do procedimento de recuperação da empresa se dá não só por efeito da segregação que constitui efeito inerente à própria natureza de todo e qualquer regime fiduciário – seja sobre bens, móveis ou imóveis, ou direitos, seja para fins de garantia ou administração –, como também decorre de previsão específica contida na legislação especial sobre a matéria, que, na hipótese de falência do devedor cedente fiduciante, assegura ao credor cessionário fiduciário a restituição dos títulos que eventualmente estiverem na posse daquele, após o que ‘prosseguirá o cessionário fiduciário no exercício de seus direitos na forma do disposto nesta seção’ (Lei n. 9.514/1997, art. 20 e seu parágrafo único).

Direitos creditórios securitizados e o concurso de credores. A recuperação judicial e extrajudicial de empresas foi regulada pela Lei n. 11.101/05 e que trouxe diversas mudanças ao sistema falimentar brasileiro. Destacaremos, aqui, algumas das alterações trazidas em seu artigo 136. Pelo seu antigo regime (Decreto-lei n. 7.661/1945), uma vez acolhida a ação revocatória, sem distinção de fundamento invocados, a massa falida tinha que restituir, desde logo, o que fora prestado pelo contratante, ou, se não o fizesse, o contratante seria admitido no concurso como credor quirografário. Contudo, pela lei atual, as partes retornam ao estado anterior, mas apenas o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao falido. Outra novidade aqui destacada é a exclusão do campo da ineficácia das cessões de direitos praticados pelo falido nas operações de securitização de créditos.

Assim, inicia o artigo 136 supracitado que, declarada a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, "as partes retornarão ao estado anterior". Contudo, mencionado artigo não poderia ser entendido em sua literalidade, sob pena de conduzir à anulação do negócio jurídico. A nova lei de falências e recuperação judicial direciona-se expressamente aos atos de fraude aos credores do falido, operando exclusivamente na esfera da massa falida, evitando ao máximo o ingresso no âmbito das partes contratantes.

Para os contratantes de boa-fé, o negócio ainda será considerado válido e eficaz, sem sofrer invalidação que poderia ser atingida pela revocatória. O legislador não teve como objetivo da ação revocatória o desfazimento do contrato do falido, para que o domínio do bem alienado volte às suas mãos, mas para evitar possíveis fraudes decorrentes do processo falimentar. A restituição, desta forma, coloca os bens ou valores alienados pelo falido na situação anterior ao ato de disposição, apenas para permitir que a massa os arrecade ou se valha dos direitos concursais sobre eles, como se a alienação não tivesse sido praticada pelo falido.

Trata-se assim da restituição ao estado anterior, *in casu*. A possibilidade de recuperação do que se pagou ao falido não decorre diretamente da sentença declaratória de ineficácia, mas do ato de arrecadação, por uma questão de evitar o enriquecimento sem causa pela massa. Se não há arrecadação, por qualquer razão prática ou jurídica, não poderá o adquirente, que não perdeu a propriedade, requerer a restituição. Da mesma forma, se arrecadado, afinal o concurso se encerrar sem que seja utilizado o bem do terceiro, este não voltará para o falido. Continuará pertencendo ao adquirente, cujo domínio jamais fora invalidado. Assim, denota-se que o efeito restitutivo previsto no artigo 136 manifesta-se da seguinte forma: (a) tratando-se de coisas ou valores que saíram do patrimônio do devedor, sua volta dar-se-á para a massa (e não para o alienante); ou (b) em situações de revogação de remissões de dívidas, de garantias reais ou pessoais prestadas irregularmente pelo falido, não cabe falar-se propriamente em restituição.

Por fim, e em especial à securitização de créditos, trata-se de uma medida de defesa do mercado de títulos e valores mobiliários, já que determina a lei que a cessão de créditos não será afetada por uma possível declaração de ineficácia do ato ou revogação. Desta forma, a norma visa proteger investidores que adquiriram os títulos, justamente com a garantia das referidas cessões de crédito. Ainda que tenha sido alvo de uma operação fraudulenta entre securitizadora e securitizado, não há de se falar em atingir terceiros da operação.

O professor Fábio Ulhoa Coelho¹⁸⁰ bem expõe o objetivo desta disposição, ao determinar que

“como (a securitização) se trata normalmente de mecanismo de financiamento da atividade empresarial abrigado no mercado de capitais, é indispensável à regular tutela dos interesses dos investidores que, na falência do emitente, a cessão da obrigação que serve de lastro ao título securitizado não possa ser declarada ineficaz

¹⁸⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva. p. 473-475.

(subjétiua ou objetiuamente falando). Caso a ineficácia não fosse por lei expressamente afastada na securitização de recebíveis, essa alternativa de financiamento da atividade empresarial simplesmente deixaria de existir”.

Desta forma, quis o legislador, neste dispositivo, incorporado ao texto da lei pela Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, proteger os investidores e a própria atividade de securitização de créditos.

3.5. TUTELA JURISDICCIONAL DO CRÉDITO E DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

Quando se pensa na relação existente entre o Poder Judiciário e o agronegócio, não podemos esquecer que um dos desafios que se apresentam é justamente a questão da efetividade da tutela jurisdiccional, em especial a tutela do crédito. Aqui, o interesse econômico social está representado na proteção dos sistemas agroindustriais, ou ainda, dos agentes que dela participam. O desenvolvimento das redes negociais agroindustriais busca a coordenação dos agentes organizando através da melhor tecnologia para uma maior produção e produtividade. Entre seus elementos, o crédito e o fluxo de investimentos são questões centrais. Concordamos que a proteção do investimento não se faz unicamente em prol dos interesses individuais do investidor, mas por meio de uma ordem jurídica protetora do investimento. Tutelam-se também e, principalmente, interesses metaindividuais de trabalhadores, consumidores, fisco e, assim, todos direta ou indiretamente relacionados às atividades econômicas que o compõem.¹⁸¹

Atualmente, é possível enquadrar, como maior campo de abrangência do direito das obrigações, a regulação do processo econômico de produção e distribuição de bens e de prestação de serviços. Mas a compreensão da obrigação importa a análise dos seus elementos (credor, devedor e prestação), bem como de seu conteúdo (o crédito e o débito) e de sua finalidade (o interesse do credor). Na formação do conceito de obrigação, é preciso ter em conta para que esta serve, já que todo o direito tem uma função que justifica a sua existência e a sua tutela jurídica. No objeto deste artigo, vamos apenas destacar os elementos do crédito e sua finalidade, no que diz respeito ao desenvolvimento do agronegócio.

¹⁸¹ COELHO, Fábio Ulhoa. *Princípios do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2011. p. 18.

A palavra crédito tem uma importante acepção econômica, mas seus reflexos repercutem concretamente na esfera jurídica. Nas operações de crédito e nos títulos de crédito, quem realiza a prestação atual (ou quem faculta a outrem a possibilidade de dispor agora de valores futuros) torna-se credor de uma verdadeira obrigação em sentido técnico. A essência da obrigação é a satisfação de um interesse legítimo do credor. Aqui está a conexão, conforme o sentido dos seus diversos elementos, e que, em última análise, dá ao conjunto um sentido unitário. Desta forma é que toda relação obrigacional busca a completa e adequada satisfação do credor ou dos credores em consequência de um determinado interesse na prestação.

As obrigações negociais representam compromisso assumido pelo devedor no âmbito de um negócio jurídico. Nesses casos, é a expectativa do credor no adimplemento das obrigações assumidas pelo devedor, com realização integral da prestação debitória, que o Direito das Obrigações vem tutelar. Para esse efeito, procura coagir o devedor ao cumprimento e, quando não for possível, procurando colocar o credor, à custa do patrimônio do devedor, na situação econômica em que estaria, se a obrigação houvesse sido cumprida. Há uma causa delineada em um negócio jurídico fundamental que, quando violada, gera responsabilidade negocial além da simplesmente contratual. É gerada e tutelada pretensão do credor à reparação dos danos sofridos na não satisfação de um interesse socialmente útil.

É nesse contexto que as obrigações, conforme já apontado, têm por função realizar não somente uma finalidade particular ou individual do credor, mas também uma finalidade social, na medida em que toda a norma jurídica visa fins sociais e atende exigências do bem comum. E, assim, o ordenamento jurídico estabelece regulamentações no regime jurídico protetivo das obrigações no fundamento de suas diferentes funções econômico-sociais; sob a diretriz constitucional da ordem econômica em que se enquadram as obrigações representadas no financiamento específico de determinado setor da economia no âmbito do mercado financeiro e de capitais.

Para o Professor José Roberto Bedaque,¹⁸²

"não obstante o aprimoramento técnico alcançado pela ciência processual, alguns aspectos ainda carecem de melhor desenvolvimento. A radical mudança de perspectivas verificada nos últimos anos – em razão do que o processualista deixou de se preocupar exclusivamente com conceitos e formas, para dedicar-se à busca de mecanismos destinados a conferir à tutela jurisdicional o grau de efetividade que dela se espera – impõe sejam revistas ideias concebidas à luz de outra realidade histórica. Hoje, pensa-se no processo de resultados. O instrumento estatal de solução de controvérsias deve proporcionar, a quem se encontra em situação de vantagem no

¹⁸² *Efetividade do processo e técnica processual*. São Paulo: Malheiros, 2010. p. 17.

plano jurídico-substancial, a possibilidade de usufruir concretamente dos efeitos dessa proteção".

Nessa relação, os contratos retratam e concretizam essa causa. Ao longo do desenvolvimento histórico, eles assumiram na sociedade moderna a função característica da atividade empresária voltada para a produção e circulação da riqueza, atuando nas diversas esferas da atividade empresarial, passando a caracterizar a própria empresa. É precisamente pelo fato de a operacionalidade do contrato ter passado a favorecer a atividade empresarial que a proteção dos contratos passou a se voltar para a segurança na circulação da riqueza, na forma mais ampla. Com a inserção das relações jurídicas na economia pós-industrial, a economia das finanças, surge uma engenhosa característica técnica contratual que transformou os tradicionais institutos de direito em instrumentos representativos de crédito e/ou derivativos destes, representando as feições de um novo tipo de riqueza.

Na realidade, tanto a nossa economia como o direito têm evoluído rapidamente, procurando tecnologias mais recentes e as técnicas jurídicas mais adequadas quando implantamos uma nova indústria ou elaboramos uma legislação. Dentro dessas considerações, importa reexaminar a valoração das cláusulas gerais relativas ao contrato no Código Civil de 2002. Tal reexame não pode ser compreendido sem um próprio estudo da evolução econômica e social do país na fase de globalização dos mercados, quando ocorreu uma nova caracterização da formação e distribuição de riquezas na superestrutura da renovação da dogmática jurídica e da evolução do contrato. Enquanto no passado apoiavam-se as relações negociais em um sistema que obedecia, *grosso modo*, a estrutura e esquemas padronizados, hoje é necessário e irreversível admitir liberdade e criatividade mais amplas por parte de todos os que participam das redes de produção ou comercialização, bem como a maior competição e a sempre necessária redução dos custos de transação que colocam de lado a ideia de mercados fechados e cativos.

Modernamente, então, é preciso reconhecer que o contrato, além da sua função econômica, impõe uma função social e uma nova estrutura, delas extraindo as consequências necessárias. Se no Código Civil de 1916 e no Código Comercial de 1850 se referiam à chamada boa-fé subjetiva, que pode ser simplificada e definida na ausência de má-fé, o atual Código Civil introduz um comportamento de boa-fé objetiva que vincula às partes deveres secundários ou derivados de informação e cooperação, como a cláusula geral. Cria-se, assim, um dever de lealdade na contratação e na execução do contrato que está vinculado basicamente às noções de confiança e de equilíbrio.

Ainda, atualmente, não se exige tão somente a boa-fé do artigo 131 do Código Comercial, confirmada implicitamente pelo artigo 85 do Código Civil de 1916. Determina-se que o contrato deve ser justo, com prestações equilibradas, durante sua vigência, como determinam os artigos 113, 421, 422 e 478 a 480 do Código Civil de 2002. O Código Civil não inovou em relação à jurisprudência que já exigia boa-fé e o equilíbrio contratual conferido dinamicamente. Nesse contexto e matéria é que a boa-fé mostra a cada relação jurídica diferente densidade. A doutrina comercial brasileira, inspirada em Clóvis Couto e Silva,¹⁸³ tem admitido a existência de graus diferentes e progressivos dos deveres de cooperação.

Como iremos destacar ao longo deste trabalho, ainda se permeia na decisão judicial discussão em torno da interpretação dos negócios empresariais, aqui agroempresariais, no âmbito do mercado financeiro e de capitais. O fato é que a tarefa de reequilíbrio contratual já está bem atribuída a princípios, como a boa-fé objetiva e cláusula *rebus sic stantibus*. Andar além não é possível, ao menos em base casuística, tendo por base o necessário reequilíbrio por categorias e de forma integrativa aos setores ou microeconomias ao qual tal negócio jurídico pertence. Admitir um reequilíbrio difuso, além de provavelmente não garantir qualquer redistribuição de riqueza efetiva exatamente por ser assistemático, criaria situação de insegurança jurídica. Chega-se, então, à consequência natural da extensão da ideia de interesses institucionais ao campo privado. Todas essas características fazem surgir um novo contrato e formas contratuais de contratação em rede, instrumentalizando interesses de um setor do sistema econômico organizado e integrado de negócios numa função maior e de mercado.

O crédito ao empresário dá-se sob a forma de financiamento e muitas vezes de repasse de fundos públicos ou estrangeiros, desconto, faturização, adiantamentos sobre contrato de exportação e adiantamentos sobre contratos de câmbio, operações de garantia etc. Devem-se ressaltar as diferenças da sociedade empresária tomadora de crédito como insumo nos seus custos de produção. Admitir um reequilíbrio difuso, além de provavelmente não garantir qualquer redistribuição de riqueza efetiva, exatamente por ser assistemático, geraria uma situação de insegurança jurídica, extremamente danosa à função econômica dos contratos.

Portanto, a interpretação do negócio jurídico empresarial no âmbito do mercado financeiro e de capitais, sob o ponto de vista do mercado, não pode desconsiderar: a) segurança e previsibilidade necessárias para garantir a fluência de relações de mercado; b)

¹⁸³ COUTO E SILVA, Clóvis V. do. *A obrigação como processo*. São Paulo: FGV, 2006.

adequada equação entre necessidade de certeza e adaptação/flexibilização do direito; c) observação às normas de proteção da poupança pública e da fluência do crédito; d) a racionalidade econômica dos agentes e de seus mercados, e; e) a centralização na análise às questões ao simples dever de informação técnica, em contraposição ao poder de barganha desigual por determinado agente. Por vezes, a ordem atualmente posta em uma primeira análise dos dispositivos do Código Civil de 2002, que tratam da interpretação dos negócios comerciais, faz antever um horizonte instável.

Nesse contexto, a jurisprudência exercerá papel fundamental como estabilizador do sistema, na aplicação de princípios próprios de caráter aberto e na racionalidade entre as mais recentes decisões quanto as operações formadas por títulos do Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio, bem como, do Certificado de Recebíveis do Agronegócio, conforme poderemos ver nas decisões apresentadas abaixo. De outro modo, somam-se elementos em um contexto global os fundamentos da proteção da poupança e os fluxos estáveis de capitais, dentro da universalização do sistema evidenciado pela segurança jurídica dos contratantes e atração de investimentos.

Passamos à apresentação e análise do Agravo de Instrumento n. 74.498/2009, julgado pela Primeira Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Mato Grosso em 19 de outubro de 2009, segundo emenda abaixo destacada e cujo presente acórdão leva a análise sistemática e integrada do ordenamento na segurança do crédito, aqui do CDCA, integrante do sistema privado de financiamento e importante recebível para operações de CRA:

"Recurso de agravo de instrumento - recuperação judicial - Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) - liberação e substituição das garantias e valores vinculados - impossibilidade - garantias por alienação fiduciária - § 30 do artigo 49 da lei 11.191/2005 - câmaras de serviços de compensação e de liquidação financeira - Cetip S.A. - artigos 193 e 194 da lei de regência - substituição de garantia - necessidade de anuência do credor inteligência do § 1º do artigo 50 - recurso provido.

Por força do § 3º, art. 49, da Lei n. 11.101/05, o crédito garantido por alienação fiduciária não se submete aos efeitos da recuperação judicial. Os Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCAs) que se encontram registrados no âmbito das Câmaras de Serviços de Compensação e de Liquidação Financeira, a exemplo da CETIP S.A., não estando sujeitos aos ditames da Lei 11.101/05, conforme disposto nos arts.193 e 194. A liberação de garantias somente poderá ocorrer em situações excepcionais, e ainda assim, posteriormente a apresentação do plano de recuperação, bem como mediante aprovação expressa do credor titular da respectiva garantia, inteligência do § 10 do art. 50, da Lei n. 11.101/05. Relatório. Exma. Sra. Dra. Marilsen Andrade Addario. Egrégia Câmara:

Trata-se de recurso de agravo de instrumento interposto pelo Instituto de Seguridade Social dos Correios e Telégrafos (Postalís), na condição de terceiro prejudicado, em face da decisão proferida na Recuperação Judicial n. 218/2009, a qual deferiu o pedido de liberação das garantias ofertadas pelos agravados Guimarães Agrícola LTDA e Outros, referentes ao Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio

— CDCA n. 02/2008 (contas n. 76321 e n. 76578 e CDB), bem como bens moveis e imóveis alienados fiduciariamente vinculados ao referido titulo, autorizando a substituição pelo produto da safra de 2009/2010, bem como por imóveis nas partes em que não há gravame.

Em síntese, o agravante sustenta que adquiriu da Guimarães Agrícola Ltda., tais Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) (ns. 02/2008 e 01/2009), os quais foram emitidos pela agravada acima citada, encontrando-se lastreados por Cédulas de Produto Rural (CPRs), conforme alienação realizada no Balcão de Negócios pela CETIP S.A. Assevera ainda, que na recuperação judicial foi arrolado como credor o Banco Paulista S/A, quando deveria figurar o agravante, já que aquele só atuou na operação como custodiante escritural dos CDCAs perante a CETIP S.A. - Câmara de Custódia e Liquidação.

Afirma também que a liberação e a substituição das garantias vinculadas aos CDCAs e as CPRs ofendem a legislação em vigor (arts. 49, § 3º, 193 e 194, da Lei n. 11.101/2005), uma vez que, a seu ver, tais créditos não estariam sujeitos à recuperação judicial, além do que, as operações financeiras foram garantidas por alienação fiduciária, bem como o citado ordenamento jurídico não atinge as obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços de compensação e de liquidação financeira. Por derradeiro, sustenta que não houve anuência do credor para a substituição e liberação das garantias, conforme previsto no art.50, §1º, da Lei n. 11.101/2005. O efeito suspensivo foi deferido as fls.385/388-TJ. As informações foram prestadas pelo Juízo do feito as fls.393/394-TJ. As contrarrazões vieram as fls.398/433-TJ, oportunidade em que os agravados rebateram as alegações recursais, pugnando ao final pelo não provimento do recurso. Chamada a se manifestar, a douta Procuradoria de Justiça apresentou seu parecer às fls.723/727, opinando pelo provimento do recurso. É o relatório.

Voto Exma. Sra. Dra. Marilsen Andrade Addario (Relatora). Egrégia Câmara:

Conforme relatado, o inconformismo da agravante reside no deferimento do pedido dos agravados, de substituição das garantias dadas pelas recuperandas em favor de seus credores, dentre eles o agravante, pelo produto da safra 2009/2010, bem como por bens imóveis. Denota-se do recurso que o agravante Instituto De Seguridade Social Dos Correios e Telegrafos - Postalís adquiriu dois Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) de n. 02/2008. emitido em 21/07/2008. com vencimento em 31/07/2009 (fis. 170/179-TJ — Vol. I) no valor de R\$10.900.000,00 e 01/2009, emitido 13/02/2009, com vencimento 30/04/2010 (fls. 272/279 — Vol. II), no valor de RS- 4.200.000,00, perante o Mercado de Balcão CETIP S.A. (Câmara de Custódia e Liquidação) em 26/08/2008 (fls.371/374 — Vol.11).

Os Certificados adquiridos foram emitidos pela agravada Guimaraes Agrícola Ltda., tendo como credor o Banco Paulista S.A. e como intervenientes garantidores os demais agravados, ocasião em que o agravante Postalís se sub-rogou nos direitos do Banco citado, custodiante escritural dos CDCAs, que ora figura como mandatário de cobrança dos créditos no valor total de R\$1.5.100.000,00 (quinze milhões e cem mil reais).

Nota-se que na longa, porém, vaga e genérica decisão agravada qualquer descrição, relação e especificação dos bens constantes dos gravames garantidores do CDCA no 02/2008 que foram objeto da liberação/substituição, sabido que referido Certificado foi lastreado por sete (7) Cédulas de Produto Rural (fls.180/197-V-I) todas emitidas na mesma data: 25/06/2008 por Orcival Gouveia Guimarães E Magna Neves Guimaraes (sócios de uma das recuperandas Guimaraes Agrícola Ltda), as quais igualmente foram garantidas por penhor censual de produto - fato que por si so, afronta o próprio ordenamento jurídico que rege a recuperação judicial, gerando inclusive, insegurança jurídica entre os litigantes, além de macular a própria prestação jurisdicional.

Contudo, veio o agravante alegar que a liberação e a substituição das garantias recaíram sobre o CDCA n. 02/2008 (supõe-se que sejam todas as garantias), dentre as quais, os valores depositados nas contas vinculadas n. 76321 (fls.237) e n. 76578 (fls.345 —V01.11), inclusive os decorrentes de CDB aplicado, oriundos do citado CDCA, totalizando o valor de R\$9.884.481,65 (nove milhões, oitocentos e oitenta e quatro mil, quatrocentos e oitenta e um reais e sessenta e cinco centavos) e, na soja armazenada perante a Alex Stewart Armazéns Gerais (fl. 27-TJ).

Na concepção do Juízo singular, foi necessária a substituição e a liberação das garantias ofertadas, para que se atinja o fim da recuperação judicial, nos termos do artigo 47 da Lei n. 11.101/2005, para que atenda ao "espírito que norteou o legislador ao editar a nova Lei de Falências" e porque "a manutenção de mecanismos contratuais que permitam a retenção das garantias coloca em serio risco a sucessão da recuperação e em última análise, da própria empresa, de tal sorte que o levantamento de tais travas mostra-se, por ora, imprescindível" (sic, fls.84-TJ).

O ponto nodal da demanda cinge-se na indagação acerca da possibilidade de liberação/substituição das garantias dos créditos oriundos de Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio emitidos nos termos da Lei n. 11.076/2004 relacionados na recuperação judicial deferida em favor das agravadas. Conforme já mencionado, a CDCA n. 02 foi disponibilizado pela agravada Guimarães Agrícola LTDA, no Mercado de Balcão — CETIP S.A. (Câmara de Custódia e Liquidação) encontrando-se lastreado por sete (7) Cédulas de Produto Rural (CPRs) com garantia pignoratícia dos produtos (soja), e garantido por vários bens móveis e imóveis gravados com alienação fiduciária.

De longe se constata sem qualquer embargo que a decisão singular lido observou os dispositivos legais que regem a matéria, principalmente os que preveem a exclusão do rol de credores da recuperação judicial, os bens que estejam garantidos por alienação fiduciária e os registrados e negociados perante a CETIP S/A. Para melhor compreensão transcrevo o § 3º do art.49, da Lei n. 11.101/2005, referente ao instituto da alienação fiduciária, que não deixa dúvida ao dispor:

Art. 49 - Estão sujeitos a recuperação judicial todos os créditos existentes numa data do pedido, ainda que não vencidos.

§ 3º - Tratando-se de credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis, de arrendador mercantil, de proprietário ou promitente vendedor de imóvel e/ou respectivos contratos contenham cláusula de irrevogabilidade ou irretratabilidade, inclusive em incorporações imobiliárias, ou de proprietário em contrato de venda com reserva de domínio, seu crédito não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial e prevalecerão os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, não se permitindo, contudo, durante o prazo de suspensão a que se refere o § 4º do art. 6º desta Lei, a venda ou a retirada do estabelecimento do devedor dos bens de capital essenciais a sua atividade empresarial.

Aliás, sobre a matéria é uníssona a jurisprudência estampada nos recentes arestos:

Agravo de instrumento - recuperação judicial. Preliminar de intempestividade do agravo - rejeitada. Credor de cédula de crédito bancário - posição de proprietário fiduciário de bem móvel - exclusão dos efeitos da recuperação-judicial - inteligência do art. 49, §3º, da lei n. 11.101/2005. Recurso provido

[...] Por força do § 30, art. 49, da Lei n. 11.101/05, o Crédito de Cédula de Crédito Bancário, daquele que ocupa posição de proprietário fiduciário de bens móveis, não se submete aos efeitos da recuperação judicial. O transcurso do prazo suspensivo previsto no art. 6º, § 4º da Lei nº 11.101/2005 autoriza o credor a continuar a realizar seu crédito, objeto de cessão fiduciária." (TJMT - RAI n. 91370/2008, 6º Câmara Cível, Rel. Des. Juracy Peresiani, julgamento: 11/03/2009). Inclusive, em casos análogos, os Tribunais Pátrios têm o mesmo entendimento:

"Recuperação judicial. determinação de transferência, para conta vinculada, dos valores que forem recebidos após o pedido de recuperação judicial, em relação aos créditos objeto de cessão fiduciária. inadmissibilidade. créditos que não se sujeitam a recuperação judicial (lei 11.101/05, art. 49, § 3º). recurso provido), na parte conhecida." (TJSP, RAI n. 5480324700, câmara especial de falências e recuperações judiciais de direito privado, Rel. Des. Boris Kauffmann, julgamento: 27.08.2008)

"Execução - Suspensão em razão da recuperação judicial da executada - Hipótese em que a suspensão não se estende aos coobrigados da devedora em recuperação - Inteligência do art. 6º e § 1º, do art. 49, ambos da Lei 11.101/05; Crédito executado garantido por - alienação fiduciária - Hipótese em que o crédito não se sujeita aos efeitos da recuperação judicial - Suspensão prevista no art. 6º, da Lei n. 11.101/05, que não se aplica ao caso concreto) -- interpretação do art. 49, § 3º, parte final, do mencionada Lei — Bens dados em garantia de alienação fiduciária que não são bens

de capital — Recurso provido. (TJSP, RAI n° 73032872, 20° Cam. de Direito Privado, Rel. Des. Cunha Garcia, julgamento 02.03.09)

"O crédito garantido por alienação fiduciária não se submete ao procedimento de recuperação judicial da empresa devedora, a qual somente se assegura a permanência da posse dos bens dados em garantia pelo prazo de 180 dias do deferimento do processamento da recuperação, e caso comprovado que são essenciais a sua atividade, o que não ocorreu *in casu*. Transcorrido o prazo de 180 dias a que se refere a Lei n. 11.101/05, não será ele prorrogado em hipótese alguma, sendo irrelevante a alegação de que o fato se deu por inércia do juízo." (TJMG, RAI n. 1.0153.08.071892-4/001, 15° Cam. Civ., Rel. Des. Mota e Silva, julgamento: 12.06.2008)

Portanto, não pairam dúvidas acerca da aplicabilidade plena do dispositivo acima citado se o negócio jurídico encontra-se garantido por alienação fiduciária. Logo, o credor titular da posição de proprietário fiduciário de bens móveis ou imóveis não se submeterá aos efeitos da recuperação judicial, devendo prevalecer as regras estipuladas na avença.

No tocante aos créditos das CDCAs, como já dito alhures, estes foram adquiridos pela agravante no Mercado de Balcão junto a CETIP S/A (sociedade administradora de mercados de balcão organizados, para negociação e registro de valores, títulos públicos e privados de renda fixa e derivativos), que atua como Câmara de compensação e efetuando a custódia escritural de ativos e contratos pelo que, igualmente não estão sujeitos à recuperação judicial. Isto porque, a própria lei da recuperação judicial faz a textualmente a restrição, nos termos dos artigos 193 e 194 da Lei n. 11.101/2005, vejamos:

Art. 193. O disposto nesta Lei não afeta as obrigações assumidas no âmbito das câmaras não prestadoras de serviços de compensação e de liquidação financeira. que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos.

Art. 194. O produto da realização das garantias prestadas pelo participante das câmaras ou prestação de serviços de compensação e de liquidação financeira submetidos aos regimes de que trata esta Lei, assim como os títulos, valores mobiliários e quaisquer outros de seus ativos objetos de compensação ou liquidação serão destinados a liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadoras de serviços.

Denota-se que as obrigações assumidas pelas Câmaras ou de Prestadoras de Serviços de Compensação e de Liquidação Financeira foram excluídas do alcance da lei de recuperação judicial para possibilitar seu regular funcionamento e gerar segurança ao mercado, inclusive com legislação específica, qual seja, a Lei n. 10.214/01, as quais já eram imunes a falência, insolvência e liquidação extrajudicial (art.7):

Art. 7°. Os regimes de insolvência civil. Concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetará o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de que serão ultimadas e liquidadas pela câmara ou prestador de serviços, na forma de seus regulamentos.

Parágrafo Único. O produto da realização das garantias prestadas pelo participante submetido aos regimes de que trata o caput, assim como os títulos, valores mobiliários quaisquer outros seus ativos, objeto de compensação ou liquidação, serão destinados a liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços.

Se não bastasse tudo isso, outro ponto importante que não pode ser esquecido é de que a renovação ou substituição das garantias somente poderá ser admitida em casos excepcionais e mediante aprovação expressa do credor titular da garantia, conforme estabelece o art. 50, § 10. da Lei n. 11.101/2005, in verbis:

Art. 50 – Constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

§ 1° - Na alienação de bem objeto de garantia real, a supressão da garantia ou sua substituição somente serão admitidas mediante consentimento expresso do credor titular da respectiva garantia."

Por sua vez, comentando referido artigo, os coordenadores Paulo F. C. Salles de Toledo e Carlos Henrique Abrão, assim dispõe:

"Para a empresa capitalizar-se, o meio mais simples, rápido e eficaz consiste na alienação de bens que não estejam diretamente ligados a sua atividade fim, nem interfiram na produção de lucros. [...] Se a alienação recair sobre bens objeto de garantia real, os bens das respectivas garantias serão excutidos, só podendo efetivar-se a venda mediante sua aprovação expressa, seja para anuir a supressão da garantia, seja para concordar com a sua substituição por outra" (art. 50, § 1º, *in* Comentários a Lei de Recuperação de Empresas e Falência, São Paulo: Editora Saraiva, 2005, p. 127)

Como se vê, a liberação de garantias somente poderá ocorrer em situações excepcionais e, ainda assim, posteriormente a apresentação do plano de recuperação judicial. *In casu*, verifica-se da própria decisão agravada que o plano de recuperação sequer foi apresentado pela parte agravada. De outro lado, ainda que se faça necessária a captação de recursos de forma a favorecer a recuperação judicial, conforme salientado pelo i. Magistrado a quo, tal providência não pode prejudicar ainda mais os credores, colocando seus créditos em risco (inclusive créditos de terceiros), já que o decisum determinou, dentre outras autorizações, a substituição de garantia em dinheiro (crédito em conta corrente) ou safra já colhida por safra a ser plantada e que já foi dada em garantia no CDCA n. 01/2009 ou, ainda, por imóveis avaliados pela própria parte agravada (fls.435/437-TJ).

Por fim, é importante lembrar que a intenção do legislador foi burocratizar a recuperação empresarial, porém, garantindo que ela seja transparente, lícita e economicamente eficaz, valorando os direitos sociais individuais, sem extrapolar a esfera dos interesses econômicos envolvidos, mormente do mercado financeiro que gira ao redor das recuperandas. Por tais razões é que a função social atribuída a recuperação judicial tem seus limites. Assim, por qualquer ângulo que se examine a questão, inexistente qualquer fundamento legal que sustente a continuidade da decisão singular que determinou a liberação/substituição das garantias. Ante o exposto, confirmo a liminar de fls.385/388 e, em consonância com a douda Procuradoria de Justiça, dou provimento ao recurso para reformar a decisão agravada e manter as garantias e gravames vinculados aos créditos do agravante. É o voto. Vistos, relatados e discutidos os autos em epigrafe, a Primeira Câmara Cível do Tribunal de Justiça do Estado de Mato Grosso, sob a Presidência do Des. Orlando de Almeida Perri, por meio da Câmara Julgadora, composta pelo Dra. Marilsen Andrade Addario (Relatora convocada), Des. Orlando de Almeida Perri (1º Vogal) e des. Guiomar Teodoro Borges (2º Vogal convocada) proferiu a seguinte decisão: À Unanimidade, proveram o recurso."

Na decisão que envolve a execução e recuperação de crédito dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, temos: "Processo Digital n: 1086280-60.2014.8.26.0100 - Arresto - Liminar. Requerente: Gaia Agro Securitizadora S.A - Requerido: Cooperativa Agrícola de Monte Carmelo - Valor da Causa: R\$ 6.713.082,04. Vistos.

"Gaia Agro Securitizadora S/A, qualificada nos autos, por meio de advogado devidamente constituído, ajuizou Medida Cautelar de Arresto contra Cooperativa Agrícola de Monte Carmelo - Coopermonte, Massato Hatsuia, Ademir Araújo Pena, Rubens Tomé Moreno, Baltazar Batista, Edna Mieke Kato Dai, Galileu Cardoso Naves, Hemerson Bovi, Maria Hiroko Ono Kato, Luiz Claudio Mundim, Renato José Baiardi, Antonio Cesar Cantele, Joaquim de Araújo Pena e Luiz Antonio Maximiano, alegando os seguintes fatos:

1. A autora celebrou com a ré Cooperativa Agrícola de Monte Carmelo contrato de certificado de direitos creditórios do agronegócio CDCA, e adiantou recursos financeiros no valor de R\$ 6.713.082,04 (seis milhões, setecentos e treze mil, oitenta e dois reais e quatro centavos) para a ré (cooperativa) viabilizar a produção de café de seus cooperados;
2. Como garantia, a ré Coopermonte efetuou cessão de 5 (cinco) contratos de compra e venda de café, num total de 27.500 sacas, emitidas pelo cooperados da cooperativa em favor da própria Coopermonte;

3. Outra garantia feita pela ré Coopermonte foi a cessão de 13 (treze) cédulas de produto rural (CPR), relativas a sacas de café, emitidas pelos réus pessoas físicas, produtores rural e cooperados da Coopermonte, em favor da própria Coopermonte;
4. As cessões foram devidamente formalizadas por instrumento particular, por meio da qual a Coopermonte constituiu garantia de 100% de seus direitos creditórios relativos aos mencionados contratos de compra e venda de café e sobre as 13 CPR's;
5. Diante da garantia constituída, a autora celebrou contratos no mercado financeiro, e foram emitidos CRA's - Certificados de Recebíveis do Agronegócio, os quais foram adquiridos por investidores no mercado financeiro;
6. Segundo a autora a Coopermonte e os cooperados cujos contratos foram cedidos em garantia estão agindo com o objetivo de quebrarem o contrato;
7. A autora afirmou que os cooperados que figuram no polo passivo da presente cautelar estão planejando não entregarem as sacas de café na Coopermonte, porque o preço do café aumentou após a cessão de direitos feita pela Coopermonte;
8. Com o aumento no preço das *commodities*, os cafeicultores pretendem vender o café e com isso, pretendem pagar apenas o preço do café no momento da negociação, e não entregarem as sacas em espécie, que hoje equivalem a valores muito maiores que os da época da negociação;
9. Em 1º de setembro de 2014 a autora notificou a ré Coopermonte para informar se recebeu as sacas de café de seus cooperados que figuram no polo passivo e esta respondeu a notificação de forma evasiva, sem informar onde estão as sacas de café;
10. A Coopermonte informou que iria negociar a liquidação do CDCA até 1º/10/2014, em dinheiro, e não entregando as sacas de café em espécie.

Sob tais fundamentos, pediu liminar, inaudita altera parte, para determinar o arresto das sacas de café correspondentes aos CDCA's e às CPR's mencionadas na inicial, e expedição de cartas precatórias para as comarcas de Monte Carmelo, Nova Ponte, Paracatu, Estrela do Sul, Patrocínio e Campos Altos, no Estado de Minas Gerais, para cumprimento dos arrestos, pois são para as referidas comarcas que os cafés provavelmente foram desviados. Pediu também os benefícios do art. 172, parágrafo 2º, do CPC. Decido.

A questão a ser decidida é simples, e sem qualquer complexidade. A autora atua no mercado e celebrou contrato de financiamento com a ré Coopermonte. A Coopermonte cedeu em garantia contratos celebrados com seus cooperados. Na época da celebração da garantia o preço do café estava em baixa e agora, quando os cafeicultores deveriam entregar as sacas de café em espécie, o preço do produto subiu no mercado, e a entrega da colheita pelo preço contratado anteriormente irá resultar em lucro bem menos que o lucro que os cafeicultores aufeririam se vendessem o produto pelo preço de hoje.

Por isso, a pretensão dos cafeicultores é a de vender o café no mercado pelo preço atual, e pagar para a autora somente o valor do contrato, ou seja, a autora investiu a arriscou, e agora, no momento de auferir seu lucro, os cafeicultores revoltam-se e não querem cumprir o contrato.

A Coopermonte, que celebrou o contrato e tinha o dever de zelar para que seus cooperados entregassem-lhe as sacas de café em espécie, não está agindo para impedir que eles cumpram a entrega das colheitas, antes, pelo contrário, respondeu a notificação da autora informando que irá cumprir os pagamentos em dinheiro, ou seja, a Coopermonte está unida aos seus cooperados para lesar a autora.

Na verdade, os cafeicultores receberam dinheiro adiantado quando não tinham expectativa de aumento no preço da saca de café, e naquele momento, o adiantamento de recursos financeiros foi vantajoso, e agora, não querem que a autora aufera os lucros do que adiantou a eles, todavia, tudo foi devidamente contratado e o contrato tem que ser cumprido, *sob pena de violação ao princípio constitucional da segurança jurídica* (grifo nosso).

É certo que a autora irá auferir lucros maiores que a Coopermonte e seus cooperados, todavia, quando a cooperativa e seus cooperados não tinham meios de financiarem a produção, eles socorreram-se de títulos que seriam negociados no mercado financeiro e tem a obrigação de cumprirem o contrato, sob pena de causarem tumulto no mercado financeiro e perda da confiança dos investidores. Ressalto que comportamentos dessa natureza farão com que o crédito para a cafeicultura poderá aumentar de preço nas próximas safras, na medida em que a

probabilidade de descumprimento dos contratos aumentar com relação aos frutos desta colheita (grifo nosso).

E no caso concreto, a autora tem o dever de cumprir seus compromissos no mercado financeiro e para tanto tem que ter em sua posse as cacas de café, conforme especificado na inicial. O risco de prejuízo para o mercado financeiro é grande, e a permanecer a situação retratada na inicial, ocorrerá quebra de confiança do mercado, inibindo investimentos e fazendo com que os investidores queiram de volta o dinheiro investido, e se isso acontecer, ocorrerá graves problemas para a liquidação dos títulos emitidos no mercado financeiro.

Nessa medida, estão presentes os requisitos da cautelar, previstos no art. 813, inciso III, do CPC, e a liminar, inaudita altera parte visa exatamente a dar efetividade à prestação jurisdicional, porque pelo quadro delineado nos autos, os réus poderão vender suas colheitas, e tornar inócua a prestação jurisdicional."

Ante o exposto, defiro a liminar e determino o arresto do café produto da colheita da safra 2013/2014, conforme especificado na inicial, sendo os locais para cumprimento os especificados às fls. 26, 27 e 28 desta inicial."

Em pedido específico quanto ao complemento de sacas de café necessárias a composição dos volumes representadas pelas cprs lastros da operação seguem nova decisão. "Processo Digital n: 1092464-32.2014.8.26.0100 - Execução de Título Extrajudicial - Exequente: Gaia Agro Securitizadora S.A.. - Cooperativa Agrícola de Monte Carmelo e outros. Vistos.

"A autora alegou que não foi possível arrestar grãos suficientes para garantir o financiamento concedido à ré Coopermonte e seus cooperados e pediu a complementação do arresto com ativos financeiros. Decido.

A autora tem necessidade de ter em seu poder o café porque celebrou contrato e financiou a atividade econômica e agora os réus estão descumprindo o contrato, deixando de entregar o produto. Ao realizar os atos de arresto, não foi possível conseguir a quantidade de produto suficiente para a garantia de seu crédito.

E como a autora é instituição que exerce atividade econômica de securitização de créditos, e é fiscalizada pela CVM, ela tem o dever de buscar o crédito adquirido com os réus, sob pena de ser penalizada pela Comissão de Valores Mobiliários.

E ainda, o sistema financeiro precisa de previsibilidade, de garantias de que os negócios serão cumpridos, pois do contrário, no ano seguinte, o crédito a ser liberado para o agronegócio tornar-se-á mais caro. E como os réus criaram embaraços para a entrega do café, e não foi possível obter a totalidade do produto que foi dado em garantia contratual, o caso é de complementar o restante das garantias por meio do arresto de ativos financeiros (grifos nossos).

Ante o exposto, defiro o arresto dos ativos financeiros dos réus. Intime-se a autora para trazer aos autos planilha pormenorizada, especificando o valor dos ativos financeiros que deverá ser arrestado de cada um dos réus, com o respectivo CPF. Em seguida, proceda a serventia ao arresto de ativos financeiros."

Além dos casos destacados e quando destacados os indicadores da intensidade com que os direitos dos credores são protegidos pela legislação brasileira, mostra-se claramente que o Brasil está em uma situação particularmente desfavorável.¹⁸⁴ Esse indicador, que reflete as regras ditadas pelas leis que ordenam os processos de falência e, em especial, a efetividade do colateral – garantias – nas operações financeiras, mostra que a proteção legal ao credor é bem mais fraca no Brasil do que na média da América Latina ou de qualquer outra região do

¹⁸⁴ COSTA, Ana Carla A.; DE MELLO, João M. P. *Judicial Risk and Credit Market Performance: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans* in *Financial Markets Volatility and Performance in Emerging Markets* Volume Author/Editor: Sebastian Edwards and Márcio G. P. Garcia. University of Chicago Press, 2008.

mundo. É interessante observar, porém, que a principal reclamação dos credores no Brasil não é a qualidade das leis, mas a sua aplicação – morosa e às vezes parcial.¹⁸⁵

Na economia, a segurança jurídica leva a *regras do jogo* claras e estáveis. Quanto menos segurança houver, mais arriscadas se tornam as relações jurídicas, e em especial as transações econômicas, pois as bases em que estas se calcam ficam mais instáveis, seus efeitos mais difíceis de prever, e seus custos e benefícios mais complicados de calcular, uma vez que a insegurança jurídica é também do devedor e causam uma seleção adversa. Isso desestimula o investimento e o aumento da produtividade e, conseqüentemente, o crescimento econômico. Fortalecer as instâncias de planejamento no governo de forma a melhorar a concepção, o planejamento e a coordenação das políticas públicas. Desestimular o ativismo judicial, legitimando socialmente a importância de contar com investidores privados.

Em especial, e como valorado anteriormente, a segurança jurídica sob determinado aspecto não decorre apenas da estabilidade, certeza, previsibilidade do regime jurídico aplicável e do ordenamento jurídico positivo, mas ao contrário a incerteza jurídica e a baixa proteção dos direitos de propriedade vêm também do grau de respeito dos princípios ou cláusulas gerais, na sua interpretação e aplicação pelo Judiciário. Mais especificamente, a segurança jurídica requer que esses preceitos sejam respeitados na atuação da Justiça, na legítima, informada e imparcial aplicação da lei pelos magistrados. A decidibilidade que ocorre quando o Judiciário interpreta as regras gerais e abstratas criadas pelo legislador, estabelecendo a jurisprudência por meio de um conjunto consistente de sentenças, acórdãos e outras decisões, ocorridas independentemente ao longo do tempo. Isto provocará certa uniformidade da interpretação e aplicação da norma pelos diferentes tribunais.

Os índices que medem a eficiência do sistema judicial para imposição de contratos (*contract enforcement*) levam em conta três dimensões: tempo, custo e número de procedimentos. A dimensão tempo mede o número de dias que necessários para resolver uma disputa comercial na justiça. A dimensão custo mede o percentual do valor da causa que é gasto pelo autor para custear o processo e a dimensão número de procedimentos é medida pelo número de interações entre as partes ou entre estas e o juiz ou oficial de justiça para que se cumpram as medidas ou procedimentos na imposição dos direitos dos contratos. O sistema judicial brasileiro está congestionado, mas tudo indica que simplesmente continuar injetando

¹⁸⁵ Ver MENDES, Marcos. *Por que o Brasil cresce pouco?: desigualdade, democracia e baixo crescimento no país do futuro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014. p. 55 e s.

mais recursos, sem mudar as normas processuais não vai resolver o problema.¹⁸⁶ Em outras palavras, é preciso aumentar a eficiência com que o Judiciário resolve os litígios, instrumentos jurídicos frequentemente utilizados com fins meramente protelatórios, compõe a grande maioria dos processos atuais.

Os casos apresentados aqui, ainda que em amostragem menor, conseguem dispor que a jurisprudência atual sobre julgamento de conflito de interesses nos sistemas agroindustriais tem evoluído na preservação dos interesses do credor e melhor proteção do próprio sistema. Pelas características próprias do setor, como vimos podemos obter mais rapidamente decisões justas e chegar a algumas conclusões específicas. Assim, nas operações de crédito para o agronegócio são aplicáveis como forma de assegurar melhor resultado na execução, as ações cautelares, na grande maioria dos casos. As medidas cautelares estão sempre fundadas em hipóteses em que a utilidade e a eficácia de um determinado procedimento judicial, neste caso a ação de execução corre o risco de acabar esvaziada, pela passagem de tempo ou pela

¹⁸⁶ As estatísticas do Conselho Nacional de Justiça (CNJ) relativas a 2013 revelam que o Poder Judiciário continua vivendo uma situação paradoxal. Os tribunais do País aumentaram significativamente o número de acórdãos e sentenças - graças a investimentos em informatização e digitalização de processos, criação de novas varas, expansão dos Juizados Especiais, contratação de mais magistrados e serventuários -, mas o número de novos processos cresceu mais do que o número de ações julgadas pela magistratura. As diferentes instâncias e braços especializados do Poder Judiciário decidiram cerca de 17,8 milhões de ações judiciais no decorrer de 2013. Mas, segundo levantamento do Departamento de Gestão Estratégica do CNJ, o número de ações judiciais recebidas pelos tribunais foi de aproximadamente 19,4 milhões - uma diferença de 1,6 milhão. Assim, a maioria das cortes não conseguiu atingir a chamada Meta 1 - compromisso firmado pelas Justiças Estadual, Federal, Trabalhista, Eleitoral e Militar com o CNJ com o objetivo de julgar mais ações que a quantidade de processos impetrados no ano. O pior desempenho foi o das Justiças estaduais. Elas atingiram 87,64% da Meta 1, ficando abaixo da média nacional, que foi de 91,34%. Os piores resultados foram dos Tribunais de Justiça (TJ) do Amapá, da Bahia e de São Paulo, que cumpriram apenas 73% da meta. Dos 65 mil processos incluídos na meta, o Tribunal de Justiça do Amapá só julgou 48 mil. No caso da Bahia, o TJ-BA decidiu 358 mil dos 623 mil processos que tinha de encerrar. E, em São Paulo, os juízes e desembargadores do TJ-SP - a maior corte do País - sentenciaram 1,9 milhão dos 2,6 milhões de ações judiciais abrangidas pelo acordo com o CNJ. Nos tribunais superiores, a média de cumprimento da Meta 1 ficou em 89,41%. Na Justiça Federal, o índice médio dos cinco Tribunais Regionais Federais foi de 95,45%. Os resultados mais expressivos, segundo o Departamento de Gestão Estratégica do CNJ, foram obtidos pela Justiça Eleitoral. O melhor resultado foi alcançado pelo TRE do Pará, que julgou dez mais ações que o estipulado pela Meta 1. Em seguida, destacaram-se os TRÉs de Goiás, Rio Grande do Sul e Bahia, cujos índices de cumprimento da meta ficaram em 386%, 361% e 335,08%, respectivamente. O TRE de São Paulo ficou na sétima colocação, com um índice de cumprimento da meta de 269,75%. Os números dão a dimensão das dificuldades que o Poder Judiciário vem enfrentando para aumentar a produtividade, agilizar a tramitação das ações e reduzir as taxas de congestionamento. O maior desafio da racionalização do sistema judicial está no caso das demandas repetitivas, afirmam os juízes. Eles argumentam que, como o Código Civil foi concebido para atender a demandas individuais, não podem agrupar todas as ações idênticas e responder a todas elas com base numa só decisão. Outro desafio por eles apontado é acabar com o recorrente questionamento, por parte da União, dos Estados e dos municípios, de temas já pacificados pelos tribunais superiores. O setor público é responsável por 51% das demandas judiciais em tramitação. Para reduzir o problema, entidades de magistrados sugerem que os tribunais superiores identifiquem temas repetitivos de repercussão geral que ainda não foram discutidos no mérito e os julguem o mais rapidamente possível. Atualmente, há 332 temas de repercussão geral já reconhecida pelo Supremo Tribunal Federal, aguardando julgamento de mérito.

conduta do devedor, assim caberá em sede cautelar as medidas de sequestro ou arresto de produto agropecuário para assegurar futura execução enquanto ação principal.

Com o propósito de atender a tutela específica nas obrigações de entregar produto e diante das peculiares características do mercado agrícola, os instrumentos processuais específicos têm feito diferença em relação aos procedimentos comuns. Apresentada em juízo a petição inicial da ação executiva, e estando esta com todas suas exigências atendidas, será determinada a citação do devedor, para, no prazo de 10 dias, entregar o produto ao credor ou depositá-lo em juízo, caso queira opor Embargos à Execução. Poderá ainda o juízo, fixar multa por dia de atraso no cumprimento da obrigação de entrega. Uma vez citado o devedor, podem ocorrer as seguintes situações:

a) o devedor entrega a coisa ao credor, oportunidade em que a Ação Executiva restará satisfeita, salvo se for necessário seu prosseguimento para pagamento de frutos ou ressarcimento de prejuízos;

b) o devedor deposita a coisa em juízo, nascendo o direito de ingressar com Embargos à Execução;

c) o devedor permanece inerte, não entregando nem depositando a coisa em juízo, oportunidade em que será expedido mandado de busca e apreensão, de modo a permitir seu depósito em mãos do credor;

d) o devedor aliena a terceiros a coisa litigiosa, oportunidade em que será expedido mandado de busca e apreensão contra o terceiro adquirente, ainda que de boa-fé, que somente será ouvido depois de depositá-la em juízo;

e) o produto vendido não é entregue, se deteriorou, não foi encontrado, ou estando em mãos de terceiros não tenha o credor interesse em ali apreendê-lo, caso em que a ação será convertida em perdas e danos para cobrança dos prejuízos.

Como se observa, a grande eficácia da Ação de Execução para Entrega de Coisa reside no fato de que qualquer discussão acerca da mesma deverá ser precedida da apresentação do produto devido, seja espontaneamente pelo devedor, seja pelo credor através da apreensão através das medidas cautelares e procedimentos específicos. Contudo, é necessário ressaltar que como meio de aumentar o sucesso de eventual busca e apreensão do produto devido, o credor deverá realizar o monitoramento e na constatação *in loco* desde o início do plantio até a produção, e ainda, local onde o produto está sendo armazenado, ou para quem está sendo alienado, conforme já estudado em item próprio acima.

Nas obrigações de entrega de coisa identificada apenas pelo gênero (p. ex., soja, café, açúcar, álcool e fumo) e quantidade, deverá, no início do processo executivo, ser individualizada a coisa devida. Por esta razão, nos parece que a melhor solução é que no próprio Contrato ou Cédula de Produto Rural seja desde o início identificado o produto contratado, de modo a evitar este incidente de individualização. Observamos que a cobrança de Cédula de Produto Rural deve seguir o rito da Execução para Entrega de Coisa Incerta, muito embora já existam decisões judiciais no sentido da utilização da Ação de Execução para Entrega de Coisa Certa, desde que na própria cédula o produto esteja individualizado.

Desta forma, o credor tem eficaz meio para conseguir o adimplemento das obrigações e a recuperação do crédito através da entrega forçada de produtos agropecuários. Para garantir o resultado prático e útil da Ação de Execução para Entrega de Coisa, seja certa ou incerta, poderá o credor utilizar-se das medidas cautelares de sequestro e arresto. Tais procedimentos cautelares visam garantir o sucesso dos processos executivos, não aguardando o prazo da execução ou possível desvio do produto, na maior parte das vezes, evitando que o devedor desvie o produto devido que será exigido pela Ação de Execução.

Entre as medidas cautelares típicas, o sequestro consiste na apreensão de bem determinado, objeto do litígio, para lhe assegurar a entrega nas condições contratadas, pondo fim a execução. Paralelamente, o arresto cautelar é medida que consiste na apreensão judicial de bens do devedor, feita a requerimento de alguém que se afirme seu credor, para segurança de alguma pretensão de natureza monetária ou de alguma pretensão específica tornada impossível de execução *in natura*.

No sequestro a constrição recai sobre bens determinados, ou seja, serão apreendidos os bens que constituem o objeto do contrato não cumprido, com a finalidade de garantir a entrega da coisa à parte vencedora na execução. A finalidade dessa medida é a conservação da integridade da coisa sobre a qual versa a disputa judicial, preservando-a de danos, de depreciação ou deterioração. Requisito essencial para que a medida seja requerida é que haja prova literal da dívida (contrato não cumprido) e demonstração do perigo da demora na decisão da futura execução (feita através da execução).

Neste ponto, se mostrará essencial o acompanhamento da produção do produto devido, como antes observado, eis que deverá fornecer dados quanto ao término da colheita (p. ex., seus desvios a terceiros e falta de tratos culturais). Ademais, caso o credor demonstre que ao ser citado para a Ação Cautelar o devedor poderá desviar o produto devido, frustrando da mesma forma a Ação Executiva, poderá o juízo conceder medida liminar que garantirá o êxito

da Ação de Execução. Uma vez deferida a medida liminar na ação cautelar, o credor poderá realizar a constrição do produto a ele vendido ou prometido, antes mesmo do ingresso da Ação de Execução para Entrega de Coisa, que poderá ser iniciada após o vencimento da obrigação ou com o vencimento antecipado na devida comprovação de uma das hipóteses expressas nos Contratos ou nas Cédulas de Produto Rural.

A medida judicial de sequestro é autoexequível, importando imediata expedição do mandado executivo. Não há citação do réu para a execução, nem possibilidade de embargos. O cumprimento do mandado faz-se até com o emprego de força policial, caso haja resistência. O bem sequestrado é colocado sob custódia de um depositário judicial, nomeado pelo juiz. A entrega dos bens sequestrados ao depositário far-se-á logo depois que este assinar o compromisso. O depositário não é representante das partes, e seu desempenho constitui-se função pública, possuindo o dever de preservar a coisa. Quando sobrevier a sentença de mérito e sendo favorável aquele que requereu o sequestro, o bem objeto da medida cautelar postulada converter-se-á em depósito, em favor do credor.

De acordo com o estudo de casos¹⁸⁷ e em conjunto com os demais conceitos e desenvolvimentos nessa tese, foi realizado estudo de casos de mesma natureza aos aqui estudado. Definiram-se inicialmente regiões de grande relevância ao agronegócio, considerando-se a produção e a comercialização. São elas: Sul – Paraná e Rio Grande do Sul; Sudeste – São Paulo, Minas Gerais e Espírito Santo; Centro-Oeste – Goiás, Mato Grosso e Mato Grosso do Sul; e Nordeste – Pernambuco. Para definição da importância de tais regiões para o agronegócio, foram feitas pesquisas nos tribunais competentes, escritórios de advocacia especializados no contencioso agrícola destacados nas regiões definidas. Como resultado dessa pesquisa, durante a qual foram analisados 180 (cento e oitenta) processos de execução, reunidos como amostragem dentro das áreas (regiões de atuação, estruturas contratual e operacional) usuais no financiamento à atividade, chegamos às seguintes podemos destacar:

a) as medidas judiciais de execução para entrega de produto (objeto dos contratos e das Cédulas de Produto Rural) têm demonstrado ser, ainda que possa contar com grande volume de processos e do estado moroso em que se encontram a maioria dos Tribunais Estaduais do país, instrumento rápido e eficaz na recuperação dos créditos agrícola;

b) o pedido liminar (sequestro) ocorre, normalmente, no prazo médio de 72 horas após a entrega dos documentos necessários pelo credor ao escritório de advocacia contratado. A

¹⁸⁷ O resultado aqui apresentado foi publicado em artigo próprio de nossa autoria, Recuperação de crédito nas operações agrícolas e regulação do mercado bancário (*Revista de Direito Mercantil* n. 146, abr./jun. 2007, p. 122 e s.).

análise e concessão da medida pelo juiz ocorre no primeiro despacho da autoridade com a apresentação do pedido, o que se dá normalmente em no máximo 24 horas ou um dia da petição inicial. Com as diligências dos advogados em conjunto com o oficial de justiça, ocorre imediatamente após concessão da liminar, independentemente do dia da semana ou hora do dia da concessão liminar, na apreensão do produto no local onde estiver, conforme relatórios de monitoramento e gestão do produto. Os procedimentos judiciais apresentados necessitam para adequada efetividade das medidas judiciais, dos serviços de monitoramento de lavouras prestados adequadamente e fiel depósito dos produtos colhidos;

c) conclui-se essencial à prestação dos serviços de monitoramento de lavouras outorgadas como garantia em operações de financiamento agrícola, bem como sua posterior administração através do controle de estoques depositados em armazéns, tem-se como fundamental no objetivo de melhor controle do risco, a atividade da empresa de *colateral management*, com objetivo de: a) identificação e inspeção das áreas que serão empenhadas em garantia ao banco; b) controle e manutenção dos percentuais da garantia de forma a identificar eventual redução desse percentual que possa resultar em maior exposição do banco em relação ao risco do crédito; c) identificação das quebras e frustrações de safra iniciando antes do processo de colheita, acompanhamento da lavoura, verificação das causas que possam ou venham a resultar na deterioração, depreciação, ou eventual extravio do produto por parte do tomador dos recursos se torna um meio preventivo de conduta por parte da instituição financeira em minimizar as eventuais perdas que possa sofrer. Dessa forma, o monitoramento possibilita à instituição financeira realizar uma gestão efetiva de riscos e proteção de sua garantia e a tomada de medidas necessárias e imediatas aqui citadas;

d) reforçamos nossa opinião de que os instrumentos processuais fornecem meios eficientes para compelir o devedor a entregar os produtos constantes de Contrato ou de Cédulas de Produto Rural, dentre outros da espécie dos títulos executivos extrajudiciais. Ainda é muito comum que após o sequestro do produto, as partes venham a se compor liquidando a obrigação com a entrega amigável do produto ou com a aceitação pelo credor do equivalente em dinheiro nas mesmas condições originalmente pactuadas, na grande maioria dos casos dentro de 30 dias da concessão da medida cautelar e antes da propositura da Ação de Execução;

e) a execução de penhor ou hipoteca deixa de ser medida primária na recuperação de crédito de operações agrícolas, passando a ser vista como medida subsidiária, na hipótese de

se mostrar frustrada a tentativa da execução do objeto original da obrigação principal, prevista como procedimento da Ação de Execução para Entrega de Coisa; e

f) a hipótese de conversão para perdas e danos fica restrita à ocorrência de inadimplemento absoluto, se não for possível o adimplemento pelas formas específica ou equivalente, nas quais não há qualquer possibilidade de execução da coisa, pelo seu perecimento ou desvio, principalmente relacionadas nas operações agrícolas à falta de monitoramento de lavouras ou da administração colateral de estoques.

Notem que em grande parte dos casos analisados, foi verificada a presença de acordo em caso de êxito no cumprimento da medida cautelar com a possibilidade de solicitação ao juízo de venda do produto, quando perecível ou pendente de exportação. Não é outra conclusão senão essa que se extrai desses casos diante dos quais podemos afirmar que com o cumprimento de todas as medidas de monitoramento, bem como, com o recebimento de toda documentação pertinente devidamente formalizada e uso das medidas judiciais assecuratórias, os percentuais de êxito na recuperação dos créditos são de aproximadamente 90% (noventa por cento) nos sistemas agroindustriais pesquisados.

Em geral, contudo, a taxa de recuperação de crédito no Brasil, que também leva em conta a demora do processo, a depreciação dos ativos e o custo de oportunidade pelo capital empregado pelo credor na disputa comercial, coloca o Brasil na 24ª posição entre 28 países comparados, conforme dados do Banco Mundial. Portanto a incerteza jurídica é mais uma barreira ao investimento privado.¹⁸⁸ Sabe-se que grande número de casos levados aos tribunais por pessoas, empresas e grupo de interesses são protocolados não para discutir um direito, mas para explorando a lentidão do sistema judiciário, adiar o cumprimento de uma obrigação.¹⁸⁹ Em um ambiente de instabilidade jurídica, os poupadores adotam comportamentos defensivos e preferem alocar seus recursos em ativos mais seguros, mesmo que tenham que abrir mão da rentabilidade.¹⁹⁰ Pelo exposto, não há dúvida de que o crédito é uma ferramenta fundamental para o crescimento econômico,¹⁹¹ dado que ele permite que a

¹⁸⁸ LA PORTA, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes Andrei Shleifer; Robert W. Vishny. Law and finance. *The Journal of Political Economy*. The University of Chicago Press. vol. 106, Issue 6, 2003, p. 1114.

¹⁸⁹ PINHEIRO, Armando Castelar. Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados. Artigo preparado como parte do projeto de pesquisa *Addressing Judicial Reform in Brazil: Institutions and Constituency Building*, realizado pelo Instituto de Estudos Econômicos, Sociais e Políticos de São Paulo (IDESP), Texto para Discussão n. 966, 2002, p. 12.

¹⁹⁰ ARIDA, Pérsio; André Lara Rezende. *Crédito, juros e incerteza jurisdicional: conjecturas sobre o caso Brasil*. São Paulo: Civilização Brasileira, p. 213.

¹⁹¹ DAM, Kenneth W. *The Judiciary and Economic Development*. University of Chicago Law School. Working Paper n. 287, 2006, p. 16.

poupança pública disponível seja captada e alocada em setores e segmentos carentes de investimentos.

CONCLUSÃO

O escopo deste trabalho foi delimitado em sua introdução como a nova relação do agronegócio com o mercado financeiro e de capitais inaugurada pela edição da Lei n. 11.076, de 31 de dezembro 2004, em uma perspectiva de necessária ruptura com o antigo sistema. Como definição adotada, o Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio teve aqui descrita sua regulação atual e a securitização de direitos creditórios foi colocada no centro do presente estudo, mas também relacionando esse instrumento ao crescimento econômico e desenvolvimento dos sistemas agroindustriais.

Tratamos de reconhecer inicialmente que está superada antiga divisão da economia em três setores: primário, secundário e terciário, incluindo no primeiro setor o conjunto de atividades econômicas relacionadas ao meio rural, lidamos nessa tese apropriadamente com os sistemas agroindustriais. A evolução socioeconômica, sobretudo com os avanços tecnológicos, levou a atividade ao desenvolvimento de organizações e atuação do meio rural através de redes negociais dentro de um contexto sistemático e integrado.

Ante algumas limitações para pesquisa na área jurídica, buscamos repensar a relação do Estado, Direito e Desenvolvimento, com vistas ao planejamento da atual atividade econômica agroindustrial. Assim, concretizar a noção de planejamento do Estado no desenvolvimento de infraestrutura de mercado de títulos e valores mobiliários de dívida privada. Para tanto, também foi necessário descrever e comparar o SNCR e os títulos de crédito agrícola que formam esse novo sistema, responsáveis por uma alocação mais eficiente de recursos físicos e financeiros entre produtores, empresas privadas e agentes financeiros.

Reforçamos que os instrumentos que inauguram o novo sistema importam em uma mais adequada mobilização de crédito e diversificação de riscos, o que tem permitido suprir parte relevante dos recursos para o agronegócio, setor que detêm intrinsecamente riscos diversificados e de maior complexidade, no desenvolvimento de novas fontes com a oferta dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio no âmbito do mercado de capitais.

Como vimos, securitização é uma tecnologia financeira usada para converter uma carteira relativamente homogênea de ativos em valores mobiliários passíveis de negociação. É uma forma de transformar ativos relativamente não líquidos em títulos mobiliários líquidos e de transferir os riscos associados a eles para investidores que os comprem. Os benefícios das operações de securitização foram, ainda, reforçados pelo aparato da afetação e segregação

patrimonial e pelo tipo de classificação outorgada às emissões destes títulos pelas empresas de classificação de riscos.

Buscamos oferecer ampla discussão sobre os fundamentos econômicos e a tecnologia jurídica na formação do Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio e a securitização de direitos creditórios no incentivo ao desenvolvimento do mercado de crédito privado. Assim, relacionamos a economia, o mercado e o direito em nossas pesquisas, fugindo da abordagem jurídica tradicional que analisa um instrumento financeiro de forma isolada. A matriz sobre a qual esse estudo do crédito ao agronegócio foi colocada envolveu a discussão sobre sua segurança com efeito ao ponto central.

No processo de desenvolvimento das economias contemporâneas ficou claro o surgimento de diversos instrumentos, que a partir da especialização de fontes e destinatários permitem atender determinadas demandas específicas de setores mais complexos. Esses arranjos foram também trabalhados aqui, e a inovação financeira, apoiada na superestrutura e tecnologia jurídica. Desta forma, conseguimos indicar que os valores mobiliários dão maior agilidade do processo de transferência de recursos, uma vez que são padronizados e aptos a circular em massa.

Nesse contexto e diante da discussão metodológica atual, a jurisprudência deve apontar para a necessidade de segurança jurídica, uma vez que as declarações negociais têm por objetivo determinada consequência jurídica. É, então, destacado aqui o resultado da integração das atividades verticalmente alinhadas dos sistemas agroindustriais e a reunião desses sistemas em um complexo atualmente circunscrito às organizações e a interação entre elas, o que faz surgir no setor uma tecnologia possível que leva à redução dos custos tradicionais. Também, assim, a questão judicial permeou o estudo do crédito na medida em que fornece proteção ao investidor e direciona sua escolha.

Desta forma, buscamos transmitir, com a jurisprudência citada, na questão central da decidibilidade, que apesar de pouco relacionadas com os valores constitucionais da ordem econômica, e ainda não menos necessárias ao desenvolvimento, há maior apreço à força vinculante dos contratos e à proteção dos investimentos e do crédito nas decisões recentes que envolvem a discussão do crédito nos sistemas agroindustriais, colocando-se como fundamental uma sistematização atual dos valores do Direito Comercial na complexa e multifacetada sociedade contemporânea.

Ainda, feita a taxonomia dos subsistemas do mercado financeiro, com base comparativa entre o mercado de crédito bancário e o mercado de capitais, conseguimos

destacar no âmbito desse último uma estrutura diversificada com especialização das instituições em segmentos distintos do mercado, a diversificação de instrumentos, a existência e o desenvolvimento de mercados secundários e os instrumentos como fontes de financiamentos de longo prazo. Conjunto de efeitos que leva à retomada do crescimento econômico em condições mais competitivas e liderada por investimentos privados.

Centralizando o desenvolvimento do mercado de crédito privado no âmbito do mercado de capitais dentro de sua maior eficiência e segurança, foi possível concluir que há uma ruptura nas formas de financiamento agrícola brasileiro, e que após a identificação de alguns obstáculos tem sido incentivado o direcionamento da poupança pública para o agronegócio, o que se trata de grande oportunidade para mudar o panorama do financiamento dos sistemas agroindustriais. Conseguimos inferir, então, a existência de um mercado com identificação de modalidades próprias de financiamento e a constatação de que isso impacta o desenvolvimento econômico, com destaque à necessária adequação das políticas públicas na combinação das estratégias empresariais e a desintermediação do crédito e desenvolvimento do mercado de capitais de dívida agrícola como mecanismos redutores de incerteza e segurança do crédito.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ACEMOGLU, Daron; ROBINSON, James. *Por que as nações fracassam: as origens do poder, da prosperidade e da pobreza*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- ADAMEK, Marcelo Vieira Von (coord.). *Temas de direito societário e empresarial contemporâneos*. São Paulo: Malheiros, 2011.
- AGUIAR JÚNIOR, Ruy Rosado de. *O poder judiciário e a concretização das cláusulas gerais: limites e responsabilidade*. Palestra proferida na Faculdade de Direito da UFRGS, por ocasião do lançamento do livro “A boa-fé no direito privado”, de autoria da Prof. Dra. Judith Martins-Costa em 29 nov. 1999.
- ALBÁN, Jorge Oviedo (coord.). *Derecho comercial en el siglo XXI*. Bogotá: Universidad de la Sabana, 2008. p. 1-31.
- ALEGRIA, Héctor. *Reglas y principios del derecho comercial*. Buenos Aires: La Ley, 2008.
- ALLEN, Douglas W. *The nature of the farm: contracts, risk, and organization in agriculture*. Cambridge: MIT Press, 2002.
- _____; LUECK, Dean. *The Nature of the Farm: contracts, risks, and organization in agriculture*. Massachusetts: MIT Press, 2003.
- ALMEIDA, Antonio Pereira de. *Direito dos Valores Mobiliários*. Coimbra: Coimbra Editora, 2006. v. VI.
- ALMEIDA, Luciana Florêncio de. *Ambiente institucional e contratos de crédito agrícola: três estudos críticos*. 2008. 238 f. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- _____; ZYLBERSZTAJN, Décio. Análise comparada entre o mercado de crédito agrícola no Brasil e nos Estados Unidos. *Organizações Rurais & Agroindustriais, Lavras*, v. 14, n. 1, p. 76-90, 2012.
- AMBRÓSIO, Maria. Le operazioni bancarie in generale. *Revista da Faculdade de Direito da Universidade de Lisboa*, Coimbra, p. 35-42, supl. (1997).
- ANDRADE, Manuel A. Domingues de. *Ensaio sobre a teoria da interpretação das leis*. 4. ed. Coimbra: Armênio Amado, 1987.
- ANDREZO, Andrea F. e LIMA, Iran Siqueira. *Mercado financeiro: aspectos conceituais e históricos*. São Paulo: Atlas, 2007.

- ANTUNES, José A. Engrácia. *Os títulos de crédito: uma introdução*. Coimbra: Coimbra Editora, 2012.
- ARAÚJO, Fernando. *Teoria económica do contrato*. Coimbra: Almedina, 2007.
- ARENDT, Hannah. *A vida do espírito: o pensar, o querer, o julgar*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2008.
- ARIDA, Pérsio; REZENDE, André Lara. *Crédito, juros e incerteza jurisdicional: conjecturas sobre o caso Brasil*. São Paulo: Civilização Brasileira, 2004.
- ARIDA, Pérsio. *Mecanismos compulsórios e mercados de capitais: propostas de política econômica*. Texto para discussão n. 8, do Instituto de Estudos de Política Econômica. Disponível em: http://fernandonogueiracosta.files.wordpress.com/2010/08/arida_bndes-original.pdf. Acesso em: 13 out. 2013.
- ASCARELLI, Tullio. *Teoria geral dos títulos de crédito*. Campinas: Servanda Editora, 2009.
- _____. *Problemas das sociedades anônimas e direito comparado*. Campinas: Bookseller, 2001.
- ASQUINI, Alberto. Perfis da empresa. Tradução de Fábio Konder Comparato. *Revista de Direito Mercantil*, v. 35, n. 104, p. 109-126, out./dez. 1996.
- ATYIAH, Patrick Selim. *An introduction to the law of contract*. 5. ed. New York: Oxford University Press, 1995.
- _____. *The rise and fall of freedom of contract*. New York: Oxford University Press, 1979.
- AUGUSTO, Ana Maria Ferraz. Incentivos: instrumentos jurídicos do desenvolvimento. *Revista de Direito Público*, n. 47/48, p. 277-288.
- AZEVEDO, Álvaro Villaça. *Teoria geral das obrigações e responsabilidade civil*. São Paulo: Atlas, 2008.
- _____. (coord.). *Código civil comentado: direito das obrigações: artigos 233 a 420*, V. IV. São Paulo: Atlas, 2008.
- AZEVEDO, Antônio Junqueira de. *Negócio jurídico: existência, validade e eficácia*. 4. ed. atual. São Paulo: Saraiva, 2002.
- BACHA, Carlos José Caetano. *Economia e política agrícola no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2004.
- BACHA, Edmar. *Belíndia 2.0: fábulas e ensaios sobre o país dos contrastes*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

- _____; BOLLE, Monica Baumgarten de (org.). *O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate*. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.
- _____; _____. (org.). *Novos dilemas da política econômica: ensaios em homenagem a Dionísio Dias Carneiro*. Rio de Janeiro: LTC, 2011.
- _____; OLIVEIRA FILHO, Luiz Chrysostomo (org.). *Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros*. Rio de Janeiro: Contra Capa, 2005.
- BAER, Werner. *A economia brasileira*. 3. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Nobel, 2009.
- BANCO INTERAMERICANO DE DESENVOLVIMENTO. *Libertar o crédito: como aprofundar e estabilizar o financiamento bancário*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- BARRETO, Lauro Muniz. *Financiamento agrícola e títulos de crédito rural*. São Paulo: Max Limonad, 1968.
- BARROS, José Roberto Mendonça de. *Crescer não é fácil: a crise, a economia global e o crescimento brasileiro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- BASTOS, Celso Ribeiro. Da política agrícola e fundiária e da reforma agrária. In: *Comentários à Constituição do Brasil*. São Paulo: Saraiva, 1990. v. 7.
- BATALHA, Mario Otávio (coord.). *Gestão agroindustrial*. São Paulo: Atlas, 2008.
- BATTLES, Ralph W.; THOMPSON JR., Robert C. *Fundamentals of agribusiness finance*. Iowa: Iowa State University Press, 2000.
- BEATTIE, Alan. *Falsa economia: uma surpreendente história econômica do mundo*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2010.
- BEDAQUE, José Roberto dos Santos. *Efetividade do processo e técnica processual*. São Paulo: Malheiros, 2010.
- BERNSTEIN, Peter L. *A história do mercado de capitais: o impacto da ciência e da tecnologia nos investimentos*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- BEVILAQUA, Clóvis. *Código Civil dos Estados Unidos do Brasil*. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1960.
- BITENCOURT, Cezar Roberto; BREDÁ, Juliano. *Crimes contra o sistema financeiro nacional e contra o mercado de capitais*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2014.
- BITTENCOURT, Mário Diney Corrêa. O direito econômico. *Revista de Direito Público*, v. 20, n. 81, p. 231-236, jan./mar. 1987.
- BLAIR, Henry Peter. *Turn-around Third World Lessons First World Growth*. New York: Basic Books, 2013.

- BONELLI, Regis (org.). *A agenda de competitividade do Brasil*. Rio de Janeiro: FGV, 2011.
- BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Securitização como parte da segregação do risco empresarial. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem* n. 10, out./dez. 2000.
- BORIS, Fausto. *História Concisa do Brasil*. 2. ed. São Paulo: EDUSP, 2008.
- BRASSEUL, Jacques. *História económica do mundo: das origens aos subprimes*. Lisboa: Texto & Grafia, 2011.
- BRUSCATO, Wilges. A proteção judicial aos investidores no mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais* n. 28.
- BUAINAIN, Antônio Márcio; ALVES, Eliseu; SILVEIRA, José Maria da e NAVARRO, Zander (Eds. Técnicos). *O mundo rural no Brasil do século 21: a formação de um novo padrão agrário e agrícola*. Brasília: Embrapa, 2014.
- BUCKLEY, Peter J.; MICHIE, Jonathan. *Firms, organizations and contracts: a reader in industrial organization*. New York: Oxford University Press, 1996.
- BULGARELLI, Waldirio. A atividade negocial no projeto de Código civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*, v. 23, n. 56, p. 113-121, out./dez. 1984.
- BURANELLO, Renato M. *Sistema privado de financiamento do agronegócio*. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Quartier Latin, 2011.
- _____. *Private system for the financing of agribusiness: legal regime*. São Paulo: Quartier Latin, 2010.
- _____. A autonomia do direito no agronegócio. *Revista de Direito Mercantil*. São Paulo, ano XLVI, nova série, n. 145, p. 185-193, jan./mar. 2007.
- _____. *Sistema privado de financiamento do agronegócio: regime jurídico*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- CÂMARA, Paulo. *Manual de direito dos valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2009.
- _____; MAGALHÃES, Manuel (coord.). *O novo direito bancário*. Coimbra: Almedina, 2012.
- CAMINHA, Uinie. *Securitização*. São Paulo: Saraiva, 2006.
- _____. *Securitização*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007.
- CANÇADO, Thais Romano; GARCIA, Fábio Gallo. *Securitização no Brasil*. São Paulo: Atlas, 2007.
- CANTIDIANO, Luiz Leonardo; MUNIZ, Igor (org.). *Temas de direito bancário e do mercado de capitais*. Rio de Janeiro: Renovar, 2014.

- CARNEIRO, Dionísio Dias; GOLDFAJN, Ilan. *A securitização de hipotecas no Brasil*. Texto para discussão n. 426, do Departamento de Economia da PUC-Rio. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/pdf/td426.pdf>. Acesso em: 25 mar. 2013.
- _____; GARCIA, Marcio (coord.). *Private Internacional Capital Flows to Brasil*. Série Financiamento del desarrollo, n. 33, out/1995.
- CARSON, John. Self-regulation in securities markets. *World Bank Policy Research Working Paper* 5542. Disponível em: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/3313/WPS5542.pdf?sequence=1>.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. Investimento, poupança e financiamento. In: *Economia Monetária e Financeira*. São Paulo: Elsevier, 2007.
- CARVALHO FILHO, Eleazar de. *Avanços e desafios na reforma do mercado de capitais brasileiro*. Mercado de capitais e crescimento econômico: lições internacionais, desafios brasileiros.
- CARVALHOSA, Modesto. *Direito Econômico: obras completas*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2013.
- CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; WARDE JR., Walfrido J.; GUERREIRO, Carlina (coords.). *Direito Empresarial e Outros Estudos de Direito em Homenagem ao Prof. José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo: Quartier Latin, 2013.
- CAVALLI, Cássio Machado. *Direito comercial: passado, presente e futuro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- CHADDAD, Fabio R.; LAZZARINI, Sérgio G. Relações contratuais de crédito agrícola e o papel dos agentes financeiros privados: teoria e evidências dos EUA. *Revista de Economia e Sociologia Rural*, v. 41, n. 3, p. 29-52, jul./set. 2003.
- CHALHUB, Melhim Namem. *Negócio fiduciário*. 4. ed. rev. e atual. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- _____. A fidúcia no sistema de garantias reais do direito brasileiro. *Revista do Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, n. 2.
- CHIARA, José Tadeu de. Disciplina jurídica das instituições financeiras. *Revista de Direito Público*, n. 41/42, p. 289-307.
- CHISHOLM, Andrew. *An introduction to international capital markets: products, strategies, participants*. 2. ed. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009.

- COASE, Ronald H. The problem of social cost. *Journal of Law and Economics*, v. 3, p. 1-44, out. 1960.
- COELHO, Fábio Ulhoa. *Os desafios do direito comercial: com anotações ao projeto de Código Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2014.
- _____. *Princípios do direito comercial: com anotações ao projeto de Código Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2012.
- _____. *Princípios do Direito Comercial*. São Paulo: Saraiva, 2011.
- _____. *Curso de Direito Comercial, vol. 1: direito de empresa*. São Paulo: Saraiva, 2010. v. 1.
- _____. Prefácio. In: *Aspectos polêmicos do agronegócio: uma visão através do contencioso*. NETO, Elias Marques de Medeiros (coord.). São Paulo: Editora Castro Lopes, 2003.
- _____. *Comentários à Lei de Falências e de Recuperação de Empresas*. São Paulo: Saraiva, 2010.
- COMPARATO, Fabio Konder. Obrigações de meios, de resultado e de garantia. In: *Ensaio e pareceres de direito empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 521-539.
- CONWAY, Gordon R.; BARBIER, Edward B. *After the green revolution: sustainable agriculture for development*. London: Earthscan, 2009.
- CONWAY, Gordon; WILSON, Kate. *One billion Hungry: can we feed the world?* London: Cornell University Press, 2012.
- COOPER, Andrew F. The logic of B(R)ICSAM model for G8 reform. *Policy Brief in International Governance*, n. 1, may 2007.
- COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito & economia*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- CORDEIRO, António Menezes. *Direito bancário: relatório*. Coimbra: Almedina, 1997.
- _____. *Banca, bolsa e crédito: estudos de direito comercial e de direito da economia*. Coimbra: Almedina, 1997.
- _____. Direito bancário privado. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 2, n. 4, p. 80-93, jan./abr. 1999.
- CORTEZ, Tiago Machado. Moeda, Estado e direito: o papel do Estado na ordem monetária e seu controle. 2004. 235 f. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São. São Paulo.
- COSTA, Ana Carla A.; DE MELLO, João M. P. *Judicial Risk and Credit Market Performance: Micro Evidence from Brazilian Payroll Loans in Financial Markets*

- Volatility and Performance in Emerging Markets Volume Author/Editor: Sebastian Edwards and Márcio G. P. Garcia. University of Chicago Press, 2008.
- COSTI, Renzo; ENRIQUES, Luca. *Trattato di Diritto Commerciale. Volume Ottavo. Il mercato mobiliare*. Padova: Cedam, 2004.
- COTTELY, Esteban. Aspectos del derecho económico en el sistema monetario internacional. *Revista de Direito Público*, n. 39-40, p. 300-301.
- _____. La lucha por el derecho económico. *Revista de Direito Público*, n. 49/50, p. 211-251.
- COUTO E SILVA, Clóvis V. do. *A obrigação como processo*. São Paulo: FGV, 2006.
- COX, James D.; HILLMAN, Robert W.; LANGEVOORT, Donald C. *Securities regulation: cases and materials*. New York: Aspen Publishers, 2009.
- DALY, Kevin. Gender inequality, growth and global ageing. *Global Economics Paper 154*. apr. 2007. Disponível em: <http://www.womenandtechnology.eu/digitalcity/servlet/PublishedFileServlet/AAAATKMI/Gender-inequality-Growth-and-Global-Aging.pdf>.
- DAM, Kenneth W. *Chicago: credit markets, creditors' rights and economic development*. The Law School - The University of Chicago, fev. 2006.
- _____. The Judiciary and Economic Development. University of Chicago Law School. *Working Paper* n. 287, 2006, p. 16.
- DARCY, Sérgio. Primeiro prefácio. In: *FIDC: Fundos de investimentos em direitos creditórios. Estudos especiais, produtos de captação*. Rio de Janeiro: Andima, Cetip, 2006.
- DA SILVA, João Calvão. *Titularização de créditos - securitization: no coração da crise financeira global*. Coimbra: Almedina, 2013.
- DAVIDSON, Andrew et al. *Securitization: structuring and investment analysis*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003.
- DAVIS, J. H.; GOLDBERG, R. A. *A concept of agribusiness*. Boston: Harvard University, 1957.
- DELFIN NETTO, Antonio (coord.). *O estado da arte em economia*. São Paulo: Saraiva, 2011.
- _____. (coord.). *O Brasil do século XXI*. São Paulo: Saraiva, 2011.
- DELGADO, Guilherme Costa; GASQUES, José Garcia; VILLA VERDE, Carlos Monteiro. *Agricultura e políticas públicas*. Brasília: IPEA, 1996.

- DE LUCCA, Newton. *Aspectos da teoria geral dos títulos de crédito*. São Paulo: Livraria Pioneira Editora, 1979.
- DEMIRGUÇ-KUNT, Asli; LEVINE, Ross. *Financial structure and economic growth: perspective and lessons - A cross country comparison of banks, markets and development*. Cambridge: MIT Press, 2001.
- DIAS, Leonardo Adriano Ribeiro; BECUE, Sabrina Maria Fadel. Regulação e autorregulação do mercado de valores mobiliários brasileiro: limites da autorregulação. *Revista do Instituto do Direito Brasileiro*, ano 1, n. 12, p. 7357-7388, 2012. Disponível em: http://www.idb-fdul.com/uploaded/files/2012_12_7357_7388.pdf . Acesso em: 18 fev. 2013.
- DICKEN, Peter. *Mudança global: mapeando as novas fronteiras da economia mundial*. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010. DORNBUSCH, Rudiger. Expectations and Exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, v. 84, n. 6, p. 1161-1176, dez. 1976.
- DUVERGER, Maurice. *Sociologia da Política*. Coimbra: Almedina, 1983.
- EATWELL, John; Lance Taylor. *The Performance of Liberalized Capital Markets*. Center for Economic Policy Analysis. New York. Working Paper Series III. International Capital Markets and the Future of Economic Policy, n. 8, 1998.
- EIZIRIK, Nelson. *Mercado de Capitais – Regime Jurídico*. 3. ed. Em coautoria com Ariádna Bohomoletz Gaal, Flávia Parente e Marcus de Freitas Henriques. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- _____. *A Oferta Pública de Distribuição de Valores Mobiliários*. In: WALD, Arnaldo; CASTRO, Moema Augusta Soares de (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 19-39.
- _____. Cessão de Crédito no Mercado Financeiro. *Revista de Direito Mercantil*, n. 116. p 210-210.
- _____. Caracterização jurídica da emissão pública de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro*. São Paulo: RT, n. 83, p. 55, 1991.
- _____. Regulação e auto-regulação do mercado de valores mobiliários. *Revista de Direito Mercantil*, n. 48, p. 123-142, out./dez. 1982.
- ENTERRIA, Eduardo Garcia de. Constituição como norma. *Revista de Direito Público*, v. 19, n. 78, p. 5-17, abr./jun. 1986.
- EROLE, Pedro. Basileia 3 e os incentivos ao mercado de capitais. *Valor Econômico* de 18 de junho de 2014.

- FARINA, Elizabeth M. M. Q. Abordagem sistêmica dos negócios agroindustriais e a economia de custos de transação. In: FARINA, Elizabeth M. M. Q.; AZEVEDO, Paulo Furquim de; SAES, Maria Sylvia Macchione (Org.). *Competitividade: mercado, estado e organizações*. São Paulo: Singular, 1997.
- FERGUNSON, Niall. *A ascensão do dinheiro: a história financeira do mundo*. São Paulo: Editora Planeta do Brasil, 2009.
- FERNANDES, Jean Carlos. Teoria contemporânea dos títulos de crédito: imperativos principiológicos sob a ótica das teorias pós-positivistas. Belo Horizonte: Arraes, 2012.
- FERRAZ JÚNIOR, Tércio Sampaio. Fundamentos e limites constitucionais da intervenção do Estado no domínio econômico. *Revista de Direito Público*, n. 47/48, p. 261-271.
- FERREIRA, António Pedro de Azevedo. O enquadramento sócio-económico da actividade bancária. In: *A relação negocial bancária: conceito e estrutura*. Lisboa: Quid Juris, 2005.
- FERREIRA, Waldemar. *Tratado de Direito Comercial*, São Paulo: Saraiva, 1962. v. VIII.
- FISHLOW, Albert. *O novo Brasil: as conquistas políticas, econômicas, sócias e nas relações internacionais*. São Paulo: Saint Paul, 2011.
- FONSECA, Eduardo Giannetti da. *O mercado das crenças: filosofia econômica e mudança social*. São Paulo: Companhia das Letras, 2003.
- FORGIONI, Paula Andrea. *A evolução do direito comercial brasileiro: da mercancia do mercado*. 2. ed. rev., atual. e ampl. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2012.
- _____. Análise econômica do direito (AED): paranoia ou mistificação? *Revista de Direito Mercantil*, v. 44, n. 139, p. 242-256, jul./set. 2008.
- _____. A interpretação dos negócios empresariais no novo código civil brasileiro. *Revista de Direito Mercantil*, v. 42, p. 7-38, 2003.
- _____. Apontamentos sobre algumas regras de interpretação dos contratos comerciais: Pothier, Cairu e Código comercial de 1850. *Revista de Direito Mercantil*, v. 45, n. 141, p. 31-40, jan./mar. 2006.
- FREEDMAN, Paul; CLICK, Reid. *Banks don' lend? Unlocking credit to spur growth in developing countries*, 2005.
- FREEDMAN, Roy S. *Introduction to financial technology*. San Diego: Elsevier Science & Technology, 2006.

- FRIEDEN, Jeffrey A. *Capitalismo global: história econômica e política do século XX*. Rio de Janeiro: Jorge Zahar, 2008.
- FRONTINI, Paulo Salvador. A atividade negocial e seus pressupostos econômicos e políticos: sobre os fundamentos constitucionais do direito comercial e a função social da livre iniciativa. *Revista de Direito Mercantil*, v. 14, n. 18, p. 31-38 1975.
- GAGGINI, Fernando Schwarz. *Securitização de recebíveis*. São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003.
- GAIA, Fernando Antônio Cavanha. Organização jurídica dos mercados: desenvolvimento e bem-estar social. *Revista de Direito Público*, n. 39/40, p. 293-297.
- GARCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio (org.). *Risco e regulação: por que o Brasil enfrentou bem a crise e como ela afetou a economia mundial*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010.
- GIAMBIAGI, Fabio. *Brasil, raízes do atraso: paternalismo versus produtividade*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- ____ et al. *Economia brasileira contemporânea: 1945-2010*. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- ____; ALÉM, Ana Cláudia. *Finanças públicas: teoria e prática no Brasil*. 4. ed. rev e atual. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- ____; BARROS, Octávio de (org.). *Brasil pós-crise: agenda para a próxima década*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- ____; ____ (org.). *Brasil globalizado: o Brasil em um mundo surpreendente*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.
- ____; PINHEIRO, Armando Castelar. *Além da euforia: riscos e lacunas do modelo brasileiro de desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- ____; _____. *Rompendo o marasmo: a retomada do desenvolvimento no Brasil*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- ____; PORTO, Claudio (org.). *Propostas para o governo 2015/2018: agenda para um país próspero e competitivo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- ____; ____ (org.). *2022: propostas para um Brasil melhor no ano do bicentenário*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- ____; REIS, José Guilherme; URANI, André (org.). *Reformas no Brasil: balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.
- ____; SCHWARTSMAN, Alexandre. *Complacência*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- GIANNINI, Massimo Severo. *Diritto Pubblico dell' Economia*. Bologna: Il Mulino, 1995.

- GOLDBERG, Ray Allan. *Agribusiness management for developing countries: Latin America*. Cambridge: Ballinger Publishing Company, 1974.
- GOMES, Orlando; VARELA, Antunes. *Direito econômico*. São Paulo: Saraiva, 1977.
- GONÇALVES, José Sidnei et al. Novos títulos financeiros do agronegócio e novo padrão do financiamento setorial. *Informações Econômicas*, São Paulo, v. 35, n. 7, p. 63-90, jul. 2005.
- GORGA, Érica; SICA, Ligia Paula Pinto (coord.). *Estudos avançados de direito empresarial: títulos de crédito*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- GRAU, Eros R. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. São Paulo: Malheiros, 2014.
- _____. Notas a respeito do Direito do Planejamento: uma hipótese a discutir. *Revista de Direito Público*, n. 41/42, p. 281-283.
- _____. Notas sobre o ensino do direito econômico. *Revista de Direito Público*, n. 43/44, p. 211-213.
- _____; FORGIONI, Paula A. Ainda um novo paradigma dos contratos? In: *O Estado, a empresa e o contrato*. São Paulo: Malheiros, 2005.
- GRECO, Marco Aurélio. Notas para uma sistematização da intervenção do Estado na ordem econômica. *Revista de Direito Público*, n. 49/50, p. 272-283.
- GUERREIRO, José Alexandre Tavares. O Estado e a economia dos contratos privados. *Revista de Direito Mercantil*, ano XVII, v. 31, p. 77-88, 1978.
- HAYEK, F.A. The use of knowledge in society. *The American Economic Review*, v. 35, n. 4, p. 519-530, set.1945.
- HAZEN, Thomas Lee. *The law of securities regulation*. 6. ed. St. Paul: West, 2009.
- HENSON, Spencer; CIANFIEDL, John. Building The Political Case for Agro-Industries and Agribusiness. In: *Developing Countries in Agribusiness in Development*. FAO and UNIDO, 2009.
- HOFF, Karla; STIGLITZ, Joseph E. Imperfect information and rural credit markets: puzzle and policy perspective. In: *The Economics of Rural Organization: theory, practice and policy*. Oxford University Press, 1993.
- HUBERMAN, Leo. *História da riqueza do homem: do feudalismo ao século XXI*. 22. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: LTC, 2011.
- IRTI, Natalino. A ordem jurídica do mercado. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 11, n. 39, p. 94-100, jan./mar. 2008.

- ISAKSON, Ryan. *Food sovereignty: a critical dialogue - financialization and the transformation of agro-food supply chains: a political economy*. Yale University International Conference, set. 2013.
- JANVRY, Alain de; SADOULET, Elisabeth. Agricultural growth and poverty reduction: additional evidence. *World Bank Research Observer*, maio 2009.
- JENSEN, Michel C. *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge: Harvard University Press, 2000.
- JONES, Charles. *Introdução à Teoria do Crescimento Econômico*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2000.
- KHANNA, Parag. *O segundo mundo: impérios e influência na nova ordem global*. Rio de Janeiro: Intrínseca, 2008.
- KOTHARI, Vinod. *Securitization: the financial instrument of the future*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2006.
- LA PORTA, Rafael; Florencio Lopez-de-Silanes Andrei Shleifer; Robert W. Vishny. Law and finance. *The Journal of Political Economy*. The University of Chicago Press. vol. 106, Issue 6, 2003, p. 1114.
- LARENZ, Karl. *Metodologia da ciência do direito*. Lisboa: Fundação Calouste Gulbenkian, 2009.
- LEÃES, Luiz Gastão Paes de Barros. Cessões de crédito decorrentes de *export notes*. In: *Pareceres*. São Paulo: Editora Singular, 2004.
- LEITÃO, Luis Manuel Teles de Menezes. *Cessão de créditos*. Coimbra: Almedina, 2005.
- LEMBO, Cláudio Salvador. Legislação relativa à moeda e ao crédito. *Revista de Direito Público*, v. 1, n. 2, p. 201-204, out./dez. 1967.
- LEONARDI, Felipe Raminelli. A liberdade contratual nas operações econômicas em mercados: a experiência brasileira no controle extrajudicial das cláusulas contratuais gerais. *Revista Eletrônica de Direito Administrativo Econômico*, n. 12, nov./dez./jan. 2008.
- LIMA, Otto de Sousa. *Negócio fiduciário*. Tese (doutorado) em Direito Civil, apresentado na Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo em 1959.
- LIMA, Ruy Cirne. Dívida de valor e dívida de dinheiro. *Revista de Direito Público*, n. 6, p. 88-92, 1968.
- LOBO, Paulo Luiz Neto. Contrato e mudança social. *Revista dos Tribunais*, n. 722, p. 40-45, dez. 1995.

- LORIA, Eli. *Estrutura e função do capital social na companhia aberta*. Dissertação de Mestrado para o Departamento de Direito Comercial da Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo. 2009.
- LOPES, João do Carmo; ROSSETTI, José Paschoal. *Economia monetária*. 9. ed. rev., ampl. e atual. São Paulo: Atlas, 2011.
- LUCCA, Newton de. Reflexões sobre os 40 anos do Banco Central. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 10, n. 35, p. 194-206, 2007.
- LUNDBERG, Eduardo; COSTA, Ana Carla Abrão. *Direcionamentos de crédito no Brasil: uma avaliação das aplicações obrigatórias em crédito rural e habitacional*. Departamento de Pesquisas e Estudos Econômicos, Banco Central do Brasil.
- MALLOY, Robin Paul. *Law in a market context: an introduction to market concepts in legal reasoning*. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
- _____. *Law and market economy: reinterpreting the values of law and economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2000.
- MARINHO, Josaphat. A ordem econômica nas constituições brasileiras. *Revista de Direito Público*, v. 5, n. 19, p. 51-59, jan./mar. 1972.
- MARTINS-COSTA, Judith. O direito privado como um "um sistema em construção": as cláusulas gerais no projeto do Código civil brasileiro. *Revista de Informação Legislativa*, Brasília, v. 35, n. 139, p. 5-22, jul./set. 1998.
- MARTINS, Ives Gandra da Silva. *Uma breve introdução ao direito*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2010.
- _____. Incentivos ao reflorestamento. *Revista de Direito Público*, n. 39/40, p. 100-106.
- MATIAS, Armindo Saraiva. Titularização: um novo instrumento financeiro. *Revista de Direito Mercantil*, n. 112, p. 48-54, 1998.
- MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Rev. Adm. Empr.*, Rio de Janeiro, 25 (2): 37-51, abr./jun. 1985.
- MATTOS, Paulo (coord.). *Regulação econômica e democracia: o debate norte-americano*. São Paulo: Ed. 34, 2004.
- MCCULLOUGH, Ellen B.; PINGALI, Prabhu L.; STAMOULIS, Kostas G. (Ed.). *The transformation of agri-food systems: globalization, supply chains and smallholder farmers*. London: Earthscan, 2008.
- McINTYRE, Hal. *How the U.S. securities industry works*. 3. ed. Ottawa: The Summit Group Publishing, 2007.

- MEIJERINK, Gerdien; ROZA, Pim. *The role in agriculture in economic development*. Stichting DLO: Wageningen, 2007.
- MELLO FRANCO, Vera Helena de; e Raquel Sztajn. *Direito Empresarial II: sociedade anônima e mercado de valores mobiliários*. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2009.
- MENDES, Luis Cláudio Montoro. O crédito extraconcursal previsto no art. 67 da Lei n. 11.101/2005. *Revista do Advogado*, v. 29, n. 105, p. 93-100, set. 2009.
- MENDES, Marcos. *Por que o Brasil cresce pouco?: desigualdade, democracia e baixo crescimento no país do futuro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2014.
- MELLO, Celso Antônio Bandeira de. Natureza jurídica das bolsas de valores. *Revista de Direito Público*, v. 20, n. 81, p. 217-222, jan./mar. 1987.
- _____. O Estado e a ordem econômica. *Revista de Direito Público*, v. 15, n. 62, p. 34-46, abr./jun. 1982.
- _____. Responsabilidade do Estado por intervenção na esfera econômica. *Revista de Direito Público*, n. 64, p. 75-83.
- MINDLIN, José E. Ordem econômica, justiça e liberdade. *Revista de Direito Público*, v. 21, n. 85, p. 191-196, jan./mar. 1988.
- MOREIRA NETO, Diogo de Figueiredo. *Curso de direito administrativo*. Rio de Janeiro: Forense, 2014.
- NEVES, Marcos Fava; CASTRO, Luciano Thomé e. *Agricultura integrada*. São Paulo: Editora Atlas, 2010.
- NORONHA, Fernando. *Direito das obrigações*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.
- NORTH, Douglas C. *Institutions, Institutional Change and Economic performance*. Cambridge University Press, Cambridge, 1990.
- _____. Institutions. *The Journal of Economic Perspectives*, v. 5, n. 1, p. 97-112, 1991.
- _____; WALLIS, John J.; WEINGAST, Barry R. A Conceptual Framework for Interpreting Recorded Human History. *Working paper 75*. Disponível em: <http://www.mercatus.org/uploadedFiles/Mercatus/Publications/A%20Conceptual%20Framework%20for%20Interpreting%20Recorded%20Human%20History.pdf>.
- _____; _____. Title. *Journal of Democracy*, v. 20, n. 1, jan. 2009.
- NUNES, Fernando Conceição. Recepção de depósitos e/ou outros fundos reembolsáveis. *Actas do Congresso Comemorativo do 150º aniversário do Banco de Portugal*, Coimbra, 1997.

- NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. 8. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2014.
- OLIVA, Milena Donato. *Patrimônio separado: herança, massa falida, securitização de créditos imobiliários, incorporação imobiliária, fundos de investimento imobiliário, trust*. Rio de Janeiro: Renovar, 2009.
- OLIVEIRA, Fernando A. Albino de. *Poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários*. 1989. São Paulo. 221 f. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São.
- _____. O Estado enquanto agente econômico. *Revista de Direito Público*, v. 13, n. 53/54, p. 346-349, jan./jun. 1980.
- _____. Limites e modalidades da intervenção do Estado no domínio econômico. *Revista de Direito Público*, n. 37/38, p. 52-64.
- _____. Mais algumas notas sobre a intervenção do Estado no domínio econômico. *Revista de Direito Público*, n. 45/46, p. 223-225.
- _____. CVM: Comissão de Valores Mobiliários e mercado de capitais. *Revista de Direito Público*, n. 89, p. 256-262.
- O'NEILL, Jim; WILSON, Dominic; STUPNYTSKA, Anna. How solid are the BRICS. *Global Economics Paper* 134. dec. 2005. Disponível em: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/how-solid.pdf>.
- PALMITER, Alan R. *Securities regulation: examples and explanations*. 4. ed. New York: Aspen Publishers, 2008.
- PANKAJ, Ghemawat. *Mundo 3.0: como alcançar a prosperidade global*. Porto Alegre: Bookman, 2012.
- PEREIRA, Caio Mario da Silva. *Instituições de Direito Civil: volume II*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.
- PEREIRA, Luiz Carlos Bresser. *Globalização e competição: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- PEREIRA FILHO, Valdir Carlos. *Títulos e valores mobiliários escriturais: aspectos decorrentes da sua internacionalização*. 2012. Tese (Doutorado). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- PERIN JR., Écio. *Curso de direito falimentar e recuperação de empresas*. São Paulo: Saraiva, 2011.
- PINA, Carlos Costa. *Instituições e mercados financeiros*. Coimbra: Almedina, 2005.

- PINHEIRO, Armando Castelar. Judiciário, reforma e economia: a visão dos magistrados. Artigo preparado como parte do projeto de pesquisa *Addressing Judicial Reform in Brazil: Institutions and Constituency Building*, realizado pelo Instituto de Estudos Econômicos, Sociais e Políticos de São Paulo (IDESP), Texto para Discussão n. 966, 2002.
- _____; SADDI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone. *Securitização de recebíveis: uma análise dos riscos inerentes*. 2008. 186 f. Dissertação (Mestrado). Universidade de São Paulo, São Paulo.
- PINHEIRO, Juliano Lima. *Mercado de capitais: fundamentos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 2009.
- PINTO, Carlos Alberto de Mota. *Cessão da posição contratual*. Coimbra: Almedina, 2003.
- PINTO, Diva Benevides Pinho; VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; TONETO JR., Rudinei. *Introdução à economia*. São Paulo: Saraiva, 2011.
- PORTO, Cláudio; GIAMBIAGI, Fábio (org.). *Propostas para o governo 2015/2018: agenda para um país próspero e competitivo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- POSNER, Richard A. *Economic analysis of law*. 7. ed. New York: Aspen Publishers, 2007.
- PRAHALAD, C. K. *A riqueza na base da pirâmide: como erradicar a pobreza com o lucro*. Porto Alegre: Bookman, 2010.
- RABELO, Flávio Marcílio. Fundos de pensão, mercado de capitais e *corporate governance*: lições para os mercados emergentes. *Revista de Administração de empresas* 38-2/38-51, São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, jan.-mar. 1998, p. 43.
- REICH, Norbert. Intervenção do Estado na economia: reflexões sobre a pós-modernidade na teoria jurídica. *Revista de Direito Público*, v. 23, n. 94, p. 265-282, abr./jun. 1990.
- RESENDE, André Lara. *Os limites do possível: a economia além da conjuntura*. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2013.
- ROCCA, Carlos A. (coord.). *Soluções para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro*. Rio de Janeiro: José Olympio, 2001.
- RODRIGUES, Marcos; MARQUEZIN, William Ricardo. CPR como instrumento de crédito e comercialização. *Revista de Política Agrícola*, ano XXXIII, n. 2, abr./maio/jun. 2014. Secretaria de Política Agrícola do MAPA.
- RODRIGUES, Sofia Nascimento. *A proteção dos investidores em valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2001.

- SÁ, Almeno de. *Direito bancário*. Coimbra: Coimbra, 2008.
- SACHS, Ignacy. *Rumo à ecossocioeconomia: teoria e prática do desenvolvimento*. São Paulo: Cortez, 2007.
- _____; WILHEIM, Jorge; PINHEIRO, Paulo Sérgio (org.). *Brasil: um século de transformações*. São Paulo: Companhia das Letras, 2001.
- SACHS, Jeffrey. *A riqueza de todos: a construção de uma economia sustentável em um planeta superpovoado, poluído e pobre*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2008.
- _____. *O fim da pobreza: como acabar com a miséria mundial nos próximos vinte anos*. São Paulo: Companhia das Letras, 2005.
- SADDI, Jairo. *Crédito e judiciário no Brasil: uma análise de direito & economia*. São Paulo: Quartier Latin, 2007.
- _____. *A disciplina constitucional do sistema financeiro nacional e o Banco Central do Brasil*. Rio de Janeiro: Ipea, 2000.
- SADDI, Jairo; PINHEIRO, Armando Castelar. *Direito, economia e mercado*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.
- SAITO, Richard; PROCIANOY, Jairo Laser. *Captação de recursos de longo prazo*. São Paulo: Atlas, 2008.
- SALAMA, Bruno Meyerhof. *Sete enigmas do desenvolvimento em Douglass North*. Latin American and Caribbean Law and Economics Association.
- SALOMÃO FILHO, Calixto. Função social do contrato: primeiras anotações. *Revista de Direito Mercantil*, v. 42, n. 132, p. 7-24, out./dez. 2003.
- SANTOS, Marcelo de Oliveira Fausto Figueiredo. Normas programáticas: análise político-constitucional. *Revista de Direito Público*, n. 86, p. 139-152.
- SAUNDERS, Anthony; WHITE, Lawrence J. *Technology and the regulation of financial markets, securities, futures, and banking*. Washington: Beardbooks, 2003.
- SCAFF, Fernando Facury. *Aspectos fundamentais da empresa agrária*. São Paulo: Malheiros, 1997.
- _____. Responsabilidade do Estado por intervenção no domínio econômico. *Revista de Direito Público*, v. 21, n. 87, p. 229-249, jul./set. 1988.
- SCRIBNER, Richard O. The technological revolution in securities trading: Can regulation keep up? In: *Technology and the regulation of financial markets, securities, futures and banking*. Washington: BeardBooks, 2003.
- SEN, Amartya. *Desenvolvimento como liberdade*. São Paulo: Companhia das Letras, 2000.

- SENNA, José Júlio. *Política monetária: ideias, experiências e evolução*. Rio de Janeiro: FGV, 2010.
- SEVERINO, Antônio Joaquim. *Metodologia do trabalho científico*. 23. ed. rev. e atual. São Paulo: Cortez, 2007.
- SHAPIRO, Robert J. *A previsão do futuro: como as novas potências transformarão os próximos 10 anos*. Rio de Janeiro: Best Business, 2010.
- SHAVELL, Steven. *Foundations of economic analysis of law*. Cambridge: Belknap Press, 2004.
- SHILLER, Robert J. *Finanças para uma boa sociedade: como o capitalismo financeiro pode contribuir para um mundo mais justo*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.
- SHLEITER, Andrei. *Inefficient Markets*. Oxford University Press, 2000.
- SILVA, Carlos A. da et al. (Ed.). *Agro-industries for development*. Food and Agriculture Organization of the United Nations. Cambridge: CABI, 2009.
- SILVA, Clóvis do Couto e. *A obrigação como processo*. Rio de Janeiro: FGV, 2006.
- SILVA, Floriano Corrêa Vaz da. A intervenção do Estado no domínio econômico através dos órgãos de administração indireta. *Revista de Direito Público*, n. 35-36, p. 161-171.
- SILVA, João Calvão da. *Titularização de créditos – securitization: no coração da crise financeira global*. 3. ed. rev. e aum. Coimbra: Almedina, 2013.
- SILVA, Luiz Eduardo Lopes da. Pagamento em moeda estrangeira: aspectos gerais, natureza jurídica, conceito. *Revista de Direito Público*, v. 17, n. 69, p. 274-282, jan./mar. 1984.
- SILVA, Marcos Fernandes Gonçalves da. *Ética e economia: impactos na política, no direito e nas organizações*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- SOTO, Jesús Huerta de. *Moeda, crédito bancário e ciclos econômicos*. São Paulo: Instituto Ludwig von Mises, 2012.
- SOUSA, Rubens Gomes de. Alienação fiduciária e garantia real e imposto de renda. *Revista de Direito Público*, v. 4, n. 15, p. 366-376, jan./mar. 1971.
- SOUZA, Nali de Jesus. *Agricultura e integração industrial no Brasil*. Trabalho apresentado no 16º Encontro de Economia da ANPEC, realizado em Belo Horizonte, em dezembro de 1988.
- STIGLITZ, Joseph E.; CHARLTON, Andrew. *Comércio justo para todos*. Alfragide: Texto Editores, 2009.
- _____. *The role of the state in financial markets*. World Bank Annual Conference on Development Economics 1993.

- _____. *Financial Markets and Development*. Oxford Review of Economic Policy, v. 5, n. 4.
- _____; GREENWALD, Bruce. *Rumo a um novo paradigma em economia monetária*. São Paulo: Francis, 2004.
- SZTAJN, Raquel. *Sistema financeiro*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.
- _____. *Teoria jurídica da empresa: atividade empresária e mercados*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- TIMM, Luciano Benetti. Direito, economia e a função social do contrato: em busca dos verdadeiros interesses coletivos protegíveis no mercado do crédito. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 33, p. 15-31, jul. 2006.
- TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. São Paulo: Atlas, 2012.
- TRINDADE, Marcelo. Segundo prefácio. In: *FIDC: Fundos de investimentos em direitos creditórios. Estudos especiais, produtos de captação*. Rio de Janeiro: Andima, Cetip, 2006.
- TRUBEK, Davis M.; VIEIRA, Jorge Hilário Gouvêa; SÁ, Paulo Fernandes de. *Direito, planejamento e desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro: 1965-1970*. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2011.
- TURNER, Aidan. What do banks do? Why do credit booms and busts occur and what can public policy do about it? in the *Future Finance*, The LSE Report. London School of Economics and Political Science, 2010.
- _____. et al. *The future of finance: the LSE report*. Londres: London School of Economics and Political Science, 2010.
- VEIGA, Alexandre Brandão da. *Transmissão de valores mobiliários*. Coimbra: Almedina, 2010.
- VELLOSO, João Paulo dos Reis (coord.). *Rumo ao Brasil desenvolvido (em duas, três décadas)*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- VELOSO, Fernando et al. (org.). *Desenvolvimento econômico: uma perspectiva brasileira*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2013.
- VENOSA, Silvio de Salvo. *Código Civil interpretado*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- VIVANTE, Cesare. *Istituzioni di Diritto Commerciale*. Milano: Hoepli, 1915.
- WAISBERG, Ivo; GORNATI, Gilberto. *Direito bancário: contratos e operações bancárias*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

- ____; KUGLER, Herbert Morgenstern. O conceito de crédito imobiliário para fins de securitização imobiliária, análise e crítica ao posicionamento atual da CVM. *Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais*, v. 62, p. 127-139, out. 2013.
- WALD, Arnaldo. O novo código civil e o solidarismo contratual. *Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem*, v. 6, n. 21, p. 14-47, jul./set. 2003.
- ____. O novo código civil e a evolução do regime jurídico dos contratos. *Revista de Direito Mercantil*, v. 42, n. 130, p. 39-55, abr./jun. 2003.
- ____. Sistema Financeiro Nacional na Constituição de 1988. *Revista de Direito Público n. 94*, Cadernos de direito econômico e empresarial.
- ____; CASTRO, Moema Augusta Soares de (coord.). *Sociedades Anônimas e Mercado de Capitais*. São Paulo: Quartier Latin, 2011. p. 19-39.
- ____ et al. *Mercado de capitais: regime jurídico*. 3. ed. rev. e ampl. Rio de Janeiro: Renovar, 2011.
- WEIS, Anthony. *The global food economy: the battle for the future of farming*. London: Zed Books, 2007.
- WILSON, Dominic et al. The BRICs 10 years on: halfway through the great transformation. *Global Economics Paper 208*. dec. 2011. Disponível em: <http://blogs.univ-poitiers.fr/o-bouba-olga/files/2012/11/Goldman-Sachs-Global-Economics-Paper-208.pdf>.
- ____; PURUSHOTHAMAN, Roopa. Dreaming with BRICs: the path to 2050. *Global Economics Paper 99*. oct. 2003. Disponível em: <http://www.goldmansachs.com/our-thinking/archive/archive-pdfs/brics-dream.pdf>.
- YAZBEK, Otavio. *Regulação do mercado financeiro e de capitais*. 2. ed. ampl. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- ____. *Crerios materiais para a regulação das atividades financeiras: dos riscos negociáveis à "sociedade de risco"*. 2005. Tese (Doutorado). Faculdade de Direito da Universidade de São. São Paulo.
- ____. A modernização do regime das debêntures e a criação de um mercado de dívida de longo prazo no Brasil. In: CASTRO, Rodrigo Rocha Monteiro de; WARDE JÚNIOR, Walfrido Jorge; GUERREIRO, Carolina Dias Tavares (coord.). *Direito empresarial e outros estudos em homenagem ao professor José Alexandre Tavares Guerreiro*. São Paulo Quartier Latin, 2013.

ZACLIS, Lionel. Proteção coletiva dos investidores no mercado de capitais. *Revista dos Tribunais*, 2007.

ZYLBERSZTAJN, Décio; SZTAJN, Rachel (org.). *Direito e economia – Análise econômica do direito e das organizações*. São Paulo: Campus, 2005.