

Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
LLM em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais

Caroline Guazzelli Queiroz

**A ALIENAÇÃO/CESSÃO FIDUCIÁRIA EM OPERAÇÕES DE
DERIVATIVOS**

São Paulo
2014

Caroline Guazzelli Queiroz

A ALIENAÇÃO/CESSÃO FIDUCIÁRIA EM OPERAÇÕES DE DERIVATIVOS

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como parte dos requisitos para a obtenção do título de pós graduação em Direito.

Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais
Orientador: Fernando R. de Almeida Prado – Pinheiro Neto Advogados

**São Paulo
2014**

Queiroz, Caroline Guazzelli

A Alienação/Cessão Fiduciária em Operações de Derivativos / Caroline Guazzelli Queiroz; orientador: Fernando R. de Almeida Prado – São Paulo: Insper, 2014.

113 f.

Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito do mercado financeiro e de capitais – LLM). Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

1. Alienação/Cessão Fiduciária 2. Derivativos 3. Lei 12.543/13

FOLHA DE APROVAÇÃO

Caroline Guazzelli Queiroz

A alienação/cessão fiduciária em operações de derivativos

Monografia apresentada ao Programa de LLM em Direito do Mercado Financeiro e de Capitais em do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, como requisito parcial para obtenção do título de pós graduação em Direito.

Área de concentração: Direito do Mercado Financeiro e de Capitais

Aprovado em:

Banca Examinadora

Fernando R. de Almeida Prado
Orientador

Instituição: Pinheiro Neto Advogados

Assinatura: _____

Instituição:

Assinatura: _____

Instituição:

Assinatura: _____

RESUMO

QUEIROZ, Caroline Guazzelli. **A alienação/cessão fiduciária em operações de derivativos**. 2014. 113 f. Monografia (Pós-graduação Lato Sensu em direito do mercado financeiro e de capitais – LLM)-Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014.

Os instrumentos financeiros derivativos desempenharam um papel relevante na crise financeira de 2007/2008 ao ampliar efeitos causados pela “explosão” da bolha imobiliária estadunidense. Desde então, uma série de alternativas tem sido exploradas por reguladores e participantes do mercado para reduzir a exposição das partes em operações desta natureza, sendo a troca de garantias umas das alternativas mais efetivas para reduzir esta exposição nas operações celebradas no mercado de balcão. No Brasil, já possuímos um tipo de garantia especial, que é a alienação/cessão fiduciária, porém as regras a serem observadas para que tal garantia seja atualizada diariamente, conforme a oscilação da exposição da operação garantida, mostravam-se deficitária. Diante dessa questão, o presente trabalho visa analisar as questões jurídicas que tornam o mecanismo de troca de garantias deficitário, bem como analisar se e como as novas regras para constituição de garantias poderão dirimir as questões até então presentes no cotidiano dos participantes do mercado financeiro.

Palavras-chave: Alienação/Cessão Fiduciária, Derivativos, Lei 12.543/13

ABSTRACT

QUEIROZ, Caroline Guazzelli. **The fiduciary sale/assignment in derivative transactions**. 2014. 113 f. Dissertation (LLM in Capital and Financial Markets Law)- Insper Instituto de Ensino e Pesquisa, São Paulo, 2014.

The financial instruments called derivatives played an important role in the 2007/2008 financial crisis by enhancing the effects caused by the burst of the U.S. real estate bubble. Since then, several alternatives have been analyzed by regulators and market participants to reduce the exposure assumed by the applicable parties in transactions of this nature, being the exchange of collateral one of the most effective solutions for transactions entered in the over-the-counter market. In Brazil, we already have a preferential type of collateral arrangement, the fiduciary sale/assignment, but the rules regarding the daily update of the collateral, to conform with the changes in the exposure of the secured transaction, have been deficient. Considering this scenario, this paper purports to analyze the legal aspects that make this collateral exchange mechanisms deficient, as well as analyze if and how the new recently issued collateral rules may change the issues dealt by on a day-to-day basis by participants of the financial markets.

Keywords: Fiduciary Sale/Assignment, Derivatives, Law 12,543/13

SUMÁRIO

I.	INTRODUÇÃO.....	9
II.	ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA: ASPECTOS HISTÓRICOS, CONCEITOS E EVOLUÇÃO LEGISLATIVA.....	16
	2.1. Aspectos Históricos.....	16
	2.2. Negócio e propriedade fiduciária.....	17
	2.3. Considerações Gerais - A alienação/cessão fiduciária.....	19
	2.3.1. <i>Sobre a alienação fiduciária.....</i>	<i>19</i>
	2.3.2. <i>Sobre a cessão fiduciária.....</i>	<i>22</i>
	2.3.3. <i>Diferenciação entre alienação fiduciária e cessão fiduciária.....</i>	<i>23</i>
	2.3.4. <i>Formalidades na constituição da garantia de alienação/cessão fiduciária.....</i>	<i>25</i>
	2.4. Aspectos Gerais Relacionados à Excussão da Garantia.....	29
	2.4.1. <i>Cenário de Não-Insolvência.....</i>	<i>29</i>
	2.4.2. <i>Recuperação Judicial.....</i>	<i>31</i>
	2.4.3. <i>Recuperação Extrajudicial.....</i>	<i>37</i>
	2.4.4. <i>Falência.....</i>	<i>39</i>
	2.4.5. <i>Intervenção e liquidação extrajudicial.....</i>	<i>41</i>
	2.5. Comparação da alienação/cessão fiduciária com o penhor.....	42
III.	ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA E AS OPERAÇÕES DE DERIVATIVOS.....	46
	3.1. Classificação jurídica das operações de derivativos.....	48
	3.2. Oscilação de valores em operações de derivativos.....	53
	3.2.1. <i>Oscilação do risco e constituição da alienação/cessão fiduciária.....</i>	<i>56</i>
	3.2.2. <i>Analogia com operações de derivativos em bolsa.....</i>	<i>59</i>
	3.3. Padronização de contratos.....	65
	3.3.1. <i>Formas de redução do risco de constituição.....</i>	<i>68</i>

IV.	INOVAÇÕES LEGISLATIVAS E SEUS BENEFÍCIOS.....	75
4.1.	Lei nº 12.543/11.....	76
4.1.1.	<i>Ativos</i>	<i>78</i>
4.1.2.	<i>Operações Garantidas.....</i>	<i>81</i>
4.1.3.	<i>“Regulamento” e Decreto nº 7.897/13.....</i>	<i>85</i>
4.1.4.	<i>Benefícios às operações de derivativos.....</i>	<i>88</i>
4.2.	Lei nº 12.810/13.....	95
4.2.1.	<i>Conceito de depósito centralizado.....</i>	<i>95</i>
4.2.2.	<i>Alienação/cessão fiduciária – Outras discussões.....</i>	<i>99</i>
V.	CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	107

I. INTRODUÇÃO

O presente trabalho visa tratar da questão da alienação/cessão fiduciária em operações de derivativos. Os instrumentos financeiros derivativos ganharam considerável exposição após a crise financeira de 2007-2008, em que tiveram um papel significativo no aumento dos efeitos causados pela “explosão” da bolha imobiliária estadunidense. Caso as instituições financeiras não tivessem especulado e transformado recebíveis imobiliários nos instrumentos financeiros em questão, as repercussões da crise poderiam ter sido consideravelmente reduzidas.

Conforme destacado na exposição de motivos da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011,:

os contratos de derivativos tiveram importante papel no desenvolvimento e na amplificação dos efeitos causados pela última crise financeira internacional. No caso específico do Brasil, além da forte restrição das linhas de captações externas, parte importante da internalização dos efeitos da crise adveio do contágio de grandes grupos econômicos às consequências do exercício de cláusulas existentes em contratos de derivativos.

Desde então, o foco neste tipo de instrumento tem sido constante. Muito embora o Brasil já se diferencie substancialmente das demais jurisdições ao prever obrigações de registro de derivativos e regras para contabilização destes instrumentos desde 2001 e 2002, respectivamente, a legislação depende de constante atualização para acompanhar o mercado financeiro que evolui em um ritmo frenético.

Após a crise muito foi discutido acerca do tratamento a ser dado aos derivativos. Discussões desta natureza, inclusive, foram realizadas em escala global pelos participantes do G-20 no Pittsburgh Summit em 2009. Em linhas gerais, a tendência global é de transferir parte considerável dos instrumentos financeiros derivativos para um ambiente de bolsa, no qual a bolsa atua como contraparte central da operação, responsável pelo adimplemento das operações, e, para os demais derivativos não celebrados em bolsa, exigir a prestação de garantias para

reduzir o risco das partes¹.

Em razão do movimento para exigir a prestação de garantias em operações de derivativos celebradas em mercado de balcão, justifica-se o presente trabalho e as novas regras editadas pelas autoridades brasileiras sobre o tema nos últimos anos, conforme detalhadas nos próximos capítulos.

A presente monografia possui cunho científico e tem por objetivo apresentar novas conclusões mediante análise e complementação de conceitos estudados pela doutrina e jurisprudência. Nesse sentido, a metodologia utilizada para confecção do presente trabalho consiste na análise teórica do tema, com especial destaque à doutrina e jurisprudência atinentes ao direito civil e bancário. Adicionalmente, são utilizados dissertações acadêmicas, estudos e trabalhos de organismos internacionais relacionados ao tema.

Em linha com o acima, cumpre-nos, primeiramente, explicitar a razão pela qual tal assunto se diferencia de uma alienação/cessão fiduciária comum, assunto já exaurido em trabalhos de natureza acadêmica.

Conforme será abordado com detalhes no decorrer do trabalho, um contrato de derivativos pode ser definido juridicamente como um contrato aleatório, por possuir prestações indetermináveis, que dependem de um risco futuro. Nesse sentido, Silvio Rodrigues ensina que *“o contrato aleatório é aquele que as prestações oferecem uma possibilidade de ganho ou perda para qualquer das partes, por dependerem de um evento futuro e incerto que pode alterar o seu montante”*².

Não obstante o acima, pode-se dizer que uma operação de derivativos é uma obrigação vinculada à oscilação do preço de um título, valor mobiliário, outro

¹ COUNCIL, *Financial Stability Oversight. Annual Report* (2012). p. 101-109. Disponível em: <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/2012%20Annual%20Report.pdf>. Acesso em: 18.6.2014.

² RODRIGUES, Silvio. *Direito Civil. Dos Contratos e das Declarações Unilaterais da Vontade*. Vol.3. 29ª edição, atualizada de acordo com o novo Código Civil. Editora Saraiva. São Paulo. 2003. p. 28-31.

contrato ou outros muitos ativos, tais como *commodities*, ouro, taxas de juros, taxas de câmbio ou até o tempo. Dessa forma, não obstante a indefinição acerca da parte detentora da prestação, o valor propriamente dito da prestação está sujeito à variação diária.

Assim, não é possível precisar, na data da concepção do negócio jurídico, qual das partes possuirá a prestação, ou, tampouco, qual será o montante desta prestação.

Nesse sentido, qualquer instrumento de prestação de garantias, no caso, de alienação/cessão fiduciária, precisará acomodar tais aspectos para ser necessário e relevante e contribuir, efetivamente, para a redução do risco assumido pelas partes.

Atualmente, já existem contratos padronizados no mercado que acomodam a situação descrita acima, prevendo um mecanismo que consiste na entrega recíproca de garantias, conforme a mudança da parte devedora, e do montante da prestação. O desafio, no entanto, é fazer tal mecanismo funcionar eficientemente no direito brasileiro, que prevê regras para constituição de garantias reais -- não obstante alguns doutrinadores não considerem a alienação/cessão fiduciária uma garantia real, a intenção é fazer referência a uma espécie de garantia cujo valor é atrelado a um bem ou direito -- um tanto antiquadas e não-condizentes com a velocidade com negócios jurídicos atualmente avençados entre as partes.

Para tanto, faz-se mister a apresentação de uma descrição histórica da alienação/cessão fiduciária, bem como uma descrição acerca de suas características, visto que tais características foram o ponto decisivo para escolha de tal forma de garantia para operações celebradas no âmbito do mercado financeiro. Cumpre, nesse sentido, também analisar o tratamento da alienação/cessão fiduciária em uma situação de insolvência, o que contribui ainda mais para fazer da alienação/cessão fiduciária uma “super garantia”, superada apenas por garantias que consistem na transferência plena da propriedade, tal como o instituto do “*transfer of title*”³ existente no direito inglês.

³ Em simples e breves palavras, o “*transfer of title*” consiste na efetiva transferência de propriedade

Cabe, ainda, comparar a alienação fiduciária com o penhor, que seria a garantia utilizada alternativamente à primeira, comparação esta que também contribuirá para a definição da alienação/cessão fiduciária como uma “super garantia”.

O próximo passo será descrever detalhadamente como funciona a oscilação de valores em uma operação de derivativos propriamente dita, bem como os métodos de definição de preços nessas operação. Qualquer instrumento contratual de garantia, elaborado para reduzir o risco de uma operação de derivativos, precisará conter tais conceitos claramente identificados, para que as partes contratantes tenham ciência de suas implicações positivas e/ou negativas, conforme o caso.

Uma descrição detalhada, com palavras simples, contribui imensamente para evitar questionamentos acerca da validade da operação por uma das partes, geralmente, o cliente da instituição financeira. À título ilustrativo, muitas empresas, ajuizaram ações judiciais, durante a crise de 2007-2008, questionando a validade das operações de derivativos contratadas, alegando que em razão da teoria da imprevisão, a obrigação de pagamento tornou-se excessivamente onerosa (*rebus sic stantibus*).

Embora a grande maioria dessas ações não tenha prosperado, e sem prejuízo da discussão acerca da adequação (*suitability*) do cliente à operação, existe a recomendação de sempre incluir na documentação pertinente as fórmulas e as metodologias de cálculo da operação de derivativo e documentos relacionados, tais como um instrumento de alienação/cessão fiduciária. Já estamos falando de uma operação complexa, não compreendida por grande parte da população, não há porque piorar a situação ao descrevê-la de modo rebuscado.

de um bem ou direito, em garantia de uma operação principal. Em razão da efetiva transferência de titularidade, em caso de insolvência da parte garantidora, a parte garantida utilizará o bem ou direito transferido como método alternativo de pagamento da obrigação principal, não havendo discussões acerca da inclusão do ativo na massa falida da parte garantidora.

Com o intuito de evitar que as partes contratantes tenham que descrever o mecanismo de oscilação em todo documento preparado, foram criados os contratos padronizados. A utilização de contratos padronizados amplia a segurança jurídica do mercado, pois além de serem preparados por advogados competentes e revistos extensamente pelos participantes de mercado, os contratos padronizados uniformizam as negociações e a forma de realizar as operações de derivativo. Uma breve explanação acerca do assunto também constará do presente trabalho.

O próximo passo consistirá na análise da legislação que poderá melhorar o sistema de troca de garantias em operações de derivativos no país. Primeiramente, cumpre realizar uma analogia com as regras que preveem a entrega de garantias em um ambiente de bolsa, regras estas que se fossem replicadas no mercado como um todo eliminariam grande parte das discussões e inseguranças relativas ao mercado de derivativos (principalmente, o alto risco das operações dessa natureza).

À título ilustrativo, vale mencionar que a legislação estadunidense, editada após a crise financeira de 2007-2008, exige a migração completa das operações de derivativos para ambiente de bolsa, observada disponibilidade e viabilidade da celebração de tal operação de derivativos específica em ambiente de bolsa, em razão da maior segurança conferida às operações celebradas neste mercado.

No caso das operações celebradas fora do ambiente de bolsa e objeto do presente trabalho cabe, em um segundo momento, a análise da legislação nacional recentemente editada sobre o assunto. Tratam-se de normas que (i) permitem a constituição de garantias eletronicamente, *“exclusivamente mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários”* e eliminam a necessidade de registro de um documento físico em um registro público; e (ii) criam o conceito de depósito centralizado, conferindo maior segurança às garantias constituídas nos moldes do item (i) acima, visto que as tal conceito amparará os serviços de depósito oferecidos pelas entidades ali mencionadas.

Como brevemente mencionado acima, o Brasil sempre esteve um passo à frente de outras jurisdições no que tange às operações de derivativos ao exigir, desde 2001, o registro dessas operações “*por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários*”. A obrigação de registro possibilita ao regulador mensurar o tamanho do mercado de derivativos em tempo real, podendo realizar sua função de maneira mais adequada e eficiente. Tal obrigação transformou-se, inclusive, em um requisito de validade em 2011, ano em que os Estados Unidos aprovou a lei denominada *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* e transformou a obrigação de registro de operações de derivativos em algo obrigatório pela primeira vez.

No entanto, nossas raízes civilistas nos colocam um passo atrás com as rebuscadas regras para constituição de garantias, exigindo registros após registros para formalizar a constituição de garantias. Como será descrito abaixo, não só mais de um registro é necessário em operações de derivativos, mas também os registros dependem do efetivo protocolo e averbação de um contrato em um registro público físico, ao invés de um registro eletrônico, o que é comum em outras jurisdições.

Essa burocracia faz com que muitos investidores deixem de investir no país, tanto pelo trabalho e custo depreendido, como pela falta de segurança jurídica, ocasionada pela dificuldade em formalizar garantias na mesma velocidade em que são necessárias. Embora tais normas ainda não estejam em vigor, é razoável dizer que quando implementadas consistirão em um significativo avanço para o arcabouço jurídico brasileiro, fazendo das nossas regras para operações de derivativos uma vitrine para outras jurisdições.

Portanto, o presente trabalho visa apresentar uma fotografia das discussões jurídicas existentes em razão das regras atualmente em vigor, atinentes à constituição de garantias – particularmente, a alienação e cessão fiduciária -- em operações de derivativos celebradas em mercado de balcão. Ademais o trabalho descreverá como tais discussões jurídicas serão dirimidas nos próximos meses, quando da entrada em vigor das novas regras que transformarão a atual burocracia

no que esperamos ser o “mundo ideal” para o desenvolvimento de um mercado saudável de derivativos.

II. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA: ASPECTOS HISTÓRICOS, CONCEITOS E EVOLUÇÃO LEGISLATIVA

Neste primeiro capítulo, cumpre analisar os principais aspectos históricos da alienação fiduciária em garantia, bem como a evolução legislativa de tal instituto no arcabouço jurídico brasileiro, de modo a ilustrar a razão pela qual esta forma de garantia foi a modalidade escolhida pelos participantes do mercado de derivativos no Brasil. A peculiaridade desta garantia, associada aos benefícios introduzidos pelo arcabouço jurídico brasileiro na última década, fez com que a alienação fiduciária em garantia se transformasse na “queridinha” do mercado financeiro, principalmente do mercado de derivativos.

2.1. Aspectos Históricos

A alienação fiduciária em garantia é espécie do gênero negócio fiduciário. Quando da introdução daquele instituto no ordenamento nacional, inaugurou-se certa discussão quanto à sua origem, se advindo de fontes romanas, desdobrando-se principalmente em *fiducia cum amico* e *fiducia cum creditore*, ou se do instituto anglo-americano do *trust receipt*⁴.

No Direito Romano, a fidúcia “*significava a venda fictícia ou a venda que se fazia ao credor, com a condição de ser desfeita, ou ser transferido novamente o bem ao devedor, quando este pagasse integralmente a dívida.*”⁵ A “fides”, isto é, a “confiança” é a base para realização da transferência entre as partes, seja a um credor (“*fiducia com creditore*”), seja a uma pessoa próxima (“*fiducia cum amico*”).⁶

Entende-se o *trust receipt*, como a evolução da *fiducia com creditore*, porém, no entendimento de Claude Reymond:

⁴ Cf. FELICIANO, Guilherme Guimarães. Tratado de Alienação Fiduciária em Garantia: das bases romanas a Lei nº 9.514/97. São Paulo: LTR, 1999. E ainda: GOMES, Orlando. Alienação fiduciária em garantia. 4ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1975, p. 18 et seq. MOREIRA ALVES, José Carlos. Da alienação fiduciária em garantia. Editora Forense, Rio de Janeiro, 2^a ed. p. 26.

⁵ SILVA; DE PLÁCIDO. Vocabulário Jurídico. Editora Forense, Rio de Janeiro, 2005, 26^a ed., p. 613.

⁶ ALVES, José Carlos Moreira. Figuras correlatas: abuso de forma, abuso de direito, dolo, negócios jurídicos simulados, fraude à lei, negócio indireto e dissimulação. In: Anais do Seminário Internacional sobre Elisão Fiscal. Brasília: ESAF, 2002., p. 65-66.

*a função jurídica do trust é muito distinta da fidúcia romana: na fidúcia cum creditore o fiduciário obtém uma garantia, enquanto que, por outro lado, um dos princípios cardinais do trust determina que o trustee não pode se beneficiar do trust. A fidúcia permite a transmissão de um patrimônio por um período determinado, enquanto o trust organiza de maneira durável a administração de um bem pelo trustee em benefício de outro.*⁷

No entanto, como bem explica Dinamarco⁸, em vista do amadurecimento desse instituto no ordenamento pátrio, utilizado por mais de 30 anos, já nos cabe analisá-lo segundo os parâmetros brasileiros e à luz do nosso direito positivo como um todo.

2.2. Negócio e propriedade fiduciária

O conceito da alienação fiduciária em garantia advém do conceito de propriedade resolúvel, ou revogável. Na definição de Clóvis Bevilacqua, trata-se de propriedade a que, no próprio título de sua constituição, encerra o princípio que a tem de extinguir, realizada a condição resolutória, ou advindo o termo⁹.

A respeito do negócio fiduciário, Pontes de Miranda assinalou que “*sempre que a transmissão de um bem tem um fim que não é a transmissão mesma, de modo que ela serve a negócio jurídico que não é de alienação àquele que se transmite, diz-se que há fidúcia ou negócio fiduciário*”.¹⁰

A partir dos ensinamentos de Goltz, diz Moreira Alves¹¹, observou-se que no o negócio fiduciário compunha-se de dois contratos: um real positivo e outro

⁷ REYMOND, Claude. Essai sur la Nature et les limites de l'act Fiduciare. p. 6 (Tradução livre de “la fonction juridique du trust est très differente de celle de la fiducie romaine: dans la fiducia cum creditore le fiduciaire obtient une garantie alors que l'un des principes cardinaux du trust est au contraite que le trustee ne doit pas profiter du trust. Fiducia permet la remise d'un patrimoine pour un courte durée, alors que le trust organise de façon durable l'administration d'un bien per le trustee au profit d'autrui”).

⁸ DINAMARCO, Cândido Rangel. Alienação fiduciária de bens imóveis. Revista de Direito Imobiliário, São Paulo, 24, (51), jul/dez. 2001, p. 237-238.

⁹ GOMES, Orlando. Direitos Reais. Coordenador: Edvaldo Britto. São Paulo: Editora Forense, 2007. p. 386-390.

¹⁰ MIRANDA, Pontes de. Tratado de Direito Privado. Ed. Borsoi. T. 3. p.123.

¹¹ ALVES, José Carlos Moreira. Da fidúcia romana à alienação fiduciária em garantia no direito brasileiro. In: Contratos Nominados. Coordenador: Yussef Said Cahali. São Paulo: Saraiva, 1995. p. 29.

obrigacional negativo. Nesse sentido, Rabello¹² assevera que a fidúcia encerra duas ordens de relações no negócio fiduciário: uma de direito real, que consiste na transferência da propriedade do fiduciante ao fiduciário, e outra de direito obrigacional, que consiste no *dever* de restituição da propriedade, uma vez resolvido o contrato, pelo alcance do fim a que se destinara. Assim, o proprietário transfere em garantia ao credor fiduciário a propriedade fiduciária (ou resolúvel) do bem, direito ou coisa com o objetivo de garantir uma determinada obrigação.

Nesse contexto, Orlando Gomes define a alienação fiduciária como o “*negócio jurídico pelo qual uma das partes adquire, em confiança a propriedade de um bem, obrigando-se a devolvê-la quando se verifique o acontecimento a que se tenha subordinado tal obrigação*”.¹³

E Moreira Alves esclarece que alienação fiduciária em garantia **não se confunde** com a propriedade fiduciária. A esse respeito, ensina o doutrinador que “**A alienação fiduciária em garantia é, apenas, o contrato que serve de título à constituição da propriedade fiduciária, que – esta sim – é a garantia real.**”¹⁴ (grifos acrescentados)

No entendimento de Silvio de Salvo Venosa¹⁵, a alienação fiduciária é modalidade de garantia real, mas que não se confunde com o penhor e a hipoteca:

(...) não se confunde com os direitos reais de garantia do Código, penhor, hipoteca e anticrese, porque nestes existe direito real limitado, enquanto na alienação fiduciária opera-se a transferência do bem. Quem aliena não grava. O devedor fiduciante aliena o bem ao credor. No penhor e na hipoteca, o credor tem direito real sobre coisa alheia, enquanto na garantia fiduciária possui direito real sobre coisa própria. (grifos acrescentados)

¹² RABELLO, José Geraldo de Jacobina. Alienação fiduciária em garantia. Revista dos Tribunais, ano 82, vol. 693, julho/1993, p. 77.

¹³ citado por Venosa, Sílvio de Sálvio. Código Civil comentado. Coordenador Álvaro Villaça de Azevedo. São Paulo: Atlas, 2003.

¹⁴ ALVES, José Carlos Moreira. *op. cit.* [vide nota 11]. p.29.

¹⁵ VENOSA, Sílvio de Salvo. Código Civil Comentado. Coordenador Álvaro Villaça de Azevedo. São Paulo: Atlas, 2003. p. 512.

2.3. Considerações Gerais - A alienação/cessão fiduciária

Em linha com o exposto no item anterior, a alienação/cessão fiduciária constitui uma garantia pela qual o devedor transmite ao credor a propriedade e a posse indireta de determinado bem, reservando para si a posse direta do respectivo bem. Uma vez que o contrato principal tenha sido resolvido, mediante quitação da dívida garantida, a propriedade e posse indireta do bem voltam a integrar o patrimônio do devedor, resolvendo-se também o contrato de alienação/cessão fiduciária.

Sem prejuízo do exposto acima, cumpre salientar que, nos casos de alienação ou cessão fiduciária previstos na Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965 (“**Lei 4.728/65**”), conforme alterada pela Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, também conforme alterada de tempos em tempos (“**Lei 10.931/04**”), exceto se disposto de forma contrária no contrato, a **posse direta e indireta** do bem objeto da propriedade fiduciária ou do título representativo do direito ou do crédito é sempre atribuída ao credor fiduciário, o que lhes garante maior segurança caso a garantia precise ser liquidada em caso de inadimplemento da obrigação principal.

A alienação/cessão fiduciária sempre será um negócio jurídico acessório, subordinado a um contrato principal. Tal como outras modalidades de garantia, a alienação/cessão fiduciária segue o princípio basilar do Direito Civil brasileiro segundo o qual o negócio acessório existe em razão do, e segue o, negócio principal.

2.3.1. Sobre a alienação fiduciária

A alienação fiduciária consagrou-se no Brasil como negócio jurídico contratado entre as partes para garantia de financiamentos, geralmente concedidos para fomento da produção ou aquisição de bens móveis duráveis.

Regulada inicialmente em nosso ordenamento jurídico pela Lei 4.728/65, instituidora do mercado de capitais no Brasil e posteriormente modificada e

complementada pelo Decreto-Lei nº 911, de 1 de outubro de 1969 (“**DL nº 911/69**”), a alienação fiduciária consagrou-se como mecanismo acessório de garantia normalmente utilizado nos financiamentos concedidos para a aquisição do **próprio bem** transferido ao credor em garantia¹⁶.

Em um segundo momento, novas regras foram editadas e a alienação fiduciária foi estendida (a) a ações e debêntures, na forma do Artigo 40 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada de tempos em tempos, em especial pelas Leis nº 9.457, de 5 de maio de 1997 e 10.303, de 31 de outubro de 2001 (“**Lei das S.A.**”); (b) a bens imóveis, nos termos da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, conforme alterada (“**Lei do SFI**”); e (c) a operações celebradas no âmbito do mercado financeiro e de capitais, a despeito das disposições reguladoras da propriedade e alienação fiduciária constantes do Código Civil de 2002 (“**Código Civil**”), e garantidas por bens/coisas móveis fungíveis, consoante o disposto na Lei 10.931/04.

A alienação fiduciária em garantia de bens móveis ou direitos¹⁷ foi inicialmente admitida, para operações celebradas no âmbito do mercado financeiro e de capitais, pela Medida Provisória 2.160-25, de 23 de agosto de 2001 (“**MP**”). Em particular, ao admitir expressamente que os bens móveis fungíveis também poderiam ser dados em garantia através da contratação de alienação fiduciária,

¹⁶ Note-se, no entanto, que consoante entendimento pacificado no Superior Tribunal de Justiça, é possível e legítima a obtenção de crédito mediante a alienação fiduciária de bens que já integravam o patrimônio do devedor fiduciante. (Súmula 28 STJ: “O contrato de alienação fiduciária em garantia pode ter por objeto bem que já integrava o patrimônio do devedor.”)

¹⁷ Art. 22. Fica acrescido o art. 66-A à Seção XIV da Lei no 4.728, de 14 de julho de 1965, com a seguinte redação:

"Art. 66-A. Aplica-se à alienação fiduciária em garantia de coisa fungível ou de direito o disposto no art. 66, e o seguinte: I - salvo disposição em contrário, a alienação fiduciária em garantia de coisa fungível ou de direito transferirá ao credor fiduciário a posse direta e indireta do bem alienado em garantia; II - a alienação fiduciária em garantia de coisa fungível ou de direito valerá contra terceiros: a) no caso de bens móveis e títulos ao portador, desde a tradição; b) no caso de bens móveis sujeitos a registro, títulos nominativos e ações, desde a inscrição, anotação ou averbação, na forma legal; c) no caso de créditos, desde a notificação ao devedor.

§ 1º No caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, o fiduciário poderá vender o bem a terceiros, independentemente de leilão, hasta pública, ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, salvo disposição expressa em contrário prevista no contrato, devendo aplicar o preço da venda no pagamento de seu crédito e das despesas decorrentes e entregar ao devedor, acompanhado de demonstrativo da operação realizada, o saldo apurado, se houver.

§ 2º Aplicam-se, no que couber, os arts. 758, 762, 763, 774, 775 e 802 do Código Civil à alienação fiduciária em garantia de coisa fungível ou de direito." (NR)

esperava-se que a MP dirimisse tormentosa controvérsia estabelecida na doutrina e jurisprudência acerca da espécie de bens passíveis de serem alienados fiduciariamente em garantia. A expectativa, contudo, não se consolidou na prática.

Isto porque o Código Civil, promulgado alguns meses depois da MP, introduziu um capítulo específico sobre a Propriedade Fiduciária, definindo-a como a propriedade resolúvel da coisa móvel infungível que o devedor fiduciante transfere ao credor fiduciário, com escopo de garantia. Em outras palavras, o Código Civil restringiu a possibilidade de constituição de propriedade fiduciária com escopo de garantia somente a bens móveis infungíveis, em clara contraposição ao quanto estabelecera a MP poucos meses antes.

A esse respeito, refletindo a experiência amadurecida pelos tribunais pátrios na utilização do instituto conforme assinalam **PAULO RESTIFFE NETO** e **PAULO SÉRGIO RESTIFFE**¹⁸, o Código Civil expressamente determina que apenas **bens móveis infungíveis** -- ou seja, aqueles que **não** são suscetíveis de substituição por outro da mesma espécie, quantidade e qualidade¹⁹ -- podem ser alienados fiduciariamente em garantia.

Não é por outro motivo, aliás, que o contrato em que se estabelecer a alienação fiduciária em garantia -- e que servirá de título à propriedade fiduciária -- deverá descrever de maneira circunstanciada o bem móvel objeto da transferência, explicitando os elementos indispensáveis à sua identificação.

Em razão do previsto no Código Civil, parte da doutrina²⁰ passou defender que somente bens móveis infungíveis poderiam ser passíveis de alienação fiduciária em garantia. O referido diploma teria derogado²¹ as disposições de direito material

¹⁸ RESTIFFE NETO, Paulo; RESTIFFE, Paulo Sérgio. Garantia Fiduciária. Ed. RT. 3ª ed. 2000. p.335.

¹⁹ FACHIN, Luiz Edson. Comentários ao Código Civil – Parte Especial – Do Direito das Coisas (artigos 1.277 a 1.368). São Paulo. Saraiva: 2003. Vol. 15. p. 342.

²⁰ MONTEIRO, Washington de Barros. Curso de Direito Civil – Direito das Coisas. Saraiva: 2003. 37ª ed. p. 246; FIGUEIRA JÚNIOR, Joel Dias. A propriedade fiduciária como novo instituto de direito real no Código Civil Brasileiro de 2002. Informativo INCIJUR. Joinville. Março 2002. A 3. No. 32. p. 2.

²¹ Anular, abolir: 2. Jur. Substituir (preceitos legais); revogar parcialmente (uma lei). 3. Produzir alteração essencial. 4. Jur. Conter disposições contrárias a alguma lei ou uso. 5. Jur. Praticar atos com quebra, infração ou detrimento de alguma lei ou uso. Assim, vale notar ser a revogação gênero, que contém duas espécies, quais sejam, a ab-rogação e a derrogação. A ab-rogação é a supressão

existentes sobre o assunto, em especial a Lei nº 4.728/65, do DL 911/69 e da MP.

Tal discussão prosperou até 2004, quando foi introduzida a Lei nº 10.931/04 no ordenamento pátrio. Entende-se que tal regra consolida e estabelece novas e específicas regras para a contratação da alienação fiduciária em garantia, conferindo-lhe a segurança jurídica necessária para a sua utilização pelos interessados, notadamente no âmbito do mercado financeiro e de capitais, e confirmando que nenhum dos institutos deve ser interpretado como uma derrogação das legislações anteriores sobre o tema.

2.3.2. Sobre a cessão fiduciária

A cessão fiduciária em garantia foi originalmente instaurada no direito brasileiro pela Lei do SFI. Referida norma determina que as operações de financiamento imobiliário poderão ser garantidas, dentre outras formas, por “cessão fiduciária de direitos creditórios decorrentes de contratos de alienação de imóveis”.

Essa importante modalidade de garantia teve seu escopo ampliado de maneira significativa, na medida em que o Parágrafo 3º do artigo 66-B, da Lei 4.728/65 (conforme alterada pela Lei 10.931/04) passou a admitir a cessão fiduciária também para (a) direitos sobre coisas móveis e (b) títulos de crédito. A essa nova espécie de cessão fiduciária aplicam-se inclusive, mas não somente, as regras materiais e procedimentais previstas nos Artigos 18 a 20 da Lei do SFI²².

total da norma anterior, enquanto a derrogação torna sem efeito parte da norma. Nas palavras de Maria Helena Diniz, “se derogada, a norma não sai de circulação jurídica, pois somente os dispositivos atingidos é que perdem a obrigatoriedade” (DINIZ, Maria Helena. Curso de Direito Civil Brasileiro. Volume 1 - Teria Geral do Direito Civil. Saraiva: 1998. 14 ed. p. 79).

²² Art. 18. O contrato de cessão fiduciária em garantia opera a transferência ao credor da titularidade dos créditos cedidos, até a liquidação da dívida garantida, e conterà, além de outros elementos, os seguintes:

I - o total da dívida ou sua estimativa;

II - o local, a data e a forma de pagamento;

III - a taxa de juros;

IV - a identificação dos direitos creditórios objeto da cessão fiduciária.

Art. 19. Ao credor fiduciário compete o direito de:

I - conservar e recuperar a posse dos títulos representativos dos créditos cedidos, contra qualquer detentor, inclusive o próprio cedente;

II - promover a intimação dos devedores que não paguem ao cedente, enquanto durar a cessão fiduciária;

III - usar das ações, recursos e execuções, judiciais e extrajudiciais, para receber os créditos cedidos

Como ocorre na alienação fiduciária, a cessão fiduciária possui o efeito de transferir ao credor fiduciário a titularidade resolúvel dos créditos, direitos ou títulos objeto da garantia, devendo tal titularidade retornar ao devedor apenas quando da quitação da obrigação garantida.

2.3.3. Diferenciação entre alienação fiduciária e cessão fiduciária

A legislação brasileira não diferencia expressamente a alienação fiduciária em garantia da cessão fiduciária em garantia. Há disposições legais aplicáveis a ambos, mas também normas reguladoras específicas.

Conclui-se que a principal distinção entre tais institutos está relacionada aos bens/direitos/títulos que podem, segundo a legislação brasileira, ser alienados/cedidos como objeto de uma alienação fiduciária em garantia ou de uma cessão fiduciária em garantia, como mencionado anteriormente.

A título de ilustração, vale notar que, ao tratar de propriedades imóveis, a legislação brasileira, mais especificamente a Lei do SFI, estabelece a possibilidade de se haver a *alienação* fiduciária de propriedades imóveis, ou seja, de um **bem** imóvel .

Por outro lado, a Lei 4.728/65 permite apenas a cessão fiduciária de **direitos creditórios**. Dessa forma, apenas através de contrato de cessão fiduciária a posse

e exercer os demais direitos conferidos ao cedente no contrato de alienação do imóvel;
IV - receber diretamente dos devedores os créditos cedidos fiduciariamente.

§ 1º As importâncias recebidas na forma do Inciso IV deste artigo, depois de deduzidas as despesas de cobrança e de administração, serão creditadas ao devedor cedente, na operação objeto da cessão fiduciária, até final liquidação da dívida e encargos, responsabilizando-se o credor fiduciário perante o cedente, como depositário, pelo que receber além do que este lhe devia.

§ 2º Se as importâncias recebidas, a que se refere o parágrafo anterior, não bastarem para o pagamento integral da dívida e seus encargos, bem como das despesas de cobrança e de administração daqueles créditos, o devedor continuará obrigado a resgatar o saldo remanescente nas condições convencionadas no contrato.

Art. 20. Na hipótese de falência do devedor cedente e se não tiver havido a tradição dos títulos representativos dos créditos cedidos fiduciariamente, ficará assegurada ao cessionário fiduciário a restituição na forma da legislação pertinente.

Parágrafo único. Efetivada a restituição, prosseguirá o cessionário fiduciário no exercício de seus direitos na forma do disposto nesta seção.

de instrumentos de dívida pode ser transferida ao credor até a quitação da dívida.

Interessante dizer, ainda, que a cessão fiduciária de direitos creditórios possui uma característica própria relacionada à forma de ressarcimento ao credor dos débitos devidos pelo devedor fiduciante, a saber²³:

*A grande vantagem [da cessão fiduciária de direitos creditórios] em relação à alienação fiduciária, portanto, é que o credor fiduciário, já com a posse direta e indireta dos créditos desde a constituição da dívida garantida, e por serem os créditos justamente “pecúnia”, **no momento do inadimplemento ou mora pelo devedor fiduciante, estará automaticamente ressarcido do seu prejuízo, não havendo a necessidade de vender tais créditos ou tomar qualquer outra providência.** (grifos acrescentados)*

Neste termo, pode-se dizer que a principal diferença entre os institutos em questão são os seus respectivos objetos, determinados por lei como sendo passíveis de alienação ou cessão fiduciária. De forma geral, pode-se dizer que a lei estabelece, quando se tratando de bens ou ativos, que estes serão objeto de *alienação fiduciária*, enquanto direitos e créditos de *cessão fiduciária*. Além disso, é importante notar que existem procedimentos distintos relacionadas especificamente à alienação fiduciária e à cessão fiduciária. Neste sentido, o procedimento de execução utilizado em caso de inadimplência será diferente dependendo da categoria do bem alienado através do contrato de alienação fiduciária (móvel ou imóvel). Por exemplo, quanto à alienação fiduciária celebrada no âmbito do mercado financeiro e de capitais, o DL nº 911/69 assegurou ao credor a via de ação de busca e apreensão para reaver a coisa alienada em garantia caso o bem alienado fiduciariamente não seja encontrado ou não se ache na posse do devedor. Outro exemplo seria, no caso da alienação fiduciária de bem imóvel, quando da inadimplência do devedor quanto aos pagamentos a serem feitos ao credor, o direito de garantia pode ser executado pelo credor através de um procedimento extrajudicial realizado pelo registro de imóveis no qual a alienação fiduciária tiver sido registrada.

²³ WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes. (Coord.) Contratos Bancários. Quartier Latin. São Paulo, 2006.

2.3.4. Formalidades na constituição da garantia de alienação/cessão fiduciária

Em qualquer das modalidades acima referidas (i.e. alienação ou cessão fiduciária), cumpre frisar que, como regra geral, e nos termos do Artigo 1.361, Parágrafo 1º, a propriedade fiduciária somente será validamente **constituída** mediante o registro/arquivamento²⁴ do instrumento contratual que a institui -- que poderá ser público ou particular -- no Cartório de Registro de Títulos e Documentos ("**RTD**") do domicílio devedor.

Isso porque, o Código Civil de 2002, ao introduzir capítulo específico sobre a Propriedade Fiduciária, estabeleceu em seu Artigo 1.361, Parágrafo 1º:

Art. 1.361:

(...)

*1º **Constitui-se** a propriedade fiduciária com o registro do contrato, celebrado por instrumento público ou particular, que lhe serve de título, no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor, ou, em se tratando de veículos, na repartição competente para o licenciamento, fazendo-se a anotação no certificado de registro. (grifos acrescentados)*

Antes da promulgação do Código Civil de 2002, o entendimento predominante da doutrina era no sentido de que, para que o instrumento do contrato de alienação/cessão fiduciária fosse **válido contra terceiros**, este deveria ser arquivado, por cópia ou microfilme, no cartório de RTD. Segundo a doutrina clássica, tratava-se de um procedimento tendente a emprestar publicidade e efeito erga omnes ao ato translático, evitando prejuízos jurídicos ao terceiro de boa-fé.

Nesta linha, dispunha o doutrinador Orlando Gomes²⁵:

²⁴ Uma vez assinado o instrumento de garantia, qualquer uma das partes deverá submeter referido documento, dentro de 20 (vinte) dias, para registro no cartório de RTD competente. A finalização do registro ocorrerá após a análise das formalidades aplicáveis a documentos de garantia, bem como daquelas mencionadas na Lei 6.015/73.

²⁵ GOMES, Orlando. Alienação Fiduciária em Garantia. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 1975.

*Em resumo... (d) é eficaz para os contratantes sem que seja arquivado no registro de títulos e documentos; (e) em relação a terceiros, sua eficácia depende desse arquivamento. **A exigência do registro não é requisito de validade.** Para as partes, não é sequer de eficácia. Nem se prende, senão mediata e indiretamente, à forma do negócio. Constitui, em verdade, imposição legal **para o fim específico de valer contra terceiros**, pertencendo seu exame, por conseguinte, ao campo da publicidade. (grifos acrescentados)*

Com relação ao artigo acima transcrito, assevera Francisco Eduardo Loureiro, em Código Civil Comentado coordenado pelo Ministro Cezar Peluzo, do Supremo Tribunal Federal (“**STF**”)²⁶:

*Explicita o preceito que a propriedade fiduciária se constitui com o registro. Não há mais sentido em discutir se o registro tem efeito constitutivo ou publicitário... **A questão agora não é mais de oponibilidade em face de terceiros de boa-fé. Mas de inexistência de propriedade fiduciária sem o prévio e correto registro.** Antes do registro, há simples crédito, sem qualquer garantia real nem propriedade resolúvel transferida ao credor. (grifos acrescentados)*

Cumprido destacar, ainda, a seguinte decisão proferida em sentido semelhante ao acima exposto:

*APELAÇÃO CÍVEL. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA. CARÊNCIA DE AÇÃO. Com o advento do Novo Código Civil a constituição da propriedade fiduciária de bens móveis recebeu novos contornos. **Daí por que para sua constituição válida e eficaz torna-se imprescindível o assentamento do ajuste no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor (art. 1.361).** Olvidado esse requisito, não ocorre o desdobramento da posse, o que implica impossibilidade de ajuizamento da ação de busca e apreensão por parte do credor por inadequação do rito eleito para satisfação do débito. APELO IMPROVIDO. VENCIDA A RELATORA QUANTO AOS HONORÁRIOS. ²⁷ (grifos acrescentados)*

Sem prejuízo do entendimento acima, vale notar que uma parcela da doutrina e jurisprudência ainda entende ser o fim do arquivamento, realmente, atribuir ao

²⁶ PELUZO, Ministro Cezar. (Coord.) Código Civil Comentado: doutrina e jurisprudência. 2ª ed rev. e atual. Barueri, SP. Editora Manole, 2008.

²⁷ Apelação Cível Nº 70019351790, Décima Quarta Câmara Cível, Tribunal de Justiça do RS, Relator: Judith dos Santos Mottecy, Julgado em 10/05/2007.

contrato eficácia em relação a terceiros:

PROCESSUAL CIVIL. CERTIFICADO DE REGISTRO DE VEÍCULO. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA. PUBLICIDADE. VIOLAÇÃO AOS ARTIGOS 1.361, § 1º, DO CCB, 66, § 1º, DA LEI 4.728/65, 122 E 124 DO CTB. EXIGIBILIDADE DE REGISTRO CARTORIAL PARA EXPEDIÇÃO DO DOCUMENTO DO VEÍCULO. IMPOSSIBILIDADE.

1. O registro no cartório não é requisito de validade do contrato de alienação fiduciária. Ele traz como única consequência a ausência de eficácia desse contrato perante o terceiro de boa-fé.

2. A anotação do gravame no Certificado de Propriedade do Veículo pelo órgão competente permite que o adquirente se certifique dessa situação do automóvel, dando efetividade à publicidade que se pretende.

3. Inviável determinar que o órgão administrativo exija o prévio registro cartorial do contrato de alienação fiduciária para a expedição do certificado de registro do veículo, sem que a lei o faça.

4. Recurso especial conhecido e provido.²⁸ (grifos acrescentados)

*AGRAVO DE INSTRUMENTO. BUSCA E APREENSÃO. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA. AUSÊNCIA DO CONTRATO REGISTRADO NO CARTÓRIO DE TÍTULOS E DOCUMENTOS. EXIGÊNCIA QUE SURTE EFEITOS APENAS EM RELAÇÃO A TERCEIROS. REFORMA DO DECISUM. 1. **A exigência do registro do contrato perante o Cartório de Títulos e Documentos se destina tão-somente a produzir efeitos em relação a terceiros e não entre as partes signatárias do referido contrato, nos termos do art. 1º, § 1º, do DL 911/69, norma especial em relação ao Código Civil.** 2. **Para os contratantes, o pactuado é plenamente válido, independentemente do registro em Cartório, pois não constitui requisito de validade do negócio jurídico celebrado.** 3. O DL 911/69, em seu art. 3º, estabelece para fins de concessão da liminar que o credor comprove a mora ou o inadimplemento do devedor, não exigindo o referido registro. 4. Recurso provido, nos termos do art. 557, § 1º-A, do CPC.²⁹ (grifos acrescentados)*

No entanto, considerando o disposto no Artigo 1.361, Parágrafo 1º, do Código Civil, bem como a importância de uma alienação/cessão fiduciária em garantia para uma operação financeira, vale uma interpretação mais conservadora da norma, no sentido de que a propriedade fiduciária somente será validamente **constituída** mediante o registro/arquivamento do instrumento contratual que a institui em cartório

²⁸ STJ, REsp n. 770.315/AL, rel. Ministro Francisco Peçanha Martins, j. 4.4.2006

²⁹ TJRJ, AI 2009.002.39150, Des. Elton Leme, Decima Sétima Câmara Cível, Julgamento: 13/11/2009.

de RTD.

Não obstante o acima, o previsto no Artigo 1.632 também deverá ser observado e o contrato que intitula a alienação/cessão fiduciária deverá conter (i) o total da dívida, ou sua estimativa; (ii) o prazo, ou a época do pagamento; (iii) a taxa de juros, se houver; (iv) a descrição da coisa objeto da transferência da propriedade resolúvel, com os elementos indispensáveis à sua identificação³⁰.

Vale ressaltar, ainda, que, dependendo do objeto da garantia, outros registros podem ser necessários. Por exemplo, constitui-se a propriedade fiduciária de coisa imóvel mediante registro, no competente Registro de Imóveis, do contrato que lhe serve de título (conforme Artigo 23 da Lei do SFI).

Na hipótese de alienação fiduciária de ações emitida por uma sociedade por ações, os termos e condições previstos na Lei das S.A. devem ser observados, especificamente o Artigo 40 da referida lei, que estabelece:

Art. 40. *O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados:*

I - se nominativa, no livro de "Registro de Ações Nominativas";

II - se escritural, nos livros da instituição financeira, que os anotarà no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)

Parágrafo único. Mediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros.

Nestes termos, e de acordo com o artigo acima transcrito, para a constituição da garantia e para determinar a prioridade, legalidade, validade e exigibilidade da alienação/cessão fiduciária de ações, o respectivo contrato por meio do qual a garantia é criada deve: (i) ser registrado no cartório de RTD; e (ii) ser averbado no (a) livro de registro de ações nominativas, na hipótese de serem ações nominativas; ou (b) nos extratos de conta de depósito emitidos pela instituição financeira responsável pelo registro das ações (agente escriturador), no caso de serem ações escriturais.

³⁰ Vide item 3.2.1 abaixo sobre o cumprimento de tais requisitos em uma operação de derivativos.

Quando uma garantia é criada sobre ativos eletrônicos, recomenda-se também o registro em sistema eletrônico de registro, custódia e liquidação financeira de valores mobiliários no Brasil, feito principalmente pela CETIP S.A. – Mercados Organizados (normalmente para valores mobiliários de dívida privada) e Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (títulos do governo)³¹. Embora esta exigência de registro não seja uma exigência de aperfeiçoamento, como o registro com o registro de títulos e documentos, é recomendável, sob uma perspectiva prática, uma vez que tal registro proporciona à garantia existente maior transparência e previne que os ativos sejam negociados durante a validade da garantia.

2.4. Aspectos Gerais Relacionados à Excussão da Garantia

2.4.1. Cenário de Não-Insolvência

De acordo com a legislação brasileira, para fins de excussão da garantia quando não há instaurado um procedimento de insolvência do devedor, a regra geral é a de que, quando da inadimplência do devedor, o credor poderá realizar uma venda extrajudicial da garantia, desde que haja o consentimento expresso do devedor para tanto ou que o contrato de garantia aplicável tenha uma disposição permissiva neste sentido.

Nesta hipótese, no caso da alienação/cessão fiduciária, a propriedade do bem objeto da garantia consolidar-se-á nas mãos do credor quando da ocorrência do inadimplemento. O credor fiduciário, por sua vez, deverá vender o bem a terceiros extrajudicialmente, independentemente de leilão, hasta pública, avaliação prévia ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, fazendo da excussão um processo célere e eficiente.

³¹ Não obstante o acima exposto, vale notar o disposto no Artigo 1º da Resolução CMN n.º 1.779/1990, que estabelece que o registro de títulos na CETIP/SELIC é obrigatório para instituições financeiras que desejem mantê-los em carteira: "as instituições financeiras e demais sociedades autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil somente poderão admitir em suas respectivas carteiras, e naquelas relativas aos fundos por ela administrados, títulos públicos e privados, devidamente registrados, conforme o caso, no sistema especial de liquidação e custódia (SELIC) ou no sistema de registro e de liquidação financeira de títulos (CETIP), ou em qualquer outro sistema de custódia e de liquidação que venha a ser autorizado pelo Banco Central".

Não obstante o acima, no tocante ao contrato de alienação/cessão fiduciária celebrado no âmbito do mercado financeiro e de capitais, o Artigo 66-B, Parágrafo 3º, da Lei 10.931/04, expressamente dispõe que, em caso de inadimplemento ou mora da obrigação garantida, poderá vender a terceiros o bem objeto da propriedade fiduciária independente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, devendo aplicar o preço da venda no pagamento do seu crédito e das despesas decorrentes da realização da garantia. Sem prejuízo desta disposição expressa, entende-se recomendável o consentimento expresso do devedor no contrato de garantia aplicável, de modo a evitar questionamentos na esfera processual cível.

Na ausência de consentimento ou disposição, a parte garantida terá de contar com um procedimento judicial visando à execução do débito e excussão da garantia³². Vale notar, todavia, que o Código de Processo Civil permite, dependendo do meio judicial sendo utilizado e uma vez consolidada a propriedade e a posse plena do bem objeto de alienação/cessão fiduciária, em paralelo à continuação da ação (i.e., ação de busca e apreensão), que o credor o venda a terceiros independente de leilão, hasta pública, avaliação prévia, ou qualquer outra medida judicial ou extrajudicial, informando ao devedor acerca da alienação do bem antes

³² São, neste caso, três os principais remédios processuais à disposição do credor fiduciário:

(a) Ação de Busca e Apreensão – disponível apenas para pessoas jurídicas de direito privado integrantes do mercado financeiro e de capitais e as pessoas jurídicas de direito público titulares de créditos fiscais e previdenciários, nos termos do Artigo 8ª-A do DL nº 911/69 alterado pela Lei nº 10.931/04. Visa a devolução do bem móvel e atribuição de propriedade e posse plena ao credor fiduciário para que o credor possa vender o bem e recuperar seu crédito. Disciplinada pelo DL nº 911/69;

(b) Ação de Reintegração de Posse – disponível a todas as pessoas, naturais ou jurídicas que sejam titulares de propriedade fiduciária de bens móveis. Tem por objetivo a reintegração na posse do bem móvel para que o credor fiduciário possa vender o bem e recuperar seu crédito. Disciplinada pelos Artigos 926 e seguintes do Código de Processo Civil; e

(c) Ação de Execução – disponível a todas as pessoas, naturais ou jurídicas que sejam titulares de propriedade fiduciária de bens móveis. Visa a cobrança do crédito garantido por alienação fiduciária. Normalmente utilizada nas hipóteses em que o bem alienado tiver sido total ou parcialmente destruído, uma vez que o credor pode indicar à penhora bens do devedor que não aqueles objeto da alienação fiduciária (pois estes últimos já pertencem ao credor). Disciplinada pelos Artigos 646 e seguintes do Código de Processo Civil.

O inadimplemento ou a mora pelo devedor são comprovados por carta registrada expedida por meio de Cartório de Títulos e Documentos ou pelo protesto do título, a critério do credor fiduciário. Uma vez enviada a referida comunicação, ou protestado o título ou contrato, o credor fiduciário poderá tomar as medidas judiciais a que está legitimado, entre as quais o ajuizamento de ação de busca e apreensão.

de sua ocorrência.

O valor obtido com a alienação do bem pelo credor fiduciário será, primeiramente, destinado à satisfação de seu crédito (incluindo principal, juros, multa, despesas e outros encargos), sendo que eventual saldo deve ser entregue ao devedor. Caso o valor obtido com a alienação do bem não seja suficiente para a satisfação do crédito, o devedor continua pessoalmente obrigado pelo restante da dívida.

2.4.2. Recuperação Judicial

A Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005 (“**Lei de Falências e Recuperação de Empresas**”) dispõe sobre a recuperação extrajudicial, judicial e a falência do empresário e da sociedade empresária. Resumidamente, a Lei de Falências e Recuperação de Empresas, diferentemente do instituto legal anterior, optou por privilegiar a efetiva recuperação do empresário e da sociedade empresária, ao invés de simplesmente priorizar sua liquidação ao enfrentar dificuldades financeiras.

Nestes termos, o instituto da recuperação judicial, que substituiu o instituto da concordata preventiva, visou permitir que a empresa (viável operacional, financeira e economicamente) realize sua função social, mesmo quando enfrenta dificuldades financeiras, mediante a preservação de sua capacidade produtiva, dos postos de trabalho de seus empregados e do recolhimento de tributos, assegurada aos seus credores proteção para a recuperação de seus créditos.

Sem pretender adentrar nos detalhes do procedimento da recuperação judicial, em linhas gerais, a Lei de Falências e Recuperação de Empresas propiciou que o devedor apresente plano de recuperação contendo as formas, prazos e condições por meio dos quais os débitos que serão novados serão satisfeitos.

De todo modo, vale observar que, diferentemente do que ocorria na concordata -- em que apenas os **credores quirografários** eram atingidos pelos seus efeitos --, a recuperação judicial atinge a maior parte da comunidade de credores do devedor anterior ao pedido de recuperação, inclusive credores com

garantia real (hipoteca ou penhor). Pretende-se, com isso, permitir ao devedor adequar o seu fluxo de pagamentos ao seu fluxo de caixa, viabilizando o restabelecimento econômico-financeiro, de acordo com o plano de recuperação que vier a ser apresentado.

(A) *Recuperação Judicial – Credores não afetados - Tratamento especial dispensado aos créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária*

Conforme previsto no Artigo 49 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas, **todos os créditos** anteriores ao pedido de recuperação judicial estão, em princípio, sujeitos aos seus efeitos. Os créditos de natureza fiscal, no entanto, são uma exceção a tal regra geral e deverão ser pagos regularmente pelo devedor, ou conforme algum parcelamento tributário previsto pelo Código Tributário Nacional ou lei específica.

Uma segunda exceção consta do Parágrafo 3º do Artigo 49 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas, que prevê que a recuperação judicial não afetará o **crédito** do proprietário fiduciário e que “*prevalecerão os **direitos de propriedade** sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva*”. O legislador, assim, define que os termos contratuais estabelecidos entre credor e devedor não poderão ser modificados pelo previsto no plano de recuperação judicial.

O Parágrafo 1º do Artigo 39 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas ainda confirma o descrito no parágrafo anterior ao determinar que os credores fiduciários serão excluídos das classes de credores que participarão da assembleia geral de credores na recuperação judicial, não possuindo direito a voto ou sendo considerados para fins de verificação do quórum para a instalação da assembleia³³.

Dessa forma, a previsão de que “*as obrigações anteriores à recuperação*

³³ Contudo, cumpre observar que já existem precedentes contemplando a possibilidade de inclusão de alguns dos créditos extraconcursais previstos no artigo 49, Parágrafo 3º da Lei de Falências e Recuperação de Empresas no plano de recuperação judicial do devedor, com a consequente alteração das condições de pagamento originalmente contratadas, na hipótese de anuência de tais credores.

judicial observarão as condições originalmente contratadas ou definidas em lei, inclusive no que diz respeito a encargos, salvo se de modo diverso ficar estabelecido no plano de recuperação judicial”, consoante o previsto no Parágrafo 2º do referido Artigo 49 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas, não se aplica aos contratos de alienação ou cessão fiduciária.

O Artigo 52, Inciso III, da Lei de Falências e Recuperação de Empresas, é o último dispositivo a confirmar o entendimento acima ao esclarecer que o deferimento e processamento da recuperação judicial **não** resultará na **suspensão** das ações ou execuções relativas a créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária de bens móveis ou imóveis.

Sem prejuízo das conclusões acima, cabe notar que bens de capital, considerados **essenciais à atividade empresarial do devedor**, objeto de alienação ou cessão fiduciária, não poderão ser vendidos ou retirados do estabelecimento do devedor por um período de 180 (cento e oitenta) dias contados da data do deferimento do processamento da recuperação judicial (“**stay period**”), conforme previsto pelo Parágrafo 3º do Artigo 49 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas³⁴.

A preocupação do legislador, neste ponto, foi manter intacto o estabelecimento e os meios de produção do devedor no início do processo de recuperação judicial de forma que o devedor possa, ao longo do *stay period*: (i) obter recursos suficientes para honrar tais contratos pagando todas as obrigações vencidas até o término do *stay period*; (ii) prever, no plano de recuperação, o normal pagamento desses créditos (garantidos por alienação ou cessão fiduciária), obtendo a aprovação dos demais credores; e/ou (iii) renegociar com seus credores fiduciários

³⁴ Nesse sentido, o Tribunal de Justiça de São Paulo decidiu o que se segue: “ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA – Bem móvel – Busca e apreensão – Liminar – Indeferimento – Ao credor fiduciário não se estendem os efeitos da recuperação judicial do devedor, não se podendo, porém, no prazo de suspensão de até 180 dias da concessão do processamento de feito recuperatório, vender ou retirar do estabelecimento do devedor os bens de capital essenciais a sua atividade empresarial – Liminar de busca e apreensão deferida, conservada, contudo, a permanência dos bens com a devedora – Recurso parcialmente provido. (Agravo de Instrumento n. 1.105.775-0/8. F.D. Caieiras/Franco da Rocha – 28ª Câmara de Direito Privado – Relator: Rodrigues da Silva – 03.07.07 – V. U.. – Voto n. 12808)”.

-- embora não sujeitos aos efeitos da recuperação judicial -- as condições contratuais e de pagamento necessárias para viabilizar a manutenção dos bens essenciais à produção.

Do exposto, conclui-se que nos termos da Lei de Falências e Recuperação de Empresas, os credores fiduciários -- diferentemente do que pode ocorrer com os credores com garantia real (i.e. hipoteca ou penhor) -- em princípio, não serão atingidos involuntariamente pelos efeitos da recuperação judicial do devedor, salvo pela proibição temporária da retirada e venda de bens de capital essenciais à atividade do devedor³⁵.

Assim, na medida em que os bens/direitos alienados ou cedidos fiduciariamente (conforme o caso) em garantia não puderem ser tecnicamente considerados bens de capital essenciais à manutenção da atividade do devedor, poderá o credor fiduciário, desde que a dívida garantida esteja **vencida**, valer-se (antes ou após a distribuição de recuperação judicial pelo tomador dos recursos) das medidas judiciais e extrajudiciais cabíveis para³⁶: (a) recuperar a posse dos bens ou títulos representativos dos direitos creditórios e que estejam em posse do devedor; (b) liquidar -- mediante a cobrança dos respectivos devedores ou alienação -- os bens ou direitos creditórios, e aplicar o produto no pagamento da dívida do devedor; e/ou (c) na hipótese de os recursos obtidos na liquidação das garantias não serem suficientes para o pagamento da dívida, cobrar o devedor pelo saldo da dívida quirografária, salvo se tratar de alienação fiduciária de bem imóvel, hipótese em que há o risco de que a dívida seja quitada com a venda do bem (Artigo 27, Parágrafo 5º da Lei do SFI).

Não obstante a previsão legal expressamente indicada na Lei de Falências e Recuperação de Empresas, vale dizer que, na prática, foram proferidas decisões pelos Tribunais de Justiça dos Estados de Espírito Santo, Mato Grosso e Rio de

³⁵ Não obstante, cumpre ressaltar, mais uma vez, que já existem precedentes admitindo a sujeição de credores contemplados no artigo 49, Parágrafo 3º da Lei de Falências e Recuperação de Empresas à recuperação judicial.

³⁶ Na hipótese de bem de capital essencial à atividade, o credor pode ajuizar a medida judicial, efetuar a apreensão, transformar o depósito contratual em judicial, ficando impedido apenas de retirar o bem no prazo de 180 dias, conforme indicado acima.

Janeiro que se manifestam, cada vez mais, com vistas aos princípios da preservação da empresa e da função social do contrato, que não poderá conter cláusulas abusivas. Desta forma, decidem em favor de empresas (devedoras-fiduciárias) e visam por fim a chamada “trava bancária”, isto é, ao mecanismo pelo qual bancos (credores-fiduciários), ficam fora do rol de credores na recuperação judicial.

Neste sentido, vale notar decisão proferida pelo Tribunal de Justiça do Estado do Espírito Santo em favor da sujeição do credor garantido por cessão fiduciária de títulos de créditos aos efeitos da recuperação judicial, *in verbis*:

*AGRAVO DE INSTRUMENTO N.º 030089000142
AGRAVANTE: BANCO ABC S/A
AGRAVADA: INDÚSTRIA DE MÓVEIS MOVELAR LTDA
RELATOR: O EXM.º SR. DES. JORGE GOES COUTINHO*

EMENTA: PROPRIEDADE FIDUCIÁRIA DE TÍTULOS DE CRÉDITO. SUJEIÇÃO AOS EFEITOS DA RECUPERAÇÃO JUDICIAL. NÃO INCIDÊNCIA DA EXCEÇÃO PREVISTA NA LEGISLAÇÃO FALIMENTAR.

- 1. A redação do artigo 49, §3º, da Lei n.º 11.101/2005 estatui, claramente, que os créditos daqueles em posição de proprietário fiduciário de bem móvel e imóvel não se submetem aos efeitos da recuperação judicial.*
- 2. Assim como o próprio agravante insiste em afirmar em suas razões recursais, o mesmo se revela como **proprietário fiduciário de títulos de crédito que, por óbvio, não se confundem com a classificação de bens móveis ou imóveis.***
- 3. Se a legislação admite a cessão fiduciária tanto de coisa móvel quanto, como no caso em apreço, de títulos de crédito, deveria esta última hipótese também estar prevista, de modo expresso” pela lei específica, como excluída dos efeitos da recuperação judicial, o que não é o caso.³⁷ (grifos acrescentados)*

Referida decisão acima transcrita serviu como base para a elaboração do Projeto de Lei No. 4586/2009 (“**PL 4586/2009**”), apresentado à Câmara Federal pelo Deputado Carlos Bezerra (PMDB-MT) e atualmente em análise na Comissão de Desenvolvimento Econômico, Indústria e Comércio (CDEIC) da Câmara Federal. O PL 4586/2009, que da nova redação ao *caput* do Artigo 49 da Lei de Falências e

³⁷ TJ/ES, Ag. Inst. N.º030089000142, Rel. Jorge Góes Coutinho, J. 24.06.2008.

Recuperação de Empresas, estabelece que os créditos garantidos por cessão fiduciária de títulos de crédito estão sujeitos à recuperação judicial, conforme segue:

Art. 1º-*O art. 49, caput, da Lei n.º11.101, de 09 de fevereiro de 2005, passa a vigorar com a seguinte redação:*

“Art. 49 – Estão sujeitos à recuperação judicial todos os créditos existentes na data do pedido, inclusive aqueles garantidos por cessão fiduciária de títulos de crédito, ainda que não vencidos.”

Art. 2º-*Esta Lei entra em vigor na data de sua publicação oficial.*

Não obstante, vale ressaltar que os tribunais de Justiça do Paraná e São Paulo são contrários ao entendimento acima exposto. A Câmara Especial de Falências e Recuperações Judiciais de Direito Privado do TJSP, em uma ocasião, houve por bem indeferir pedido formulado pela recuperanda de desbloqueio de importâncias retidas pelo Banco decorrentes de contratos de alienação fiduciária, decidindo que somente com a aprovação do banco os créditos entrariam na recuperação. Em outra ocasião, em 7 de maio de 2008, opinou pela não sujeição dos credores com propriedade fiduciária sobre créditos, títulos e investimentos ao procedimento de recuperação judicial (Artigo 49, Parágrafo 3º):

EMENTA - Recuperação judicial - Contratos com garantia real (alienação fiduciária e penhor de duplicatas) - Requerimento de desbloqueio de importâncias retidas pelo banco agravado - Indeferimento - Incidência do disposto no artigo 49, §§ 3o e 5º, da Lei 11.101/05, ou seja, de um lado, o credor titular da posição de proprietário fiduciário de bem móvel não se submete aos efeitos da recuperação judicial, devendo prevalecer os direitos de propriedade sobre a coisa e as condições contratuais, observada a legislação respectiva, e, do outro, tratando-se de crédito garantido por penhor sobre títulos de crédito, poderão ser substituídas ou renovadas as garantias liquidadas ou vencidas durante a recuperação judicial e, enquanto não renovadas ou substituídas, o valor eventualmente recebido em pagamento das garantias permanecerá em conta vinculada durante o período de suspensão de que trata o § 4º do art. 6º da mesma lei — Agravo de instrumento não provido.³⁸ (grifos acrescentados)

³⁸ AI 557.256.4/0-00, Min. Rel. Romeu Ricupero. Câmara Especial de Falências e Recup. Judiciais, J. 30.7.2008

Recuperação judicial - credor em contrato de alienação fiduciária - crédito não sujeito aos efeitos da recuperação da devedora - art. 49, § 3º, da lei nº 11.101/2005 - recurso provido em parte para afastar a ordem de suspensão da exigibilidade do crédito do agravante.³⁹ (grifos acrescentados)

EMENTA: Recuperação Judicial Cessão fiduciária de créditos Credor não sujeito aos efeitos da recuperação. Hipótese, entretanto, de depósito das quantas recebidas em conta vinculada no período de suspensão previsto no art 6º. § 4º, da Lei 11 101/05.

Recuperação Judicial Depósito em conta vinculada que não significa depósito em conta judicial. Manutenção do valor sob responsabilidade do credor, desde que com atualização monetária e juros das cadernetas de poupança.

Recurso parcialmente provido

(...)

Quando, entretanto, a garantia consista em títulos de crédito, direitos creditórios, aplicações financeiras ou valores mobiliários, a disposição de regência será o § 5º, que determina o depósito dos respectivos valores em conta vinculada.

Não há qualquer dificuldade nesse raciocínio. O que se infere é que, na verdade, não se pretendeu dizer penhor sobre títulos de crédito, penhor sobre direitos creditórios, etc, mas apenas o que ali efetivamente consta. Vale dizer, não se determinou o depósito em conta vinculada apenas quando se trate de penhor sobre créditos ou títulos de crédito, mas também quando se trate de garantia consistente em direitos de crédito, aí inserida a cessão fiduciária de crédito.

Não se desconhece, evidentemente, que direitos de crédito também constituem bens móveis⁴⁰, mas, diante do princípio da especialidade, a interpretação acima é a que melhor se acomoda às ressalvas constantes da parte final dos referido parágrafos.⁴¹ (grifos acrescentados)

2.4.3. Recuperação Extrajudicial

A Lei de Falências e Recuperação de Empresas contempla, ainda, a possibilidade de o devedor propor e negociar com determinados credores, plano de recuperação extrajudicial, que pode ser levado ao Judiciário para homologação por sentença, resultando em posterior constituição de título executivo judicial.

³⁹ AI 646.873-4/9, Min. Rel. Elliot Akel, Câmara Especial de Falências e Recup. Judiciais, J. 15.9.2009

⁴⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de Direito Civil. São Paulo: Saraiva, 2006. Vol. 1. p 265.

⁴¹ AI nº 540.384-4/4-00, Min. Rel. José Araldo da Costa Telles, Câmara Especial de Falências e Recup. Judiciais, J. 7.5.2008

Trata-se de procedimento semelhante ao *pre-package plan* previsto no Código de Falências estadunidense (em inglês, *Bankruptcy Code*) e visa facilitar as negociações entre devedores e credores. Na modalidade impositiva de recuperação extrajudicial, exige-se a adesão de credores que representem pelo menos 60% (sessenta por cento) de todos os créditos de cada espécie de credores sujeitos ao plano para que os termos do plano sejam impostos à minoria de credores discordante. Na recuperação meramente homologatória, por sua vez, a exigência é que se apresente ao juízo da recuperação plano de recuperação extrajudicial já assinado por todos os credores a ele sujeitos. A lei especifica, entretanto, que esta modalidade introduzida pela Lei de Falências e Recuperação de Empresas não exclui a possibilidade de devedor e credores celebrarem outras modalidades de acordo privado.

(A) *Recuperação Extrajudicial – Credores não afetados - Tratamento especial dispensado aos créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária*

Para fins do presente trabalho, contudo, o que importa salientar é que determinados créditos, em princípio, não se sujeitam ao processo de recuperação extrajudicial, tais como créditos do titular de posição de propriedade fiduciária de bens móveis ou imóveis.

Contudo, cumpre ressaltar que já existe precedente jurisprudencial homologando plano de recuperação extrajudicial que contemplava a inclusão de credores decorrentes de propriedades fiduciárias que haviam optado por aderir **voluntariamente** ao plano. De todo modo, disso não se depreende que a adesão teria como ser imposta a tais credores, sendo certo que, da mesma forma que ocorre na recuperação judicial, sobrevivendo a recuperação extrajudicial do devedor, entendemos que, **vencida** a dívida garantida, o credor fiduciário poderá tomar as mesmas medidas indicadas acima, principalmente se não houver interesse em participar do plano de recuperação extrajudicial, não se aplicando a regra de suspensão do direito de retirada.

2.4.4. Falência

Em linhas gerais, a falência prevista na Lei de Falências e Recuperação de Empresas continua a ser um processo de execução coletiva, oponível a todos os credores do devedor.

Nesse sentido, é certo que no âmbito da falência os ativos de **propriedade** do devedor serão arrecadados -- inclusive os bens móveis ou imóveis objeto de garantia real (i.e., hipoteca ou penhor) -- para posterior liquidação e pagamento dos credores consoante a ordem de prioridades prevista no Artigo 83 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas⁴².

(A) *Falência – Credores não afetados - Tratamento especial dispensado aos créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária*

O Artigo 84 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas cria o conceito de “*créditos extraconcursais*”⁴³, que são aqueles decorrentes de despesas e custas incorridas pela massa-falida ao longo do processo de falência e “*obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial.*” Consoante tal dispositivo, créditos concursais “*serão pagos com precedência sobre*” os demais créditos na falência, conforme classificados pelo Artigo 83.

⁴² A classificação dos créditos na falência obedecerá a seguinte ordem (i) os créditos derivados da legislação do trabalho, limitados a 150 (cento e cinquenta) salários-mínimos por credor, e os decorrentes de acidentes de trabalho; (ii) créditos com garantia real até o limite do valor do bem gravado; (iii) créditos tributários, independentemente da sua natureza e tempo de constituição, excetuadas as multas tributárias; (iv) créditos com privilégio especial; (v) créditos com privilégio geral; (vi) créditos quirografários; (vii) as multas contratuais e as penas pecuniárias por infração das leis penais ou administrativas, inclusive as multas tributárias; e (viii) créditos subordinados.

⁴³“Art. 84. - Serão considerados créditos extraconcursais e serão pagos com precedência sobre os mencionados no art. 83 desta Lei, na ordem a seguir, os relativos a: (i) remunerações devidas ao administrador judicial e seus auxiliares, e créditos derivados da legislação do trabalho ou decorrentes de acidentes de trabalho relativos a serviços prestados após a decretação da falência; (ii) quantias fornecidas à massa pelos credores; (iii) despesas com arrecadação, administração, realização do ativo e distribuição do seu produto, bem como custas do processo de falência; (iv) custas judiciais relativas às ações e execuções em que a massa falida tenha sido vencida; e (v) obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei, ou após a decretação da falência, e tributos relativos a fatos geradores ocorridos após a decretação da falência, respeitada a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.”

O mesmo Artigo 84 determina um rol de prioridade de pagamento para os “*créditos extraconcursais*”, rol este que não contempla os créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária.

O fato de os créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária não serem classificados como “extraconcursais” justifica-se pelo efeito da alienação ou cessão fiduciária em garantia, isto é, pela transferência da **propriedade fiduciária** (resolúvel), ao credor, dos bens alienados ou cedidos fiduciariamente. Assim, ao invés de serem considerados bens pertencentes à massa-falida, bens objeto de alienação ou cessão fiduciária são considerados bens de terceiro (i.e. do credor fiduciário).

Por não integrarem a massa-falida, os bens objeto de alienação ou cessão fiduciária não se sujeitam à arrecadação de bens ou ao concurso de credores. Na prática, portanto, os créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária deverão ser quitados não só em momento anterior aos demais credores sujeitos à falência, mas também em momento anterior ao pagamento dos “*créditos extraconcursais*”.

Diferentemente do tratamento concedido aos créditos garantidos por outras garantias reais -- como o penhor e a hipoteca -- em um processo falimentar, por meio do qual os bens objeto da garantia são arrecadados em benefício da massa-falida e os recursos produto de sua excussão partilhados entre os credores da mesma classe, os créditos garantidos por alienação ou cessão fiduciária não estão sujeitos a qualquer rateio ou ao risco falência propriamente dito, até o limite do valor da garantia.

Assim, o credor fiduciário possui o direito de executar o bem alienado ou cedido fiduciariamente e utilizar a **integralidade** dos proventos arrecadados na quitação de seu crédito. Na eventualidade de os recursos produto da excussão não serem suficientes para quitar a dívida, o credor fiduciário concorrerá pelo saldo como **credor quirografário** do devedor. Da mesma forma, se o produto da excussão for superior ao valor da dívida, o credor deverá devolver ao devedor o valor excedente.

Questões práticas, no entanto, poderão atrasar ou impedir a excussão do bem cedido ou alienado fiduciariamente, como, por exemplo, o bem estar na posse do devedor ou ser (inadvertidamente) arrecadados pelo administrador judicial. Nestas hipóteses, cabe ao credor fiduciário o direito de pleitear a restituição do bem para subsequente liquidação do crédito.

2.4.5. Intervenção e liquidação extrajudicial

O Banco Central do Brasil (“**Banco Central**”) possui a autoridade de decretar a intervenção e liquidação extrajudicial de instituições financeiras e entidades equiparadas, de acordo com os termos previstos na Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974 (“**Lei 6.024/74**”).

A intervenção e a liquidação extrajudicial são determinadas pelo Banco Central na ocorrência de situações específicas, previstas em lei, vistas como anormalidades nos negócios sociais da respectiva instituição financeira que possam afetar os direitos de seus credores e/ou da poupança popular. Referidas medidas são impostas pelo Banco Central de forma a evitar a falência de instituições financeiras.

Segundo o seu Artigo 2º, Inciso II, a Lei de Falências e Recuperação de Empresas, em princípio, não se aplica às instituições financeiras públicas ou privadas ou a outras entidades legalmente equiparadas a elas. No entanto, o Artigo 197 também da Lei de Falências e Recuperação de Empresas, dispõe que, enquanto não for aprovada lei específica, a Lei de Falências e Recuperação de Empresas aplica-se, subsidiariamente, no que couber, à Lei 6.024/74, que disciplina a intervenção e a liquidação extrajudicial de instituições financeiras.

Adicionalmente, a Lei 6.024/74 determina, no seu Artigo 34, a aplicabilidade das disposições previstas na Lei de Falências e Recuperação de Empresas, no que couber e quando não colidirem com os preceitos da Lei 6.024/74.

Assim, as instituições financeiras e entidades equiparadas (i) continuam

sujeitas aos regimes de intervenção e liquidação extrajudicial (Artigo 197 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas), (ii) não podem requerer recuperação extrajudicial ou judicial (Artigo 198 da Lei de Falências e Recuperação de Empresas), (iii) não podem ter sua falência decretada por pedido de credores ou por requerimento próprio, mas (iv) podem ter sua falência decretada a pedido de interventor ou liquidante, autorizado pelo Banco Central, desde que presentes os requisitos estabelecidos na Lei 6.024/74.

Ademais, e à luz do acima exposto, a base legal explicada acima com relação à alienação/cessão fiduciária na vigência da Lei de Falências e Recuperação de Empresas seria aplicável na hipótese de intervenção ou liquidação extrajudicial do devedor fiduciante. Poderá o credor da alienação/cessão fiduciária, decretada a intervenção ou liquidação da instituição financeira, executar a sua garantia e satisfazer o seu crédito, respeitado, na intervenção, o prazo de suspensão de exigibilidade dos créditos previsto nos Artigos 4º e 6º da Lei 6.024/74:

Art. 4º O período da intervenção não excederá a seis (6) meses o qual, por decisão do Banco Central do Brasil, poderá ser prorrogado uma única vez, até o máximo de outros seis (6) meses.

(...)

Art. 6º A intervenção produzirá, desde sua decretação, os seguintes efeitos:

- a) suspensão da exigibilidade das obrigações vencidas;*
- b) suspensão da fluência do prazo das obrigações vencidas anteriormente contraídas;*
- c) inexigibilidade dos depósitos já existentes à data de sua decretação.*

2.5. Comparação da alienação/cessão fiduciária com o penhor

Por fim, cumpre-nos concluir o estudo acima com um resumo acerca dos motivos pelos quais a alienação fiduciária em garantia transformou-se na “queridinha” do mercado financeiro. A melhor maneira de demonstrar tal afirmação e por meio de uma comparação entre a alienação/cessão fiduciária e o penhor, melhor alternativa de garantia sobre bens móveis, na ausência da alienação fiduciária.

Diferentemente da alienação/cessão fiduciária, por meio da qual o devedor transmite ao credor a propriedade e a posse indireta de determinado bem, reservando para si a posse direta do respectivo bem, no penhor, em princípio, o ativo empenhado continua a integrar o patrimônio do devedor, na medida em que não ocorre a transferência da propriedade do ativo ao credor, mas somente da sua posse.

É elemento essencial ao contrato de penhor a transferência da posse da coisa, ainda que de forma ficta ou simbólica, ao credor. A esse respeito, Orlando Gomes⁴⁴ esclarece que:

Por penhor comum designa-se **o direito real de garantia constituído pela tradição efetiva que ao credor faz o devedor**, ou alguém por ele, de um objeto móvel suscetível de alienação, para segurança do direito daquele. É o penhor na sua feição clássica. Caracteriza-se por traços tradicionais, visto que tem por objeto coisas móveis e exige, para sua perfeição, que o bem seja **efetivamente entregue ao credor, efetuando-se, portanto, o deslocamento da posse**. (grifos acrescentados).

É importante ressaltar que a posse conferida pelo devedor ao credor não abrange os poderes de usar e gozar da coisa empenhada, de forma que a transferência da coisa é feita exclusivamente como substrato da garantia de uma obrigação.

Assim, a transferência da propriedade resolúvel do bem alienado/cedido fiduciariamente torna tal modalidade de garantia mais forte que as formas tradicionais de garantias reais, tais como o penhor e a hipoteca.

O grande interesse do credor fiduciário, no entanto, se encontra na cautela diante de eventual insolvência do devedor fiduciante, principalmente na hipótese de insolvência do devedor.

Conforme vimos acima, de acordo com os termos da Lei de Falências e

⁴⁴ Gomes, Orlando. *op. cit.* [vide nota 9]. p.397.

Recuperação de Empresas, os credores titulares da propriedade fiduciária sobre bens móveis ou bens imóveis, em princípio, não estariam sujeitos aos efeitos da falência, recuperação judicial ou extrajudicial, e, conseqüentemente, poderiam receber os recursos para satisfação de seus respectivos créditos imediatamente.

Na hipótese de insolvência do devedor de coisa empenhada, por outro lado, os referidos ativos estariam sujeitos aos efeitos do procedimento de falência, de acordo com a Lei de Falências e Recuperação de Empresas. O ativo empenhado integra a massa-falida e será oportunamente vendido pelo administrador judicial. Os proventos dessa venda, por sua vez, satisfarão as dívidas de outros créditos privilegiados, e não apenas da dívida em questão, em conformidade com a referida lei.

Em resumo, em um cenário de insolvência, a alienação fiduciária consiste em garantia que permite a recuperação do crédito garantido de forma mais rápida e eficiente do que ocorre em relação ao penhor, visto que o credor fiduciário está excluído do processo de insolvência e os proventos oriundos da venda do ativo serão utilizados para satisfação da própria dívida garantida⁴⁵.

Tendo em vista as diferentes características do penhor e da alienação/cessão fiduciária, vale a inclusão de um resumo dos principais aspectos positivos e negativos de cada um deles.

⁴⁵ Conforme mencionado acima, a alienação/cessão fiduciária constitui uma garantia pela qual o devedor transmite ao credor a propriedade e a posse indireta de determinado bem, reservando para si a posse direta do respectivo bem. Por este motivo, constrições judiciais como a penhora online, em princípio, também não deveria afetar este bem específico. Entretanto, cumpre notar que, na prática, temos conhecimento de poucos precedentes em que as cortes brasileiras penhoraram bens do devedor que haviam sido previamente dados em alienação/cessão fiduciária para garantir o cumprimento de outras obrigações.

Nestes casos, juizes acabaram por ignorar a natureza legal da alienação/cessão fiduciária e penhorar bens que, sob uma perspectiva legal, não são de propriedade do devedor. Adicionalmente, considerando que referidos bens concedidos em alienação/cessão fiduciária são registrados e mantidos em sistemas do credor como um bem do devedor, as instituições financeiras passam a ter dificuldade em justificar a recusa ao cumprimento da penhora recebida através do sistema BACEN-JUD.

Não obstante, cumpre notar que, sob uma perspectiva estritamente legal, a natureza da alienação/cessão fiduciária determina a transferência da propriedade do bem durante o termo e vigência da garantia. Desta forma, há a possibilidade de questionamento, pelo credor, da penhora online de um bem dado em alienação/cessão fiduciária, mesmo que referido credor tenha aceitado a ordem de penhora determinada pelo juiz através do sistema BACEN-JUD.

Penhor	Alienação/Cessão Fiduciária
<p>Prós:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Nenhuma restrição quanto aos ativos sobre o qual possa ser criado (sujeito somente à restrição prevista na legislação aplicável). • Pode ser constituído através de um instrumento particular. <p>Contras:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Ausência de imunidade em caso de insolvência. • Custos de registro (Cartório de Registro de Títulos e Documentos + Cartório de Registro de Imóveis). 	<p>Prós:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pode ser constituído através de um instrumento particular. • Imunidade em caso de falência, recuperação judicial e extrajudicial, intervenção e liquidação extrajudicial. • Modalidade de garantia mais forte que as formas tradicionais de garantias reais - transferência da propriedade resolúvel. • Recuperação do crédito garantido de forma mais rápida e eficiente. <p>Contras:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Custos de registro (Cartório de Registro de Títulos e Documentos + Cartório de Registro de Imóveis). • Riscos de sucessão. • Não cobre todos os ativos sujeitos ao penhor (se fungíveis, devem estar incluídos no escopo de uma operação de mercado de capitais – Lei nº. 4.728/65).

III. ALIENAÇÃO FIDUCIÁRIA EM GARANTIA E AS OPERAÇÕES DE DERIVATIVOS

Futuros, swaps, opções, *caps*, *collars*, *floors* e *swaptions*, todos tipos distintos de instrumentos financeiros derivativos que podem ser referenciados em quaisquer preços, taxas, índices ou moedas. O limite para estruturação destas operações tem sido a imaginação dos profissionais pertencentes às áreas de tesouraria das instituições financeiras e, de tempos em tempos, um novo nome é acrescentado ao rol destes instrumentos.

Sabe-se que a lei brasileira não fornece uma definição legal expressa das operações de derivativos. Ademais, nossa doutrina é bastante escassa, o que dificulta a conceituação e qualificação dos instrumentos derivativos no direito nacional. Ainda, vale mencionar que as opiniões dos poucos doutrinadores que se aventuram nos meandros dos temas relacionados aos contratos derivativos, são divergentes, não chegando a uma conclusão acerca da unilateralidade ou bilateralidade dos referidos contratos, por exemplo, conforme abordado abaixo.

Sem prejuízo da discussão acima, em linhas gerais, tais instrumentos podem ser definidos como contratos financeiros, cujo valor é diretamente atrelado ao valor de outro ativo.

As normas emitidas pelo Conselho Monetário Nacional desde 1994 forneceram alguns elementos que ajudam a definir as características dos instrumentos derivativos. Atualmente, a Resolução 2.873, de 26 de julho de 2001, conforme alterada pela Resolução 3.505 de 26 de outubro de 2007, estabelece em seu artigo 1º as operações de derivativos autorizadas a serem utilizadas no mercado brasileiro, conforme disposto abaixo:

Art. 1º - Os bancos múltiplos, os bancos comerciais, as caixas econômicas, os bancos de investimento, os bancos de câmbio, as sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários e as sociedades distribuidoras de títulos e valores mobiliários podem realizar, no mercado de balcão, no País, por conta própria e de terceiros, operações de swap, a termo e com opções, passíveis de registro em mercados de balcão organizado ou em sistema

administrado por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, por entidades de registro e de liquidação financeira de ativos devidamente autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

Outro exemplo é a definição de derivativos de crédito, constante da Resolução 2.933, de 28 de fevereiro de 2002:

I - derivativos de crédito: contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações; (...)

Nos últimos anos, tais instrumentos ganharam significativa notoriedade junto à população como um todo, especialmente em virtude da crise de 2007-2008, porém, a notoriedade veio atrelada a um pré-conceito quanto à real finalidade destes instrumentos.

Desde sua concepção, o objetivo dos derivativos era o de eliminar etapas ou criar maneiras de celebrar uma operação tradicional de forma artificial ou sintética. Um exemplo do acima é o *total return swap*, uma operação por meio do qual uma das partes paga a variação de uma taxa de juros, fixa ou variável, enquanto a outra paga a variação e os eventuais proventos de um título público ou valor mobiliário. Tal operação possui um efeito semelhante ao de adquirir o título público ou valor mobiliário, para a parte que recebe os eventuais proventos, resultando, portanto, em uma aquisição sintética (ou artificial) de tal ativo.

Quanto às modalidades desses instrumentos, pode-se mencionar os derivativos com finalidade de proteção (*hedge*), necessários à gestão de risco das instituições financeiras e empresas. Os *hedges* oferecem ferramentas contratuais que minimizam a exposição das partes contratantes a flutuações de taxas e preços e, portanto, beneficiam a contraparte sujeita à exposição em questão.

Sem prejuízo dos *hedges* supra mencionados, cumpre ressaltar as demais finalidades para operações de derivativos, isto é, os instrumentos derivativos celebrados para fins de alavancagem, especulação ou arbitragem.

Tais modalidades, em parte, são a motivação para o presente trabalho, pois tais operações tem o risco como parte intrínseca e, por conseguinte, dependem da constituição das garantias apropriadas e tempestivas, contribuindo para a existência e manutenção de um Sistema Financeiro Nacional saudável.

Nesse sentido, Maryse Farhi⁴⁶ ensina:

Posições assumidas nos mercados de derivativos financeiros como cobertura de riscos não podem, em princípio pelo menos, provocar prejuízos insustentáveis para seus detentores. Posições especulativas que provoquem prejuízos insustentáveis podem – dependendo do perfil e do tamanho de seus detentores – acarretar graves crises de crédito e de confiança.

3.1. Classificação jurídica das operações de derivativos

Uma tentativa de classificar os instrumentos derivativos em uma modalidade tipificada pelo Código Civil é defini-los como um contrato aleatório, que, conforme visão de Silvio Rodrigues são aqueles contratos em que o montante da prestação não pode ser avaliado deste o momento de sua contratação, pois estarão dependentes de um risco futuro. “Com efeito, o contrato aleatório é aquele em que as prestações oferecem uma possibilidade de ganho ou de perda para qualquer das partes, por dependerem de um evento futuro e incerto que pode alterar o seu montante”⁴⁷.

Nesse sentido, como será analisado abaixo, a constituição de uma alienação/cessão fiduciária para uma obrigação aleatória representa a primeira dificuldade jurídica, especialmente considerando a obrigatoriedade, imposta pelo Código Civil, de inserir no contrato de alienação/cessão fiduciária o valor “total da dívida, ou sua estimativa”⁴⁸.

⁴⁶ FARHI, Maryse. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. Economia e Sociedade, Campinas. 1999. n. 13. p. 93-114.

⁴⁷ RODRIGUES, Silvio. *op. cit.* [vide nota 2]. p. 33-34/123-127.

⁴⁸ Art. 1.362. O contrato, que serve de título à propriedade fiduciária, conterá:

I - o total da dívida, ou sua estimativa;

II - o prazo, ou a época do pagamento;

III - a taxa de juros, se houver;

IV - a descrição da coisa objeto da transferência, com os elementos indispensáveis à sua identificação.

Conforme previsto nos Artigos 458 e 459 do Código Civil, a álea poderá dizer respeito à existência da prestação propriamente dita, ou à quantidade do bem objeto da prestação, respectivamente. Em uma operação de derivativos, ambas hipóteses poderão ser aplicáveis, conforme a manifestação de vontade das partes quando da contratação da operação.

Durante e nos anos seguintes à crise de 2007-2008, muito foi discutido acerca da aleatoriedade das operações de derivativos, visto que muitas das contrapartes prejudicadas em razão da oscilação do dólar naquele momento questionaram em juízo a validade da operação argumentando que a teoria da imprevisão seria aplicável.

A teoria da imprevisão consta do Artigo 478 do Código Civil⁴⁹ e permite às partes resolver contratos de execução continuada ou diferida, caso a prestação se torne excessivamente onerosa, mediante ocorrência de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis.

Sílvio de Salvo Venosa⁵⁰ explica que:

*em sede de revisão e intervenção judicial, estas se justificam quando surge **uma circunstância superveniente ao contratado, imprevista e imprevisível**, alterando-lhe totalmente o estágio fático. Há uma consciência média da sociedade que deve ser preservada. **Desequilibrando-se esse estado, estarão abertas as portas da revisão**. Não podemos, no entanto, trazer a teoria aos tribunais para solapar o tradicional princípio da obrigatoriedade das convenções. Não pode a teoria da imprevisão ou da excessiva onerosidade servir de panacéia para proteger o mau devedor. (grifos acrescentados)*

No entanto, no caso de uma operação de derivativos, a teoria da imprevisão não deverá ser aplicável, visto que o risco e a imprevisibilidade são aspectos inerentes à um contrato aleatório. *“A álea desse contrato reside exatamente na*

⁴⁹ Art. 478. Nos contratos de execução continuada ou diferida, se a prestação de uma das partes se tornar excessivamente onerosa, com extrema vantagem para a outra, em virtude de acontecimentos extraordinários e imprevisíveis, poderá o devedor pedir a resolução do contrato. Os efeitos da sentença que a decretar retroagirão à data da citação.

⁵⁰ VENOSA, Sílvio de Salvo. Direito Civil (Volume 2): Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos. 5ª ed. São Paulo. Atlas. 2005. p. 496.

*assunção do risco por parte do comprador, risco que evidentemente influi nas condições do contrato”.*⁵¹

A esse respeito, vide abaixo julgado do Superior Tribunal de Justiça que julgou improcedente recurso ajuizado por um grupo de investidores contra instituição financeira em razão de prejuízos sofridos em aplicação em fundo de derivativos. O tribunal negou provimento ao recurso por considerar que nas operações dessa natureza é ínsito o elevado grau de risco, de que estavam cientes os investidores, como segue:

INVESTIMENTOS. FUNDOS DERIVATIVOS. ALTO RISCO.

Nesse contexto, a Turma entendeu, entre outras questões, que, nos investimentos em fundos derivativos, principalmente os vinculados ao dólar americano, é ínsito o alto grau de risco, tanto para grandes ganhos, quanto para perdas consideráveis. Assim, aqueles que se encorajam a investir em fundos arrojados estão cientes dos riscos do negócio, caso contrário, depositariam suas reservas em investimentos mais conservadores, como por exemplo, a caderneta de poupança.

(...)

*Ademais, os investidores foram informados dos riscos dos investimentos, pois isso consta do acórdão recorrido quando consigna que o material informativo lhes foi entregue. Destarte, sendo do conhecimento do consumidor-padrão o alto risco dos investimentos em fundos derivativos, além do fato de os investidores tomarem ciência dos termos da aplicação financeira, não há falar em ofensa ao direito de informação. Diante disso, negou-se provimento ao recurso. Precedente citado: REsp 747.149-RJ, DJ 5/12/2005.*⁵²

O judiciário brasileiro, em sua maioria, sabiamente aplicou o entendimento acima às suas decisões, conforme evidenciado abaixo:

DIREITO EMPRESARIAL. CONTRATOS. COMPRA E VENDA DE COISA FUTURA (SOJA). TEORIA DA IMPREVISÃO. ONEROSIDADE EXCESSIVA. INAPLICABILIDADE.

1. Contratos empresariais não devem ser tratados da mesma forma que contratos cíveis em geral ou contratos de consumo. Nestes admite-se o dirigismo contratual. Naqueles devem prevalecer os princípios da autonomia da vontade e da força obrigatória das avenças.

2. Direito Civil e Direito Empresarial, ainda que ramos do Direito Privado, submetem-se a regras e princípios próprios. O fato de o Código Civil de 2002 ter submetido os contratos cíveis e

⁵¹ Venosa, Silvio de Salvo. *op. cit.* [vide nota 50]. p. 439.

⁵² REsp 1.003.893-RJ, Rel. Min. Massami Uyeda, julgado em 10/8/2010

empresariais às mesmas regras gerais não significa que estes contratos sejam essencialmente iguais.

3. O caso dos autos tem peculiaridades que impedem a aplicação da teoria da imprevisão, de que trata o art. 478 do CC/2002: (i) os contratos em discussão não são de execução continuada ou diferida, mas contratos de compra e venda de coisa futura, a preço fixo, (ii) a alta do preço da soja não tornou a prestação de uma das partes excessivamente onerosa, mas apenas reduziu o lucro esperado pelo produtor rural e (iii) a variação cambial que alterou a cotação da soja não configurou um acontecimento extraordinário e imprevisível, porque ambas as partes contratantes conhecem o mercado em que atuam, pois são profissionais do ramo e sabem que tais flutuações são possíveis.

5. Recurso especial conhecido e provido.⁵³ (grifos acrescentados)

A próxima classificação a ser analisada no presente trabalho diz respeito à unilateralidade ou bilateralidade de um contrato de derivativos. Cumpre lembrarmos que um contrato unilateral prevê o cumprimento de obrigações por apenas umas das partes, como é o caso de um contrato de empréstimo ou um contrato de depósito. Um contrato bilateral, por outro lado, determina a existência de obrigações recíprocas. O exemplo típico de um contrato bilateral é o contrato de compra e venda, por meio do qual uma parte possui a obrigação de entregar a coisa objeto do contrato, enquanto a outra possui a obrigação de pagar o preço devido.

Silvio Rodrigues⁵⁴ complementa ao determinar “*relevante, no contrato bilateral, é que a prestação de cada uma das partes tem por razão de ser, e nexo lógico, a prestação do outro contratante. Melhor se diria que a obrigação de um contratante tem como causa a prestação do outro contratante*”.

Considerando uma operação de derivativos, entende-se a razão da dúvida. Não é possível precisar, quando da celebração de uma operação de derivativos, quem será a parte credora, e quem será a parte devedora. Inclusive, tal indeterminação se deve ao fato de essas posições se alternarem durante a vida da operação. Nesse sentido, existem argumentos para defender um contrato de derivativos como uma obrigação bilateral, pois envolve o cumprimento de obrigações por ambas as partes.

⁵³ STJ, REsp nº. 936.741/GO. Min. Rel. Antonio Carlos Ferreira, J. 3.11.2011

⁵⁴ RODRIGUES, Silvio. *op. cit.* [vide nota 2]. p. 28-31.

Por outro lado, também é possível argumentar que um contrato de derivativos é uma obrigação unilateral, pois as prestações não são recíprocas, e os papéis desempenhados por cada uma das partes não coexistem no mesmo momento, assemelhando-se ao papel de um mutuário em um contrato de mútuo. Considerando a explanação de Silvio Rodrigues acima, inclusive, pode-se dizer que a prestação de uma das partes não existe por causa da outra.

No entanto, cabe mencionar que o fato do contrato, na prática, liquidar-se pela diferença, não significa que, em tese, não poderia ser liquidado da forma convencional. Ou seja, cada parte entregar à outra sua prestação, calculada de acordo com o montante oriundo da aplicação da taxa escolhida com o valor nominal do contrato. A professora Rachel Sztajn⁵⁵ aborda a questão da seguinte forma:

A obrigação do vendedor pode ser vista como alternativa, isto é, pode optar pela entrega do bem ou por não o entregar, deixando de cumprir sua prestação, que se resolve pela diferença de preço entre o que fora ajustado e o preço da data do recesso, pela mecânica de compensarem-se as posições credores e devedoras daquele vendedor.

Desse modo, entendemos que o fato da obrigação prevista no exemplo acima ser compensada, que resulta no cumprimento da prestação somente por uma das partes, não descaracterizada a natureza bilateral do contrato.

O presente trabalho limitar-se-á às classificações controversas, e não abordará as demais classificações, porém um contrato de derivativos também pode ser classificado como oneroso, consensual, solene, principal e por prazo determinado⁵⁶.

⁵⁵ SZTAJN, Rachel. Futuros e Swaps: uma visão jurídica. Editora Cultural Paulista. São Paulo. 1999. p. 186.

⁵⁶ Vale distinguir que muito embora a operação de derivativos seja celebrada por prazo determinado, o contrato máster de derivativos, cujo formato e características serão detalhados no item 3.3 abaixo, é celebrado por prazo indeterminado.

3.2. Oscilação de valores em operações de derivativos

Operações de derivativos estão sujeitas primordialmente à dois tipos de risco: risco de mercado e risco de crédito. O risco de mercado pode ser definido como o risco inerente às mudanças nas condições de mercado, em especial, às mudanças aos preços dos ativos subjacentes, variação esta que afetará a precificação da operação propriamente dita. O risco de crédito, por outro lado, consiste no risco de a contraparte da operação de derivativos deixar de cumprir com as obrigações de pagamento nela previstas⁵⁷.

O critério de avaliação de instrumentos financeiros derivativos usualmente utilizado pelos participantes do mercado para quantificar os riscos acima descritos denomina-se "marcação a mercado" (em inglês, *mark to market*). Mais precisamente, marcar a mercado consiste em medir diariamente o valor de mercado de um determinado ativo subjacente à uma operação de derivativos, seja ele um título, um valor mobiliário ou um contrato. Este procedimento difere da avaliação puramente contábil; aos invés de medir o valor dos ativos pelo preço de sua aquisição original, o método de marcar a mercado utiliza o preço de reposição dos ativos, ou seja, qual seria o valor despendido para adquirir a mesma quantidade do ativo naquela data.

Nesse contexto, o critério de marcar a mercado é utilizado para quantificar o crédito devido por uma das partes contra a outra levando em consideração, entre outros fatores, o custo que a parte devedora incorrerá para encerrar a operação em decorrência do vencimento antecipado.

O método de "marcar a mercado", inclusive, é o método adotado pelo regulador, consoante o previsto no excerto abaixo, oriundo da Resolução 3.505 de 26 de outubro de 2007, editada pelo Conselho Monetário Nacional:

⁵⁷ EDWARDS, Franklin R. *The New Finance: Regulation & Financial Stability*. AEI Press. 1996. p.125-126.

Art. 3º Na realização das operações de que trata esta resolução deve ser observado, no mínimo, que:

I - os índices de preços, os índices de ações, as taxas de juros e as taxas de câmbio utilizados como referenciais devem ter série regularmente calculada, bem como ser **objeto de divulgação pública**;

II - as demais cotações de ativos subjacentes utilizados como referenciais devem:

a) **observar os preços divulgados** por bolsas de valores, bolsas de mercadorias e de futuros, mercados de balcão organizado ou por entidades de registro, negociação, custódia e liquidação financeira de ativos autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários, quando disponíveis nesses ambientes; ou

b) ser apurados com base em **preços ou metodologias consistentes e passíveis de verificação, que levem em consideração a independência na coleta de dados em relação aos parâmetros praticados em suas mesas de operação.** (grifos acrescentados)

A Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro (“**ANBIMA**”) e de Capitais, por meio de seu Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Negociação de Instrumentos Financeiros confirma o acima prevendo o que se segue:

Art. 35 - As Instituições Participantes devem providenciar para que seus Operadores respeitem os critérios de cálculo (expressão de taxas, arredondamentos, datas de liquidação e apropriação de juros) constantes da regulamentação em vigor baixada pelo Banco Central e pela CVM, dos regulamentos dos sistemas de registro e/ou liquidação autorizados e de Deliberação específica, emitida pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas.

Parágrafo único - Sem prejuízo do disposto acima, as Instituições Participantes devem providenciar para que seus Operadores observem as peculiaridades (formas de expressão e critérios) de cada mercado.

Art. 36 - A instituição que optar por não utilizar os critérios de cálculo previstos em Deliberação específica emitida pelo Conselho de Regulação e Melhores Práticas deve explicitar esta condição no momento da negociação.

Nesse sentido, diariamente, as partes determinarão o valor do crédito devido por uma parte contra a outra, ou seja, a verdadeira exposição na operação de derivativos. A constituição de garantias, por meio do instituto da alienação/cessão fiduciária, possui o papel de proteger os participantes de mercado das variações da exposição, reduzindo, assim, a possibilidade deste participante ter sua saúde

financeira afetada por um conjunto de operações que obtiveram um resultado desfavorável.

Cumprе notar, entretanto, que os participantes do mercado de derivativos não utilizam-se apenas da constituição de garantias para reduzir a exposição das operações dessa natureza. Existem também mecanismos contratuais que limitam as perdas atribuíveis às partes, tais como os redutores de risco de crédito e os *resets*. Por meio do redutor do risco de crédito, as partes podem atribuir uma perda máxima aceitável para cada operação; caso tal perda seja atingida, a operação será terminada e a parte devedora pagará referido valor máximo devido à sua contraparte. Os *resets* também resultam no término da operação quando a perda máxima aceitável é atingida, porém, neste caso, os valores devidos são zerados (em inglês, *reset*), de modo que nenhuma parte deve uma quantia em dinheiro à outra. Tratam-se de meras condições resolutivas, disciplinadas pelos Artigos 127 e 128 do Código Civil⁵⁸, adaptadas ao sofisticado mercado financeiro.

Importante lembrar, adicionalmente, que outras medidas internas são costumeiramente implementadas pelos participantes de mercado para limitar ou reduzir as perdas. Para ilustrar tal afirmação, a ANBIMA, por meio de seu Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Negociação de Instrumentos Financeiros, determina que:

Art. 10 - *As Instituições Participantes devem adotar as seguintes práticas de natureza prudencial, sem prejuízo da observância das demais normas legais e regulamentares que lhes são aplicáveis ou, ainda, que possam contribuir para a segurança das operações aqui tratadas:*

(...)

III. *manutenção de área de crédito independente em relação à área de tesouraria (ou área responsável pela mesa de operações, no caso de instituições não bancárias), com atribuições compreendendo a concessão de limites numéricos e prazos para as operações que impliquem assunção de posição credora junto a terceiros;*

⁵⁸ Art. 127. Se for resolutiva a condição, enquanto esta se não realizar, vigorará o negócio jurídico, podendo exercer-se desde a conclusão deste o direito por ele estabelecido.

Art. 128. Sobrevindo a condição resolutiva, extingue-se, para todos os efeitos, o direito a que ela se opõe; mas, se aposta a um negócio de execução continuada ou periódica, a sua realização, salvo disposição em contrário, não tem eficácia quanto aos atos já praticados, desde que compatíveis com a natureza da condição pendente e conforme aos ditames de boa-fé.

IV. divulgação dos limites de crédito aos Operadores envolvidos na negociação, preferencialmente através de sistema eletrônico, de modo a garantir sua observância no curso das operações;

(...)

VI. adoção de parâmetros relacionados com valores e taxas das operações de captação que venham a ser realizadas, fixados, preferencialmente, pela área de tesouraria (ou área responsável pela mesa de operações, no caso de instituições não bancárias) ou mesa de apreamento (pricing) porventura existente;

VII. manutenção de área de gerenciamento de risco independente em relação à área de tesouraria (ou área responsável pela mesa de operações, no caso de instituições não bancárias), com atribuições compreendendo a fixação e o acompanhamento de limites de exposição a riscos a que as Instituições Participantes se submetem;
(...)

Sem prejuízo das medidas adicionais acima descritas, que podem ser tomadas pelos participantes do mercado de derivativos, o presente trabalho focará na constituição de garantias, em especial da alienação ou cessão fiduciária, para redução, controle e gerenciamento da exposição.

3.2.1. Oscilação do risco e constituição da alienação/cessão fiduciária

Considerando que a exposição é apurada diariamente, pode-se concluir que o valor devido por uma parte à outra em uma operação de derivativos oscila diariamente. Conseqüentemente, o valor da garantia relacionada à tal operação deverá também oscilar na mesma periodicidade.

As regras para constituição de uma alienação/cessão fiduciária constam do Código Civil e legislação específica e, conforme analisado previamente no presente trabalho, tem como o registro/arquivamento de um instrumento contratual específico em um cartório de RTD um requisito de constituição.

Quando da implementação da estrutura idealizada pela Lei nº 12.543 de 8 de dezembro de 2011 e pelo Decreto nº 7.897 de 1º de fevereiro de 2013, assunto este que será abordado no próximo capítulo do presente trabalho, os requisitos de constituição e reforço abaixo descritos não mais serão necessários. No entanto, até tal momento, faz-se necessária a manutenção dos requisitos de constituição e aperfeiçoamento de garantias tradicionais do arcabouço jurídico brasileiro.

Nesse sentido, o Artigo 1.362 do Código Civil⁵⁹ determina que “o total da dívida, ou sua estimativa” e “a descrição da coisa objeto da transferência, com os elementos indispensáveis à sua identificação” devem constar do instrumento de constituição da alienação/cessão fiduciária.

De modo a cumprir com os requisitos do Artigo 1.362 do Código Civil em gênero, número e grau, o instrumento de constituição de alienação/cessão fiduciária deveria ser alterado diariamente, com o objetivo de fazer constar o valor atualizado da dívida (apurado com base na marcação a mercado). A estimação do valor da dívida, alternativa prevista no Artigo acima mencionado, também apresentaria dificuldades, pois os contratantes de uma operação de derivativos não possuem uma fórmula exata para estimar um valor máximo. Da mesma forma, a descrição acerca dos bens entregues em garantia dependeria de alteração/atualização diária, conforme o valor garantido atualizado, devendo tais bens serem devolvidos para ou complementados pela parte devedora, conforme o caso.

Não obstante o acima, o documento representativo da alteração do instrumento constituição de alienação/cessão fiduciária, que deverá cumprir com os mesmos requisitos e prazos para constituição da garantia original, tais como, assinatura pelos devidos representantes legais e reconhecimento de firma, deveria ser registrado no prazo de 20 (vinte)⁶⁰ dias no cartório de RTD competente, com a devida observância ao Artigo 128 e seguintes da Lei 6.015 de 31 de dezembro de 1973 (“**Lei 6.015/73**”)⁶¹.

⁵⁹ Vide nota de rodapé número 48.

⁶⁰ Art. 130. Dentro do prazo de vinte dias da data da sua assinatura pelas partes, todos os atos enumerados nos arts. 128 e 129, serão registrados no domicílio das partes contratantes e, quando residam estas em circunscrições territoriais diversas, far-se-á o registro em todas elas.

Parágrafo único. Os registros de documentos apresentados, depois de findo o prazo, produzirão efeitos a partir da data da apresentação.

Depreende-se do artigo acima transcrito que o instrumento de alienação/cessão fiduciária (Artigo 129, item 5, da Lei 6.015/73) submetido a registro após o término do prazo de 20 (vinte) dias, produzirá efeitos somente a partir da data de sua apresentação perante o cartório de RTD. Isto é, o prazo acima indicado não é fatal, podendo o contrato ainda ser considerado válido e surtir efeitos, mesmo que tenha sido registrado de forma tardia.

⁶¹ Art. 128. À margem dos respectivos registros, serão averbadas quaisquer ocorrências que os alterem, quer em relação às obrigações, quer em atinência às pessoas que nos atos figurarem, inclusive quanto à prorrogação dos prazos.

É possível depreender da descrição acima que a realização desses procedimentos diariamente é uma tarefa extremamente burocrática e ineficiente, bem como um tanto custosa, em vista dos altos custos de registro impostos pelos cartórios no país.

Em outras jurisdições, especialmente em mercados desenvolvidos, os participantes do mercado de derivativos também precisam lidar com a obrigação de entregar garantias diariamente, porém a necessidade de documentar e registrar/arquivar todos os aditivos inexistem. Dessa forma, tais participantes entregam ou recebem a garantia das suas respectivas contrapartes mediante o simples depósito em ou retirada dos bens de uma conta de custódia mantida por uma instituição autorizada a prestar serviços dessa natureza.

Diante da ausência de tal possibilidade em nosso país, e com o objetivo de possibilitar o desenvolvimento desse mercado, os participantes brasileiros entregam ou recebem a garantia de suas contrapartes diariamente, também mediante depósito em ou retirada dos bens de uma conta de custódia, mas tendem a celebrar um aditivo com os valores da dívida e garantia atualizados periodicamente (e.g., semanal ou mensalmente). A periodicidade tende a ser determinada de acordo com o risco de crédito, ou seja risco de inadimplemento, da contraparte.

O problema, no entanto, é que tal decisão acarreta em risco para os participantes, pois uma parcela do valor devido poderá não contar com a totalidade dos ativos necessários a serem utilizados como medida alternativa de pagamento, em caso de inadimplemento da parte devedora. O último aditivo que atualizou o valor da dívida e o valor correspondente da garantia, por exemplo, pode ter sido registrado na semana anterior e a dívida poderá ter sido acrescida em 50% desde o último registro.

Mesmo que a garantia correspondente ao acréscimo de 50% tenha sido transferida para a conta de custódia do credor, sob o ponto de vista estritamente jurídico, não existe uma garantia correspondente, visto que um aditivo não foi registrado e a alienação fiduciária, como verificado anteriormente, **constitui-se** com

o registro.

Em razão do acima e até a realização do próximo registro, o credor semanalmente assume o risco e fica “descoberto” com relação às últimas oscilações da operação de derivativos. Tal aspecto contribui para a insegurança do Sistema Financeiro Nacional, bem como afasta e reduz o número de investidores estrangeiros dispostos a investir no mercado local de derivativos.

3.2.2. Analogia com operações de derivativos em bolsa

O complexo mecanismo descrito acima integra o cotidiano de todos os participantes do mercado de derivativos de balcão brasileiros. O mercado de derivativos celebrados em bolsa de valores (primordialmente na BM&FBovespa S.A. - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“**BM&FBovespa**”)), por outro lado, desfruta de algumas benesses que valem uma menção no presente trabalho, a título comparativo, especialmente em razão da tendência mundial de migrar operações de derivativos celebradas em mercado de balcão para o mercado de bolsa.

Conforme mencionado anteriormente, há uma tendência de migrar as operações de derivativos do mercado de balcão para o mercado de bolsa, em razão da maior segurança conferida às operações celebradas na última. No entanto, em razão de a migração integral ser praticamente impossível, pois algumas operações precisam ser meticulosamente ajustadas à situação em questão (ou seja, não poderão ser padronizadas), o próximo passo para os reguladores será o de adaptar os costumes do mercado de balcão ao mercado de bolsa e, por esse motivo, a comparação a seguir faz-se imprescindível.

Nesse sentido, Samy Sanches de Almeida⁶² explica, com relação às mudanças implementadas na legislação estadunidense:

⁶² ALMEIDA, Samy Sanches de. Crise dos Derivativos: Reforma Dodd-Frank e o *Clearing* Centralizado. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, no. 157, jan./2011, São Paulo, pp. 168-185.

Conforme Título VII da Lei Dodd-Frank, os contratos de derivativos serão submetidos a uma inédita supervisão estatal. Toda a ampla liberdade historicamente concedida à negociação destes contratos será comprometida pela exigência de que tais instrumentos, hoje transacionados no mercado de balcão (OTC-Over-The-Counter), passem ao mercado de bolsa e sejam submetidos ao processo de clearing (compensação) centralizado a partir de julho de 2011.

A Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001 (“**Lei 10.214/01**”) estabelece as normas aplicáveis ao novo Sistema de Pagamentos Brasileiro (“**SPB**”), incluindo-se dispositivos relacionados com os sistemas de compensação do Sistema Financeiro Nacional Brasileiro. A principal motivação do legislador para implantar do novo SPB foi a redução do risco sistêmico⁶³.

Por razões óbvias, faz-se necessário descrever brevemente o SPB. Conforme definição legal fornecida pela Lei 10.214/01, o SPB compreende as entidades, os sistemas de procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros ativos financeiros, ou com o processamento, a compensação e a liquidação, pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”), em suas respectivas áreas de competência.

Previamente à promulgação da Lei 10.214/01, havia uma dificuldade para classificar claramente o papel desempenhado pela BM&FBovespa nos negócios. De um lado, era possível defender a posição de que a bolsa atuava como “garantidora” das partes em uma operação e, de outro, como contraparte efetiva dessas operações com derivativos que eram contratadas em seu sistema. Essa dualidade gerava e ainda gera problemas de ordem prática para os participantes do mercado no que concerne à correta alocação e mensuração dos riscos inerentes às operações com derivativos que eram contratadas via compensação.

⁶³ O *Bank for International Settlements*, em seu *Promisel Report*, define crise sistêmica como: “a disturbance that severely impacts the working of the financial system and, at the extreme, causes a complete breakdown in it. Systemic risks are those risks that have the potential to cause such a crisis. Systemic crises can originate in a variety of ways, but ultimately they will impair at least one of these key functions of the financial system: credit allocation, payments, and pricing of financial assets”.

O Artigo 4 da Lei 10.214/01 dispõe o que se segue, no que tange à definição do papel da BM&FBovespa:

*nos sistemas onde o volume e a natureza das operações comerciais, ao arbítrio do Banco Central, colocarem em risco a solidez do sistema financeiro e as instituições normais, as empresas de compensação e os prestadores de serviços de liquidação e compensação assumirão, sem prejuízo das obrigações legais, regulamentares ou contratuais, relativamente a cada participante, a posição **de parte contratante, para fins da liquidação das obrigações**, realizadas através da empresa de compensação ou do prestador de serviço. (grifos acrescentados)*

Todavia, ainda que hoje seja possível afirmar que, que a BM&FBovespa atua como “contraparte para fins da liquidação” das obrigações resultantes dos negócios com derivativos lá realizados, a BM&FBovespa apenas atua como representante das contrapartes efetivas, exclusivamente para fins de liquidação da operação (em inglês, *clearing*). Em outras palavras, do ponto de vista estritamente jurídico, a BM&FBovespa não pode ser considerada como a real contraparte da operação com derivativos a exemplo de membros de compensação, corretoras e participantes, uma vez que é sua função somente intermediar, registrar e liquidar as operações entre as verdadeiras contrapartes.

Assim, a qualificação mais correta da BM&FBovespa, deva ser de “a garantidora *ex vi legis*” das operações com derivativos que se encontrem registradas em seu sistema. Tal conceito legal significa que, por força de lei, a BM&FBovespa se torna um devedor solidário com o cliente devedor, com a corretora e/ou com os membros de compensação, relativamente às outras contrapartes credoras.

Em resumo, não obstante a discussão jurídica em torno do papel que a bolsa desempenha, a BM&FBovespa é, do ponto de vista prático, a entidade primeiramente responsável e obrigada a efetuar os pagamentos devidos por operações com derivativos que foram contratadas via seu sistema. Daí a relevância de a BM&FBovespa possuir mecanismos de salvaguarda e ferramentas de gerenciamento de risco para garantir e mitigar o risco de crédito tão sofisticadas, como veremos adiante.

Dentre tais mecanismos, vale mencionar a obrigação diária dos participantes de aportar ativos em garantia da exposição contida nas obrigações contratadas no âmbito da BM&FBovespa. Nesse sentido, o Regulamento da Câmara de Registro, Compensação e Liquidação de Operações de Derivativos: Segmento BM&F (“Regulamento”) prevê:

Artigo 32 – *A Câmara estabelecerá as Margens que deverão ser depositadas pelos Participantes para garantir a Liquidação das obrigações decorrentes das Operações, definindo os valores e os prazos para depósito, que poderão ser alterados sempre que necessário ou conveniente.*

Parágrafo Primeiro – *A Câmara definirá os ativos, documentos, títulos e valores que serão aceitos como Garantias, os procedimentos para seu encaminhamento e custódia e os critérios de sua aceitação.*

Parágrafo Segundo – *Em qualquer circunstância, o Membro de Compensação é responsável pela entrega, recebimento, autenticidade e legitimidade de todas as Garantias entregues à Câmara, sendo os Intermediários responsáveis perante os Membros de Compensação e os Comitentes, responsáveis perante os Intermediários.*

Artigo 33 – *Além das Margens iniciais requeridas pela Câmara, esta poderá exigir o depósito de Margens adicionais, conforme o volume e o risco das Posições de responsabilidade dos Participantes.*

Parágrafo Único – *Sem prejuízo do disposto no caput deste artigo, os Membros de Compensação e Intermediários poderão, no âmbito das respectivas competências, requerer o depósito de Margens adicionais.*

Conforme previstos nas normas da bolsa, o depósito de garantias na BM&FBovespa deverá ser realizado em moeda corrente nacional, ou dólares norte-americanos para investidores não-residentes. No entanto, a BM&FBovespa aceita outros tipos de ativos em substituição à moeda, tais como títulos públicos federais, ouro, fianças bancárias, títulos de emissão do Tesouro norte-americano, dentre outros.⁶⁴

⁶⁴ <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/mercadorias-e-futuros/Derivativos/garantias/garantias-aceitas.aspx?Idioma=pt-br>. Acesso em 5.12.2013.

O aporte de garantias consiste tão somente na transferência eletrônica dos ativos para a BM&FBovespa, sem a necessidade de formalizar tal transferência por meio de um aditamento, ou registrar/arquivar tal aditamento em um cartório de RTD. A ordem eletrônica de transferência, assim, é suficiente para constituir a garantia em favor da BM&FBovespa. As garantias, ainda, são “*impenhoráveis, e não poderão ser objeto de arresto, sequestro, busca e apreensão ou qualquer outro ato de constrição judicial*”.

A tabela abaixo⁶⁵, atualizada em 18 de junho de 2014, demonstra o valor de todas as garantias depositadas junto à BM&FBovespa, comprovando o sucesso do sistema de entrega de garantias previsto pela Lei 10.214/01:

Nome do Ativo	Depositado
Títulos Públicos Federais	119.914.254.364,60
Ações	4.937.785.585,55
Cartas de Fiança	2.573.634.500,00
Títulos Privados	1.007.107.577,24
Dinheiro – Reais	679.105.634,28
FIC Banco BM&F	233.856.319,94
Ouro	49.125.079,71
Dinheiro – Dólares	23.292.066,59
CPR	0,00
Total Requerido em Reais	107.156.087.695,21
Total Depositado em Reais	129.418.161.127,91
Total Depositado em Dólares	57.940.510.736,97

A Lei 10.214/01 ainda concedeu um benefício adicional às bolsas de valores, consubstanciado no Artigo 8º. Tal dispositivo prevê que, ao se verificar o inadimplemento de qualquer participante do sistema, a execução das obrigações obedecerá aos dispositivos contidos nas normas das instituições de compensação e será conduzido da seguinte forma: (a) com a transferência dos títulos negociados ou a transferência de recursos, no caso de liquidação em espécie; e (b) a entrega do produto resultante das garantias e o emprego das medidas de salvaguarda da

⁶⁵ http://www.bmfbovespa.com.br/shared/iframe.aspx?altura=400&idioma=pt-br&url=www.bmf.com.br/bmfbovespa/pages/boletim1/bd_manual/Garantias1clearingDerivativos.asp. Acesso em 18.6.2014.

empresa de compensação, quando os títulos negociados ou os recursos a serem transferidos forem inexistentes ou insuficientes.

Desse modo, conforme disposto no artigo 8º acima, as garantias outorgadas em operações com derivativos realizadas na BM&FBovespa poderão ser prontamente utilizadas para o cumprimento das obrigações, e tal utilização, por se tratar de uma permissão legal, não será considerada uma violação ao pacto comissório.

Em linha com a previsão legal, o Artigo 46 do Regulamento determina que *“em caso de Inadimplemento, a Câmara poderá (...) utilizar as Garantias do(s) Participante(s) envolvido(s) para a cobertura de eventuais saldos devedores (...)”*.

Em outras palavras, em caso de inadimplemento de um membro de compensação em uma operação de derivativos celebrada no âmbito da BM&FBovespa, referida bolsa, atuando como “a garantidora *ex vi legis*” das operações, poderá transferir a propriedade do bem dado em garantia para si objetivando o adimplemento da operação. Assim, quaisquer eventuais situações de mora que vierem a ocorrer nas operações contratadas, poderão ser sanadas de modo muito mais rápido e eficaz.

Vale notar, ainda, o previsto no Artigo 7º da Lei 10.214/01, aspecto este que eleva as garantias entregues em mercado de bolsa à perfeição:

Art. 7º Os regimes de insolvência civil, concordata, intervenção, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetarão o adimplemento de suas obrigações, assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação, 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 e quaisquer outros seus ativos, objeto de compensação ou liquidação, serão destinados à liquidação das obrigações assumidas no âmbito das câmaras ou prestadores de serviços. (grifos acrescentados)

Referido artigo leva a conclusão de que, em uma eventual situação de insolvência, o membro de compensação credor poderá fazer uso das garantias outorgadas pelo membro de compensação insolvente, de modo a adimplir as obrigações contratadas.

Os referidos dispositivos visam facilitar o cumprimento de obrigações no ambiente da BM&FBovespa, bem como minimizar risco à solidez e ao normal funcionamento do Sistema Financeiro Nacional, fazendo da constituição e excussão de garantias outorgadas em operações executadas na BM&FBovespa um processo mais rápido e eficiente quando comparado ao processo normal de constituição e excussão de garantias.

3.3. Padronização de contratos

Não obstante as facilidades adotadas pela Lei 10.214/01, os participantes do mercado de derivativos ainda precisam lidar com as complexidades relativas à constituição de garantias em operações celebradas em mercado de balcão, conforme descritas no item 3.2.1 acima.

A padronização de contratos visa fortificar a segurança jurídica e tornar eficiente a negociação e celebração de documentos. O primeiro resultado advém da utilização, pelos participantes do mercado, de um documento notoriamente válido e exequível, elaborado por advogados competentes e sujeito a um extenso processo de revisão. Por ser um documento amplamente utilizado, sua negociação e celebração torna-se mais célere e, em razão de as partes estarem familiarizadas com o conteúdo jurídico, o tempo expendido pelas partes tem como foco a negociação dos aspectos comerciais de sua relação.

A tendência da padronização de contratos de derivativos iniciou-se no mercado estadunidense, por intermédio de uma associação denominada *Internacional Swaps and Derivatives Association, Inc.*, que publicou seu primeiro contrato padronizado em 1992, o conhecido *ISDA Master Agreement*. Trata-se de um contrato máster para celebração de operações de derivativos.

O *ISDA Master Agreement* foi revisado e alterado pela *Internacional Swaps and Derivatives Association, Inc.* no início do século XXI, o que culminou na publicação do *2002 ISDA Master Agreement*. Embora o *2002 ISDA Master Agreement* seja uma versão atualizada do documento elaborado em 1992, ambas versões ainda são utilizadas pelos participantes do mercado.

A estrutura deste contrato, não muito usual no direito brasileiro, consiste em um documento padronizado, que pode ser alterado por meio de um anexo. Assim, ao invés de as partes alterarem o que desejam em na própria minuta do contrato máster, as partes alterarão o contrato máster por meio de um anexo, fazendo referência à cláusula que depende de alteração.

Uma terceira parte do contrato máster é a confirmação, que, baseada nos termos acordados no contrato máster e anexo, avença cada uma das efetivas operações de derivativos.

O *ISDA Master Agreement* é regido por lei estrangeira e, portanto, em razão do previsto no Artigo 9º do Decreto-Lei nº 4.657, de 4 de setembro de 1942 (também conhecido como, Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro), que prevê que “*para qualificar e reger as obrigações, aplicar-se-á a lei do país em que se constituírem*”, não poderia ser utilizado para formalizar operações de derivativos celebradas no mercado doméstico.

Por esta razão, o *2002 ISDA Master Agreement* foi adaptado ao direito brasileiro e tal adaptação foi publicada em 2003. Utilizando-se do mesmo formato do instrumento utilizado no mercado estadunidense, o documento brasileiro, intitulado Contrato Global de Derivativos, passou a ser utilizado pelos participantes do mercado de derivativos brasileiro, em especial, os participantes já familiarizados com o *ISDA Master Agreement*.

Em 1994, a *Internacional Swaps and Derivatives Association, Inc.*, embasando-se no mesmo conceito utilizado quando da elaboração do *ISDA Master Agreement*, padronizou o documento intitulado *Credit Support Annex*, que dispõe

acerca da entrega e devolução das garantias relacionadas à uma operação de derivativos.

O *Credit Support Annex* é um instrumento de garantia por meio do qual ambas as partes (ou apenas uma, conforme o caso) possuem a obrigação de outorgar ativos em garantia, conforme a variação da exposição das operações de derivativos celebradas no âmbito do *ISDA Master Agreement*.

Em virtude da natureza diferenciada das operações de derivativos, nas quais não é possível estabelecer quem será o credor e o devedor, a garantia deverá ser outorgada conforme a variação da exposição de cada parte. Em outras palavras, o mecanismo adotado pelo referido instrumento consiste na entrega ou devolução da garantia, por cada uma das respectivas contrapartes, mediante depósito em ou retirada dos bens de uma conta de custódia, mantida por uma instituição autorizada a prestar serviços dessa natureza.

Similarmente ao *ISDA Master Agreement*, o *Credit Support Annex* consiste em um documento padronizado, customizado por meio do *Paragraph 13* (ou, Parágrafo 13). O Parágrafo 13 é a seção do contrato que especificará o tipo, a quantidade e o valor dos ativos entregues em garantia, ou devolvidos ao garantidor, bem como eventuais descontos a serem aplicados ao cálculo do valor da garantia.

Em razão do dispositivo da Lei de Introdução às normas do Direito Brasileiro acima mencionado, bem como do princípio de *lex situs* adotado pelo Artigo 8º do mesmo instituto jurídico⁶⁶, o *Credit Support Annex* não poderia ser utilizado para representar a vontade de partes brasileiras ao trocar garantias localizadas em território nacional.

⁶⁶ Art. 8º Para qualificar os bens e regular as relações a eles concernentes, aplicar-se-á a lei do país em que estiverem situados.

§ 1º Aplicar-se-á a lei do país em que for domiciliado o proprietário, quanto aos bens moveis que ele trouxer ou se destinarem a transporte para outros lugares.

§ 2º O penhor regula-se pela lei do domicílio que tiver a pessoa, em cuja posse se encontre a coisa apenhada.

Assim, em 2010, em uma tentativa de reduzir o risco na constituição da alienação/cessão fiduciária, conforme descrito no item 3.1.1 acima, e em atendimento a uma demanda dos participantes do mercado, mecanismo utilizado pelo *Credit Support Annex* foi adaptado ao direito brasileiro, o que resultou no Instrumento de Prestação de Garantias.

Similarmente ao *Credit Support Annex*, o Instrumento de Prestação de Garantias é adaptado à vontade das partes por meio do Suplemento, que especificará o tipo, a quantidade e o valor dos ativos entregues em garantia, ou devolvidos ao garantidor, bem como eventuais descontos a serem aplicados ao cálculo do valor da garantia.

3.3.1. Formas de redução do risco de constituição

Para uma efetiva tropicalização do *Credit Support Annex* ao direito brasileiro, o Instrumento de Prestação de Garantias utilizou-se de duas diferentes estruturas para implementar o mecanismo lá previsto. A primeira delas consiste na tradicional entrega de ativos em alienação fiduciária, individualizados por meio do aditamento apropriado.

Como detalhado abaixo, a quantidade de ativos entregues em garantia não é determinada no momento da assinatura do Instrumento de Prestação de Garantias, mas sim determinável ao longo da vida da operação, exceção feita apenas ao chamado “Valor Independente”, montante de ativos que poderá ser transferido por uma parte à outra independentemente da oscilação de valores na(s) operação(ões) de derivativos correspondente(s).

Diferentemente de uma obrigação tradicional de empréstimo, em que o momento do desembolso é conhecido e, por conseguinte, o contrato de empréstimo e sua respectiva garantia real são celebrados na mesma data, o Contrato Global de Derivativos e o Instrumento de Prestação de Garantias podem ser celebrados independentemente da existência de uma operação de derivativos específica, assemelhando-se, assim, a um contrato “guarda-chuva”. As partes podem

simplesmente negociar os termos e condições de tais documentos e optar por celebrar uma operação de derivativos apenas em um momento apropriado.

Seguindo o princípio acima, o Instrumento de Prestação de Garantias contém uma obrigação de fazer imputável as partes, que deverão entregar ou devolver a garantia, nas situações ali descritas, e mediante apresentação das notificações apropriadas. Para ilustrar tal conceito, vide abaixo um excerto da Cláusula 2.1 do instrumento em questão:

*2.1. De acordo com o aqui disposto, a fim de garantir o fiel e tempestivo pagamento e cumprimento das Obrigações Garantidas, a Parte Garantidora, neste ato, cede e transfere à Parte Garantida a propriedade fiduciária dos Direitos e **compromete-se a ceder, transferir e alienar a propriedade fiduciária dos Ativos Elegíveis**, bem como todos os direitos, frutos, rendimentos e pagamentos que forem atribuídos aos Ativos Elegíveis durante a vigência da Garantia, conforme mecanismo previsto na Cláusula 3.1 abaixo, com tudo o que os Direitos e os Ativos Elegíveis representam, inteiramente negociáveis e livres de quaisquer ônus. (grifos acrescentados)*

Trata-se de uma obrigação de fazer que, no entendimento de Silvio de Salvo Venosa⁶⁷, consiste em uma:

atividade” do devedor, no sentido mais amplo: tanto pode ser a prestação de uma atividade física ou material (como, por exemplo, fazer um reparo em maquina, pintar casa, levantar muro), como uma atividade intelectual, artística ou científica (como, por exemplo, escrever obra literária, partitura musical, ou realizar experiência científica).

Assim, quando do aumento da exposição, a “parte credora” da garantia notificará a “parte devedora”, solicitando a transferência da quantidade de ativos necessária para que o valor da garantia corresponda ao valor da dívida total e atualizada. Da mesma maneira, quando da redução da exposição, a “parte devedora” notificará a “parte credora” solicitando a devolução dos ativos excedentes ao valor da dívida⁶⁸.

⁶⁷ Venosa, Silvio de Salvo. *op. cit.* [vide nota 50]. p. 103.

⁶⁸ Cumpre notar que o Inciso I do Artigo 1.425 do Código Civil prevê a hipótese de vencimento antecipado se, deteriorando-se, ou depreciando-se o bem dado em segurança, desfaltar a garantia, e

Mesmo o Instrumento de Prestação de Garantias contendo apenas uma obrigação de fazer, no que tange à entrega de ativos em alienação fiduciária, tal documento deverá ser registrado/arquivado em um cartório de RTD, inclusive pelos motivos a serem explicitados abaixo.

Após o seu registro/arquivamento no cartório de RTD competente, todos os suplementos/aditivos relativos àquele Instrumento de Prestação de Garantias deverão ser devidamente averbados à margem do instrumento principal, conforme disposto no Artigo 128 da Lei 6.015/73, *in verbis*:

Art. 128. *À margem dos respectivos registros, serão averbadas quaisquer ocorrências que os alterem, quer em relação às obrigações, quer em atinência às pessoas que nos atos figurarem, inclusive quanto à prorrogação dos prazos.*

Até o presente momento, pode-se dizer que todas dificuldades descritas no item 3.2.1 ainda estão presentes, sendo a única melhoria o fato de o documento ser padronizado, o que acelera o processo de negociação quando da assinatura do instrumento, do suplemento e de seus aditamentos. A necessidade de registro/arquivamento ainda é constante, bem como os custos a ele relacionados.

Por este motivo, foi desenvolvida uma segunda estrutura, que consiste na outorga de uma cessão fiduciária sobre os direitos oriundos de uma conta de custódia, na qual os ativos entregues em garantia serão depositados. Vide abaixo as cláusulas que dispõe sobre o tema no Instrumento de Prestação de Garantias:

o devedor, intimado, não a reforçar ou substituir. Neste contexto, a deterioração do bem decorre de uma degradação física, enquanto a depreciação resulta da desvalorização econômica do bem objeto da garantia.

A lei não estabelece quais são as origens e causas destes fenômenos, podendo ser imputáveis, ou não, ao devedor, ou mesmo decorrentes de caso fortuito ou força maior, desde que superveniente à constituição da garantia. (Código Civil Comentado: doutrina e jurisprudência. Coordenador Ministro Cezar Peluzo. 2ª ed rev. e atual. Barueri, SP: Editora Manole, 2008. Página 1470.)

Ademais, entende-se necessária a prévia intimação do devedor para substituir o bem deteriorado ou depreciado, concedendo-lhe um prazo razoável e compatível com a operação em questão. Assim, no caso em análise, o garantidor deverá ser intimado para substituir o objeto de garantia, no caso de sua deteriorização ou depreciação, devendo ser a ele concedido prazo plausível, compatível com a complexidade da operação.

2.1. De acordo com o aqui disposto, a fim de garantir o fiel e tempestivo pagamento e cumprimento das Obrigações Garantidas, a Parte Garantidora, neste ato, **cede e transfere à Parte Garantida a propriedade fiduciária dos Direitos** e compromete-se a ceder, transferir e alienar a propriedade fiduciária dos Ativos Elegíveis, bem como todos os direitos, frutos, rendimentos e pagamentos que forem atribuídos aos Ativos Elegíveis durante a vigência da Garantia, conforme mecanismo previsto na Cláusula 3.1 abaixo, com tudo o que os Direitos e os Ativos Elegíveis representam, inteiramente negociáveis e livres de quaisquer ônus.

2.2. Para maior clareza, fica certo e ajustado que dada a manifestação de vontade aqui expressada e os demais termos deste Instrumento, **quaisquer Ativos Elegíveis depositados pela Parte Garantidora na Conta Garantia, a qualquer tempo, serão considerados como automaticamente alienados fiduciariamente em favor da Parte Garantida nos termos deste Instrumento.** (grifos acrescentados)

Desse modo, todos os direitos oriundos ativos depositados na conta de custódia estarão sujeitos ao ônus e, em razão de o ônus ser constituído sobre a conta, ao invés de sobre o ativo propriamente dito, apenas a individualização da conta de custódia será necessária no respectivo instrumento para assegurar o cumprimento do Artigo 1.362 do Código Civil.

A adoção dessa estrutura seria a panaceia dos participantes do mercado de derivativos, exceto pela ponderação de que uma conta de custódia consiste em um acordo entre duas partes não tipificado pelo Código Civil.

O contrato de depósito, previsto nos artigos 627 a 652 do Código Civil, é o contrato típico que mais se assemelha ao contrato de custódia. Trata-se do “*contrato pelo qual uma pessoa – depositário – recebe, para guardar, um objeto móvel alheio, com a obrigação de restituí-lo quando o depositante reclamar*”⁶⁹.

Não obstante o contrato de depósito ser um negócio realizado no interesse do depositante, a legislação civil permite que seja realizado no interesse de terceiro, sujeito as devidas notificações. A principal distinção, no entanto, entre o contrato de depósito e o contrato de custódia, em especial entre um contrato de custódia

⁶⁹ RODRIGUES, Silvio. *op. cit.* [vide nota 2]. p. 271.

necessário para a transferência e retirada de ativos entregues em garantia de uma operação de derivativos, é o fato de que *“ainda que o contrato fixe prazo à restituição, o depositário entregará o depósito logo que se lhe exija”*⁷⁰.

Tal aspecto é problemático para um contrato de custódia necessário para a transferência e retirada de ativos entregues em garantia de uma operação de derivativos, visto que a retirada do ativo não poderá se dar quando da solicitação pelo depositante, mas sim somente quando da redução correspondente da exposição na obrigação garantida. Por esta razão, a base legal aplicável aos contratos de depósito não pode ser como amparo para uma conta de custódia, o que reduz os argumentos a favor de uma garantia criada sobre os direitos creditórios oriundos de uma conta de custódia.

Assim, caso o ônus fosse criado apenas sobre a conta de custódia, a validade de tal garantia poderia ser questionada. Mesmo se tratando de uma discussão acadêmica, não é consistente com o princípio da boa prática bancária arriscar a saúde financeira de uma instituição ao depender unicamente de uma garantia real cuja validade está sujeita a discussão.

A edição pela CVM da recente Instrução nº 542, de 20 de dezembro de 2013 regula a prestação de serviços de custódia e menciona a existência de contas de custódia, o que poderia fortalecer o argumento jurídico a favor da constituição de um ônus sobre uma conta dessa natureza. Porém, como referida Instrução é uma norma de força inferior a uma lei ordinária, como o Código Civil, a possibilidade de questionamento ainda existe.

Por esse motivo, as duas estruturas previstas no Instrumento de Prestação de Garantias são complementares. No intervalo de tempo entre a formalização jurídica das transferências de ativos, mediante assinatura e registro/arquivamento dos suplementos/aditivos em um cartório de RTD, a parte garantida contará com a

⁷⁰ Art. 633. Ainda que o contrato fixe prazo à restituição, o depositário entregará o depósito logo que se lhe exija, salvo se tiver o direito de retenção a que se refere o art. 644, se o objeto for judicialmente embargado, se sobre ele pender execução, notificada ao depositário, ou se houver motivo razoável de suspeitar que a coisa foi dolosamente obtida.

cessão fiduciária sobre a conta de custódia como método de redução do risco assumido na operação de derivativos. Cabe notar que apenas a formalização jurídica ocorre periodicamente, enquanto os ativos são transferidos eletronicamente para a conta de custódia diariamente.

A estrutura da complementação da alienação com a cessão fiduciária, desenvolvida para o Instrumento de Prestação de Garantias, foi a melhor opção idealizada pelos participantes do mercado de derivativos naquele momento, pois independia de alterações legislativas, e que poderia resolver o problema de maneira imediata. No entanto, outras opções que apenas poderiam implementadas com alterações legislativas específicas, foram idealizadas para o futuro.

Dentre as demais opções idealizadas, pode-se mencionar (i) a realização de um registro digitalizado, por meio do qual as partes enviariam eletronicamente o documento a ser registrado ao cartório; (ii) a inserção das informações pertinentes em um sistema eletrônico administrado pelo cartório; ou (iii) a eliminação dos registros complementares como requisito para constituição da alienação/cessão fiduciária, de modo que as partes apenas realizariam o registro do Instrumento de Prestação de Garantias, e não de seus suplementos.

A ideia era criar um sistema rápido e eficiente de prestação de garantias em operações de derivativos celebradas em mercado de balcão, semelhante ao existente no mercado de bolsa, conforme explicitado no item 3.2.2 acima.

Tais opções, embora melhores e mais eficientes soluções ao problema, seriam demoradas e não seriam realizadas sem reclamações por parte dos órgãos de representação dos cartórios, visto que tais alterações resultariam em uma redução (i) do número de documentos registrados; (ii) do número de funcionários necessários para realização dos registros; e, conseqüentemente, (iii) da arrecadação de recursos por parte dos cartórios.

Não obstante o acima, finalmente, em 2011, após esforços significativos dos participantes do mercado de derivativos, em especial das entidades representativas

dos interesses das instituições financeiras, a legislação foi finalmente alterada, em linha com duas das opções anteriormente idealizadas (registro eletrônico e inserção de informações em um sistema automatizado). Para tanto, a Lei 10.931/04 foi alterada pela Lei nº 12.543 de 8 de dezembro de 2011 (“**Lei 12.543/11**”), tema este objeto do próximo capítulo do presente trabalho.

IV. INOVAÇÕES LEGISLATIVAS E SEUS BENEFÍCIOS

Em linha com a modernização do sistema de registro de garantias, em especial, da alienação/cessão fiduciária, a Lei 10.931/04 foi alterada pela Lei 12.543/11, trazendo a muito antecipada alteração às regras de constituição de alienação/cessão fiduciária para o mercado dos derivativos.

O previsto na Lei 12.543/11 foi introduzido no arcabouço jurídico brasileiro por meio da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011 e, segundo a exposição de motivos da Medida Provisória, o Ministro da Fazenda, Sr. Guido Mantega, a urgência justifica-se em razão da *“crescente deterioração do quadro externo e pelas evidentes pressões especulativas presenciadas nos mercados de câmbio e de derivativos de câmbio”*.

A Lei 12.543/11, ainda, foi regulamentada em 2013 pelo Decreto nº 7.897, cujas disposições também serão objeto de análise no presente trabalho.

Adicionalmente, serão discutidas, as alterações promovidas pela Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013 (**“Lei 12.810/13”**), também proposta por meio de uma medida provisória, neste caso a de nº 589, de 13 de novembro de 2012. Dentre outros assuntos de matéria tributária, não relevantes para o presente trabalho, a Lei 12.810/13 dispõe acerca do conceito de depósito centralizado.

Conforme detalhado abaixo, o conceito de depósito centralizado, embora não idealizado apenas para alienações/cessões fiduciárias constituídas no âmbito do mercado de derivativos, o beneficia imensamente, contribuindo para o objetivo primordial do Artigo 63-A da Lei 10.931/04 que é uma garantia de segurança e solidez para o mercado de derivativos.

A CVM regulamentou o Artigo 63-A da Lei 10.931/04 e a Lei 12.810/13 por meio da Instrução nº 541, de 20 de dezembro de 2013, que entra em vigor em 1º de julho de 2014 (**“I CVM 541/13”**).

4.1. Lei nº 12.543/11

Assim, dentre outras alterações atinentes ao mercado dos derivativos, tais como a inclusão do registro de tais contratos “*em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários*” como requisito de validade das operações, o Artigo 63-A foi inserido na Lei 10.931/04 com a seguinte redação:

Art. 63-A. *A constituição de gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários em operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou do sistema de pagamentos brasileiro, de forma individualizada ou em caráter de universalidade, será realizada, inclusive para fins de publicidade e eficácia perante terceiros, **exclusivamente** mediante o registro do respectivo instrumento nas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários, nos seus respectivos campos de competência.*

Parágrafo único. *O regulamento estabelecerá as formas e condições do registro de que trata o **caput**, inclusive no que concerne ao acesso às informações.* (grifos acrescentados)

A exposição de motivos da medida provisória que deu origem a Lei 12.543/11 faz referência à crise financeira internacional ocorrida em 2007-2008, porém a inclusão na Lei 10.931/04 busca:

ampliar o escopo do Governo na eventual adoção de medidas que visem proteger nosso mercado de câmbio e nossa economia dos efeitos adversos do fluxo especulativo de recursos externos. Importa destacar que a forte instabilidade econômica vivenciada em importantes economias mundiais e o aumento do uso de políticas de ampliação da liquidez e de juros reduzidos como meios para reativar economias justificam a necessidade de dotar o País com instrumentos adicionais adequados ao gerenciamento da política monetária e cambial.

Assim, o objetivo principal do legislador, quando da adoção do Artigo 63-A da Lei 10.931/4 , era de proporcionar instrumentos adequados ao gerenciamento da política monetária e cambial. O mercado brasileiro, ao possuir um mecanismo eficiente e seguro para constituição de garantias, passa a desfrutar de uma segurança jurídica maior, o que aumenta a confiança do investidor estrangeiro ao

realizar um investimento no país.

Vale notar que o legislador opta por utilizar a palavra “exclusivamente”, com o objetivo de esclarecer que o registro previsto no Artigo 63-A será o único necessário, e não complementar ao registro em cartório de RTD.

Para fins de completude, cumpre notar que o disposto na Lei 12.543/11 será inserido em um contexto de modernização já imaginado pelo legislador, conforme evidenciado pelos dispositivos abaixo:

Lei nº 8.935/94:

Art. 41. *Incumbe aos notários e aos oficiais de registro praticar, independentemente de autorização, todos os atos previstos em lei necessários à organização e execução dos serviços, podendo, ainda, adotar sistemas de computação, microfilmagem, disco ótico e outros meios de reprodução. (grifos acrescentados)*

MP nº 2.200-2/01:

Art. 1º *Fica instituída a Infra-Estrutura de Chaves Públicas Brasileira - ICP-Brasil, para garantir a **autenticidade, a integridade e a validade jurídica de documentos em forma eletrônica**, das aplicações de suporte e das aplicações habilitadas que utilizem certificados digitais, bem como a realização de transações eletrônicas seguras.”*

Art. 10. *Consideram-se documentos públicos ou particulares, para todos os fins legais, os documentos eletrônicos de que trata esta Medida Provisória.*

§ 1º *As declarações constantes dos documentos em forma eletrônica produzidos com a utilização de processo de certificação disponibilizado pela ICP-Brasil presumem-se verdadeiros em relação aos signatários, na forma do art. 131 da Lei no 3.071, de 1º de janeiro de 1916 - Código Civil.*

§ 2º *O disposto nesta Medida Provisória não obsta a utilização de outro meio de comprovação da autoria e integridade de documentos em forma eletrônica, inclusive os que utilizem certificados não emitidos pela ICP-Brasil, desde que admitido pelas partes como válido ou aceito pela pessoa a quem for oposto o documento. (grifos acrescentados)*

Lei nº 11.977/09:

Art. 37. *Os serviços de registros públicos de que trata a Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973, observados os prazos e condições previstas em regulamento, **instituirão sistema de registro eletrônico.***

Art. 38. *Os documentos eletrônicos apresentados aos serviços de registros públicos ou por eles expedidos deverão atender aos requisitos da Infraestrutura de Chaves Públicas Brasileira - ICP e à*

arquitetura e-PING (Padrões de Interoperabilidade de Governo Eletrônico), conforme regulamento.

Parágrafo único. Os serviços de registros públicos disponibilizarão serviços de recepção de títulos e de fornecimento de informações e certidões em meio eletrônico.

Art. 39. *Os atos registrais praticados a partir da vigência da Lei no 6.015, de 31 de dezembro de 1973, serão inseridos no sistema de registro eletrônico, no prazo de até 5 (cinco) anos a contar da publicação desta Lei.*

Parágrafo único. Os atos praticados e os documentos arquivados anteriormente à vigência da Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973, deverão ser inseridos no sistema eletrônico. (grifos acrescentados)

Considerando o acima, faz-se agora necessária a segregação dos diferentes trechos do Artigo 63-A da Lei 10.931/04, de modo a compreendermos exatamente quais operações estão compreendidas no rol de operações garantias, e quais ativos poderão ser entregues em alienação/cessão fiduciária.

4.1.1. Ativos

Primeiramente, cumpre-nos analisar os tipos de ativos que estão sujeitos ao previsto no Artigo 63-A da Lei 10.931/04. Referido artigo faz referência a duas categorias distintas de ativos, condizentes com os tipos de ativos primordialmente utilizados em operações de derivativos. Nesse sentido, o Artigo refere-se a “*constituição de gravames e ônus sobre **ativos financeiros e valores mobiliários***”.

Ativos financeiros é uma definição de natureza contábil e, conforme Pronunciamento Técnico CPC 39, editado pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis⁷¹, significa o que se segue:

Ativo financeiro é qualquer ativo que seja:

- (a) caixa;*
- (b) instrumento patrimonial de outra entidade;*
- (c) direito contratual: (i) de receber caixa ou outro ativo financeiro de outra entidade; ou (ii) de troca de ativos financeiros ou passivos financeiros com outra entidade sob condições potencialmente favoráveis para a entidade;*
- (d) um contrato que seja ou possa vir a ser liquidado por instrumentos patrimoniais da própria entidade, e que: (i) não é um*

⁷¹ http://static.cpc.meddiagroup.com.br/Documentos/410_CPC_39_rev%2003.pdf. Acesso em 18.6.2014.

derivativo no qual a entidade é ou pode ser obrigada a receber um número variável de instrumentos patrimoniais da própria entidade; ou (ii) um derivativo que será ou poderá ser liquidado de outra forma

que não pela troca de um montante fixo de caixa ou outro ativo financeiro, por número fixo de instrumentos patrimoniais da própria entidade. Para esse propósito, os instrumentos patrimoniais da própria entidade não incluem os instrumentos financeiros com opção de venda classificados como instrumentos patrimoniais de acordo com os itens 16A e 16B, os instrumentos que imponham a obrigação a uma entidade de entregar à outra parte um pro rata como parte dos ativos líquidos da entidade apenas na liquidação e são classificados como instrumentos patrimoniais de acordo com os itens 16C e 16D, ou os instrumentos que são contratos para futuro recebimento ou entrega de instrumentos patrimoniais da entidade.

Cabe mencionar também a definição elaborada pela Uqbar, empresa de conhecimento especializada em finanças avançadas, para o termo “ativos financeiros”⁷²:

Qualquer título ou conta a receber, empréstimo, royalties, pagamentos decorrentes de operações de arrendamento mercantil, direitos de recebimento presente e futuro de renda ou qualquer outra forma de pagamento, assim como as suas eventuais garantias. Ativos financeiros são representados por contratos ou outros documentos que definem os termos de pagamento.

Tal definição é um tanto abrangente e outorga aos participantes do mercado de derivativos uma ampla gama de opções. Dentre tais opções, pode-se mencionar, os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal, certificados ou recibos representativos de depósitos realizados por pessoas físicas ou jurídicas junto a instituições financeiras – tais como, o Certificado de Depósito Bancário e o Recibo de Depósito Bancário –, empréstimos ou financiamentos, contratos de recebíveis, dentre outros.

Um valor mobiliário, por outro lado, significa, em termos leigos, um:

investimento em dinheiro ou em bens suscetíveis de avaliação monetária, realizado pelo investidor em razão de uma captação

72

http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2FA%2Fativo_financeiro.html. Acesso em 25.11.2013.

*pública de recursos, de modo a fornecer capital de risco a um empreendimento, em que ele, o investidor, não tem ingerência direta, mas do qual espera obter ganho ou benefício futuro.*⁷³

Especificamente, a definição de valores mobiliários está contida no Artigo 2º da Lei 6.385 de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada (“**Lei 6.385/76**”). Trata-se de uma lista taxativa, consideravelmente ampla, comumente reconhecida por participantes do mercado:

Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

- I - as ações, debêntures e bônus de subscrição;*
- II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II;*
- III - os certificados de depósito de valores mobiliários;*
- IV - as cédulas de debêntures;*
- V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos;*
- VI - as notas comerciais;*
- VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários;*
- VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e*
- IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.*

§ 1º Excluem-se do regime desta Lei:

- I - os títulos da dívida pública federal, estadual ou municipal;*
- II - os títulos cambiais de responsabilidade de instituição financeira, exceto as debêntures.*

§ 2º Os emissores dos valores mobiliários referidos neste artigo, bem como seus administradores e controladores, sujeitam-se à disciplina prevista nesta Lei, para as companhias abertas.
(...)

A análise dos conceitos acima nos faz concluir que o legislador levou em consideração as práticas já adotadas pelo mercado de derivativos, pois todos os ativos objeto do Artigo 63-A da Lei 10.931/04 são os ativos normalmente utilizados pelos participantes quando da assinatura de um Instrumento de Prestação de

73

Garantias.

4.1.2. Operações Garantidas

O próximo aspecto do Artigo 63-A da Lei 10.931/04 a ser analisado são as operações para as quais tal regra foi elaborada. Nesse sentido, a previsão legal refere-se a “operações realizadas no âmbito do **mercado de valores mobiliários** ou do **sistema de pagamentos brasileiro**”, portanto cumpre-nos analisar se as operações de derivativos estariam compreendidas na nova regra.

(A) Mercado de valores mobiliários

O mercado de valores mobiliários é o segmento do sistema financeiro que viabiliza a transferência de recursos de maneira direta entre os agentes econômicos⁷⁴. Nesse mercado, as instituições financeiras atuam como prestadoras de serviço. O risco de uma possível inadimplência dos tomadores de recursos é dos próprios investidores. As operações são, em geral, de médio e longo prazo, e os títulos negociados são valores mobiliários. As operações que ocorrem no mercado de valores mobiliários, bem como seus participantes, são regulados pela CVM.⁷⁵

A Lei 6.385/76 dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e sobre a criação da CVM e, em linha com o Capítulo IV, Seção II da referida lei, pode-se dizer que quaisquer operações, cujo objeto são valores mobiliários, celebradas em bolsa de valores, bolsa de mercadorias e futuros e mercado de balcão, organizado ou não-organizado, serão consideradas operações celebradas no âmbito do mercado de valores mobiliários.

⁷⁴ Apenas para fins de completude, o mercado indireto de transferência de recursos é o mercado bancário, por meio do qual a instituição financeira intermedia a transferência de recursos entre a pessoa que possui recursos ociosos e a pessoa que depende deles para implementar um empreendimento, ou qualquer outra finalidade. O mercado de valores mobiliários é considerado um mercado direto, pois os recursos são transferidos diretamente do investidor para a empresa que busca implementar um empreendimento, sem a intermediação de uma instituição financeira.

⁷⁵ http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/primeiros_passos/Entendendo_mercado_valores.html. Acesso em 27.11.2013.

Considerando que (i) os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; e (ii) outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes, estão compreendidos no rol de valores mobiliários, conforme Artigo 2º da Lei 6.385/76, é possível concluir que operações de derivativos celebradas no mercado doméstico, em bolsa de valores, bolsa de mercadorias e futuros e mercado de balcão, organizado ou não-organizado, estarão compreendidas no rol de operações garantidas do Artigo 63-A da Lei 10.931/04.

Confirmando o entendimento acima, a primeira minuta da I CVM 541/13, divulgada por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013, em 26 de junho de 2013, definia no Parágrafo 3º do Artigo 35 que operações realizadas no âmbito do mercado de valores mobiliários são aquelas reguladas pelas Leis nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e 4.728, de 14 de julho de 1965. Muito embora tal Parágrafo tenha sido excluído da redação final da Instrução, sua menção no presente trabalho ainda é válida, visto que a exclusão objetivou apenas a adequação da redação da Instrução, que trata primordialmente do depósito centralizado, ao Artigo 26 da Lei 12.810/13 que amplia o Artigo 63-A e permite a criação de ônus e gravames sobre quaisquer ativos financeiros e valores mobiliários **objeto de depósito centralizado**, como veremos abaixo, e não apenas às operações celebradas no âmbito do mercado de valores mobiliários ou sistema de pagamento brasileiro.

Cumprir notar, ainda, que a regulamentação editada pelo Conselho Monetário Nacional determina, ao definir operações de derivativo, “*consideram-se realizadas em mercado de balcão as operações praticadas fora de ambiente de pregão, viva-voz ou eletrônico, com base em contratos bilaterais e parâmetros pactuados entre as partes*”. Ou seja, todas as operações de derivativos celebradas com base em um Contrato Global de Derivativos – vide item 3.2. acima – serão consideradas operações de derivativos contratadas em um mercado de balcão (e.g., CETIP S.A. – Mercados Organizados e BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros são as empresas que oferecem as plataformas de mercado de balcão mais tradicionais no Brasil).

Ademais, vale destacar que as demais operações de derivativos, em especial as operações padronizadas, serão aquelas celebradas em bolsas de

valores e em bolsas de mercadorias e futuros (e.g., BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros).

(B) Sistema de pagamentos brasileiro

Em 3 de junho de 1999, a Diretoria do Banco Central aprovou uma reforma ao SPB, com o duplo intuito de aperfeiçoar a qualidade das operações através dele realizadas e reduzir o risco sistêmico.

Nesse sentido, conforme detalhado no item 3.2.2, a fim de efetivar a reforma do SPB, foi promulgada a Lei 10.214/01, que regula a atuação das câmaras e dos prestadores de serviços de compensação e de liquidação, no âmbito do SPB.

A reestruturação do SPB incluiu a adoção de uma base legal adequada, a redução de risco de crédito do Banco Central, a criação de sistema para transferência de grandes valores a ser liquidados pelo valor bruto da operação em tempo real, e a administração de mecanismos de redução dos riscos, bem como de informações aos participantes sobre os riscos assumidos.

Conforme o parágrafo único do Artigo 2º da Lei 10.214/01, integram o SPB, além do serviço de compensação de cheques e outros papéis, as câmaras dos seguintes sistemas, desde que devidamente autorizadas a funcionar pelo Banco Central ou CVM: (i) de compensação e liquidação de ordens eletrônicas de débito e de crédito; (ii) de transferência de fundos e de outros ativos financeiros; (iii) de compensação e de liquidação de operações com títulos e valores mobiliários; (iv) de compensação e de liquidação de operações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; e (v) **outros, inclusive envolvendo operações com derivativos financeiros, cujas câmaras ou prestadores de serviços tenham sido autorizados na forma da Lei.**

As operações celebradas nas câmaras dos sistemas mencionados acima, dessa forma, estarão compreendidas no rol de obrigações garantidas para fins do Artigo 63-A da Lei 10.931/04.

Nesse sentido, o Parágrafo 3º do Artigo 35 da primeira minuta da I CVM 541/13, divulgada por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013, corrobora tal entendimento ao determinar que as operações realizadas no âmbito do sistema brasileiro de pagamentos serão *“aquelas que, realizadas no mercado financeiro, envolvam, na forma do art. 2º da Lei no 10.214, de 27 de março de 2001, as entidades, os sistemas e os procedimentos relacionados com a transferência de fundos e de outros valores mobiliários, ou com o processamento, a compensação e a liquidação de pagamentos em qualquer de suas formas.”*

Em outras palavras, todas as operações celebradas nas câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação descritos no parágrafo único do Artigo 2º da Lei 10.214/01, tais como operações compromissadas celebradas no âmbito da Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (“**Selic**”), operações de empréstimo de ações celebradas no âmbito da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (“**CBLC**”), dentre outras, poderão beneficiar-se da nova forma de constituição de garantias.

No entanto, o que nos interessa está previsto no último item do parágrafo único do Artigo 2º da Lei 10.214/01. Considerando que como requisito de validade, previsto pela Lei 6.385/76, todas as operações de derivativos devem ser registradas em *“câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários”*⁷⁶, é possível concluir que operações de derivativos celebradas no mercado doméstico estarão compreendidas no rol de operações garantidas do Artigo 63-A da Lei 10.931/04.

Pela análise de ambos os tipos de operações garantidas previstas pelo Artigo 63-A da Lei 10.931/01, pode-se concluir que as operações de derivativos estão compreendidas tanto no “mercado de valores mobiliários”, quanto no “sistema

⁷⁶ Art. 2º

(...)

§ 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

de pagamentos brasileiros”. Referida conclusão contribui para uma maior segurança na utilização do benefício previsto neste artigo para a constituição de gravames e ônus em garantia das operações de derivativos, visto que elimina consideravelmente argumentos contrários e restritivos.

4.1.3. “Regulamento” e Decreto nº 7.897/13

O parágrafo único do Artigo 63-A da Lei 10.931/04 determina que “o **regulamento** estabelecerá as formas e condições do registro de que trata o caput, inclusive no que concerne ao acesso às informações”.

Regulamento refere-se a um ato administrativo, objeto de prerrogativa legal do Poder Executivo, especificamente, da competência privativa da Presidência da República⁷⁷. Para fins de clareza, difere-se de regulação, que, por sua vez, consiste no “(..) processo de ordenação da atividade econômica, através da função legislativa estatal que tem como objeto determinar a conduta dos agentes econômicos sob a inspiração de uma dada política econômica.”⁷⁸ O exemplo mais apropriado para referida definição são as normas expedidas pelo Conselho Monetário Nacional no âmbito de suas atribuições previstas pelo Artigo 4º da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

Desse modo, ao fazer menção a um “regulamento”, o legislador indicou a necessidade de expedição de um decreto presidencial para garantir a fiel execução do objetivo consubstanciado pelo Artigo em pauta.

Em 1º de fevereiro de 2013, foi editado o Decreto nº 7.897 (“**Decreto 7.897/13**”), o que completou o arcabouço jurídico necessário para constituir e aperfeiçoar garantias reais por meio de sistemas eletrônicos, instantâneos e interativos. Nesse sentido, referido decreto determina que a “*atividade de registro de*

⁷⁷ Art. 84 da Constituição de 1988: “Compete privativamente ao Presidente da República: (...) IV – Sancionar, promulgar e fazer publicar as leis, bem como expedir decretos e regulamentos para sua fiel execução.”

⁷⁸ J. SADDI, Crise e Regulação Bancária, São Paulo, Texto Novo, 2001, pp. 26-27

gravames e ônus (...) será realizada pelas entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários em que se constituam direitos reais sobre estes ativos financeiros e valores mobiliários”.

O Decreto já estabelece parâmetros mínimos a serem observados pela CVM e pelo Banco Central quando da concessão da autorização de registro, que consistem (i) na aprovação dos regulamentos e sistemas das entidades requerentes que, por sua vez, deverão garantir a “*segurança e confiabilidade dos registros*”; (ii) na inclusão de regras e procedimentos para registro, retificação e cancelamento dos gravames e ônus ali criados; e (iii) na observância dos seguintes princípios (a) manutenção da unicidade e continuidade dos registros; (b) manutenção das informações pertinentes que possibilitem o exercício do direito de seqüela pelos credores garantidos; e (c) garantia de transparência dos registros, porém com a devida observância ao previsto na Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001 (“**Lei do Sigilo Bancário**”).⁷⁹

O regulamento estabelece, por fim, que o Banco Central e a CVM, em suas respectivas esferas de competência, baixarão as normas e instruções necessárias ao cumprimento deste Decreto.

A CVM saiu na frente e editou a CVM 541/13, que esclarece alguns aspectos, porém transfere parte da responsabilidade para as entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários. Dessa forma, a CVM praticamente replica o descrito no penúltimo parágrafo e determina que o

⁷⁹ Art. 3º O desempenho da atividade de registro de gravames e ônus de que trata este Decreto está sujeito à autorização do Banco Central do Brasil ou da Comissão de Valores Mobiliários, em suas esferas de competência.

§ 1º A autorização será condicionada à aprovação dos regulamentos e sistemas das entidades requerentes, que deverão ser estruturados segundo procedimentos capazes de garantir a segurança e a confiabilidade dos registros.

§ 2º Os regulamentos deverão estabelecer as regras e os procedimentos para registro dos gravames e ônus, e para a retificação e cancelamento dos registros efetuados.

§ 3º Os procedimentos fixados nos regulamentos e sistemas deverão:

I - assegurar a unicidade e a continuidade dos registros sobre os ativos financeiros e valores mobiliários objeto de gravames e ônus;

II - gerar as informações necessárias para o exercício do direito de seqüela pelos credores garantidos; e

III - definir o regime de acesso às informações contidas nos registros de gravames e ônus constituídos no âmbito da entidade, observado o disposto na legislação aplicável.

depositário central, conceito a ser explorado no item 4.2.1 abaixo, “*deve constituir sistemas adequados e adotar todos os procedimentos necessários para assegurar a regularidade da constituição dos gravames e ônus, inclusive com as correspondentes comunicações aos emissores ou escrituradores, conforme o caso.*”

O Parágrafo 3º do Artigo 35 da Instrução, no entanto, determina que o regulamento da entidade ou sistema mantenedor de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários deverá prever expressamente:

I – a forma de constituição, retificação e cancelamento de gravames, ônus ou outras espécies de garantia, inclusive sobre conjuntos ou universalidades de valores mobiliários;

II – as responsabilidades, os direitos e as obrigações dos envolvidos nos atos de registro de gravames, ônus ou outra espécie de garantia;

III – os direitos, as obrigações e os limites de responsabilidade do depositário central na realização dos registros;

IV – o tratamento dado aos rendimentos dos valores mobiliários objeto de gravames, ônus ou outra espécie de garantia;

V – as situações e formas de movimentação dos valores mobiliários objeto de gravames, ônus ou outra espécie de garantia;

VI – o tratamento aplicável às situações de vencimento antecipado das obrigações objeto de gravames, ônus ou outra espécie de garantia; e

VII – o regime e a forma de disponibilização de informações sobre as operações registradas, inclusive no que tange à prestação de informações e emissão de certidões.

Por fim, cumpre destacar um aspecto relevante previsto no Parágrafo 4º do Artigo 35 da I CVM 541/13. O regulador confirma que o ali disposto:

*aplica-se também à constituição de ônus e gravames sobre **posições mantidas em contratos derivativos de qualquer natureza**, desde que o depositário central seja também autorizado a prestar serviços de registro de tais contratos, na forma do § 4º do art. 2º da Lei no 6.385, de 07 de dezembro de 1976, e seja capaz de assegurar a sua existência. (grifos acrescentados)*

Assim, tanto a operação de derivativos, quanto a garantias eventualmente

constituídas deverão ser registradas no mesmo depositário central. A idéia do regulador é assegurar a existência da operação garantida, bem como facilitar os comandos necessários em caso de excussão, visto que o depositário central, ao aceitar o comando de venda da garantia, poderá garantir que a operação garantida foi efetivamente inadimplida.

A instrução entrará em vigor em 1º de julho de 2014 e após a devida aprovação dos regulamentos dos depositários centrais pelo regulador, o Brasil poderá equiparar-se com as nações desenvolvidas no que tange a gestão de garantias (e do risco) em operações cujo valor garantido (ou o valor da garantia) flutuam diariamente, como é o caso das operações de derivativos. Questiona-se apenas se o Banco Central exercerá sua faculdade prevista no Decreto 7.897/13 ou se a I CVM 541/13 permanecerá sendo a única norma atinente à Lei 12.543/11 e Decreto 7.897/13 na esfera administrativa.

O passo a passo da constituição da alienação/cessão fiduciária, nos moldes das novas regras, será objeto do próximo item deste trabalho.

4.1.4. Benefícios às operações de derivativos

Como vimos no Capítulo III do presente trabalho, os procedimentos necessários para constituição de alienação/cessão fiduciária em garantia de operações de derivativos é um tanto custosa e ineficiente. Quando da efetiva implementação do mecanismo previsto no Artigo 63-A da Lei 10.931/04, tais procedimentos tornar-se-ão obsoletos.

Embora os novos detalhes procedimentais para constituição de alienação/cessão fiduciária somente serão conhecidos quando da edição dos regulamentos pelas entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários, pode-se especular como tais procedimentos serão realizados, tomando por base os procedimentos já adotados nos mercados desenvolvidos, especificamente, quando da assinatura de um *Credit Support Annex*.

Retomando, o *Credit Support Annex* é um instrumento de garantia por meio do qual ambas as partes (ou apenas uma, conforme o caso) possuem a obrigação de outorgar ativos em garantia, conforme a variação da exposição das operações de derivativos celebradas no âmbito do *ISDA Master Agreement*.

O *Credit Support Annex* é inicialmente assinado pelas partes e a prestação de garantias subsequentemente a tal data dependerá apenas da efetiva entrega ou transferência do ativo. Assim, se o bem entregue em garantia for dinheiro, a transferência dos recursos para a conta corrente especificada pela parte garantida garantirá o aperfeiçoamento da garantia, ou, se os ativos entregues em garantia são títulos ou valores mobiliários ou escriturais, a devida transferência da titularidade em favor da parte garantia.

Quando da implementação da atividade de registro de gravames e ônus pelas entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários, conforme previsto pelo Decreto 7.897/13, as partes brasileiras apenas precisarão celebrar um Instrumento de Prestação de Garantias⁸⁰, instrumento este que será registrado junto às entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários. As posteriores transferências de ativos entre a parte garantidora e a parte garantia, dar-se-ão com a transferência efetiva dos ativos em questão nas plataformas eletrônicas administradas pelas entidades expressamente autorizadas para esse fim pelo Banco Central e pela CVM, ou seja, junto aos depositários centrais.

Nesse sentido, as partes não mais serão obrigadas a formalizar cada transferência por meio de um documento que, por sua vez, depende de registro em um cartório de RTD. A manifestação de vontade das partes será evidenciada pela autorização eletrônica que implica na transferência do ativo, autorização esta que será suficiente para garantir a existência e prioridade de alienação/cessão fiduciária sobre o ativo objeto da garantia.

⁸⁰ Vale ressaltar que a versão vigente do Instrumento de Prestação de Garantias, divulgada em 2010, precisará ser atualizada para acomodar a nova sistemática criada pelo Artigo 63-A da Lei 10.931/04.

O prazo de 20 (vinte) dias para registro no cartório de RTD competente, conforme previsto pela Lei 6.015/73, em princípio, ainda permanece em vigor, porém, na prática, não mais aplicável. Considerando que a manifestação de vontade das partes será evidenciada pela autorização eletrônica propriamente dita, o prazo entre a assinatura do documento e protocolo no cartório de RTD deixa de existir e se consolida em um único momento.

Nesse sentido, o Artigo 37 da I CVM 541/13 prevê que “*a transferência de valores mobiliários é considerada definitiva e irrevogável no momento, termos e condições estabelecidos pelo regulamento do depositário central.*” Assim, ainda dependemos ainda do regulamento do depositário central para determinar o momento do registro, porém resta claro o prazo de 20 (vinte) dias não mais é aplicável.

A CETIP S.A. – Mercados Organizados (“**CETIP**”) já possui um sistema operacional para gestão de garantias em operações de derivativos. Tal sistema existe desde a edição do Instrumento de Prestação de Garantias, porém não apenas dependia dos comandos eletrônicos para formalizar a constituição ou devolução de garantia, visto que as partes ainda precisavam realizar os registros em cartório de RTD periodicamente.

A CETIP oferecia, no entanto, a conta de custódia objeto da cessão fiduciária no Instrumento de Prestação de Garantias, conta onde são depositadas as garantias diariamente, de acordo com a variação da exposição.

Muito embora este sistema deverá ser atualizado, para adaptar-se ao previsto na I CVM 541/13 e a uma eventual norma expedida pelo Banco Central, vale uma breve descrição do sistema em vigor a título exemplificativo, visto que a concepção original não deverá ser consideravelmente afetada.

Conforme previsto no Manual de Operações da CETIP, desenvolvido para o produto de “Gestão de Colateral”⁸¹, os ativos que a serem entregues em garantia

são depositados em uma conta denominada “conta alocação”, a partir da qual os ativos serão transferidos automaticamente para a conta da parte garantida quando do aumento da exposição.

O valor da exposição pode ser calculado por uma das partes contratantes, eleita como agente de cálculo nos termos do Contrato Global de Derivativos, ou pela própria CETIP, caso seja contratada pelas partes para tanto. O agente de cálculo, assim, deverá informar a CETIP acerca da variação da exposição, o que resultará na transferência automática dos ativos.

Da mesma maneira, quando da redução da exposição e notificação correspondente à CETIP pelo agente de cálculo, os ativos serão transferidos automaticamente de volta da conta da parte garantida para a “conta alocação”. Essas transferências ocorrem praticamente em tempo real, permitindo ao usuário uma efetiva gestão dos ativos entregues em garantia.

As garantias poderão ser entregues unilateral ou bilateralmente, ou seja, seguindo a opção disponibilizada às partes no Instrumento de Prestação de Garantias, apenas uma das partes poderá prestar garantias (comumente, o cliente da instituição financeira), ou ambas as partes.

A CETIP aceita debêntures, Certificados de Depósito Bancário (CDBs), Depósitos Interfinanceiros (DI), Letras Financeiras, títulos públicos federais e moeda corrente nacional como ativos elegíveis para entrega no sistema de “Gestão de Colateral”. Outros ativos poderão ser aceitos, desde sujeitos à aprovação prévia da CETIP.

De modo a garantir a transparência do produto, o cálculo do valor dos ativos é realizado conforme preços de mercado fornecidos por provedores de informações financeiras (preços de mercado), ou os calculados pela CETIP (preços teóricos). A CETIP disponibiliza as formulas para cálculo dos ativos em seu endereço na rede mundial de computadores (www.cetip.com.br).

Após adaptação do sistema descrito acima, as partes em uma operação de derivativos desfrutarão de uma forma de gestão de garantias precisa e tempestiva, que as permitirá complementar suas garantia diariamente, considerando a variação da exposição na operação de derivativos. Assim, caso a exposição seja reduzida nesta data específica, a parte garantida poderá devolver os ativos entregues em excesso imediatamente, o que liberará tais ativos em favor da parte garantidora e permitirá sua utilização de maneira mais apropriada, considerando sua carteira de investimentos como um todo.

Ainda, cumpre destacar que, com o aumento da simplicidade na constituição de alienações fiduciárias em garantia, a prestação de garantias no âmbito do Instrumento de Prestação de Garantias tende a tornar-se bilateral, em linha com a prática nos mercados desenvolvidos. Deste modo, ao invés de as obrigações constantes do Instrumento de Prestação de Garantias serem bilaterais apenas em operações entre grandes instituições financeiras, como ocorre atualmente, as instituições financeiras passarão a outorgar garantias em favor de seus clientes.

Por possuírem a obrigação de entregar garantias, e imobilizar uma parte dos ativos que compõe suas carteiras em benefício de seus clientes, as instituições financeiras deveriam estudar mais profundamente o riscos do cliente, antes de aprovarem a celebração da operação de derivativos em questão. Uma aprovação interna mais meticulosa acerca do risco de crédito efetivo do cliente é um passo significativo neste mercado, que evolui com uma rapidez impressionante, fazendo com que uma boa decisão tomada na parte da manhã, possa ser uma decisão desastrosa na parte da tarde. O resultado final dessa mudança tende a ser uma maior higidez do Sistema Financeiro Nacional.

(A) *A Lei 12.543/11 e o sigilo bancário*

Cabe agora analisar como as entidades autorizadas pelo Banco Central do Brasil e pela Comissão de Valores Mobiliários divulgarão as garantias lá registradas. Não obstante o previsto no paragrafo primeiro do Artigo 1.361 do Código Civil, que determina que “**constitui-se a propriedade fiduciária com o registro do contrato,**

celebrado por instrumento público ou particular, que lhe serve de título, no Registro de Títulos e Documentos do domicílio do devedor (...)”, a principal finalidade da consecução de um registro público é a publicidade perante terceiros.

O regime de acesso das informações contidas no registro ainda será definido pelos regulamentos a serem emitidos pelas entidades responsáveis, que, por sua vez, dependerá de aprovação do regulador. Embora seja difícil precisar o efetivo conteúdo de tais regulamentos, as entidades deverão divulgar as garantias existentes, porém com a devida observância aos direitos protegidos pela Lei do Sigilo Bancário.

É seguro dizer que as entidades que oferecerão o serviço de registro de gravames ou ônus, no âmbito do Artigo 63-A da Lei 10.931/04, serão as mesmas entidades que atualmente prestam o serviço de registro das operações de derivativos propriamente ditas, definidas pelo legislador como *“câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários”*. O previsto no Parágrafo 4º do Artigo 35 da I CVM 541/13, inclusive, nos ajuda a chegar nessa conclusão.

Assim, quando da divulgação dos termos e condições do Instrumento de Prestação de Garantias, as entidades de registro deverão atentar-se à obrigação de sigilo devida pelas instituições financeiras aos seus clientes, não devendo, portanto, incluir detalhes acerca das obrigações principais (exceto pelos detalhes mencionados no Artigo 1.362 do Código Civil).

Evidentemente, que a divulgação da operação principal, em conjunto com as garantias reais relacionadas, seria importante para determinação da efetiva exposição da contraparte, porém tal divulgação não poderá ser realizada sem o consentimento do cliente⁸². Possuindo as informações pertinentes e atualizadas da

⁸² “Art. 1º As instituições financeiras conservarão sigilo em suas operações ativas e passivas e serviços prestados.

(...)

§ 3º Não constitui violação do dever de sigilo:

I – a troca de informações entre instituições financeiras, para fins cadastrais, inclusive por intermédio

operação principal e suas respectivas garantias, uma instituição financeira, ao oferecer uma nova operação de derivativos a um cliente, poderia determinar a efetiva exposição desse cliente para com a contraparte concorrente, o que resultaria em uma determinação mais precisa do risco de crédito desse cliente.

A nova regra não inova na obrigação de divulgar informações dessa natureza, no entanto, inova na maneira de disponibilizar essa informação. Atualmente, uma instituição financeira possui acesso aos termos e condições (i) das operações de derivativos, por intermédio das “*câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários*”; e (ii) de todas e quaisquer garantias reais, registradas em cartórios públicos, a estas relacionadas.

Não obstante as garantias estarem disponíveis para consulta pelo público como um todo, aspectos práticos impedem os participantes do mercado de possuírem tal conhecimento. Por exemplo, para que um indivíduo obtenha uma cópia de um instrumento de garantia registrado em um cartório de RTD, tal indivíduo precisará apresentar o número de registro do documento em questão, bem como indicar em qual cartório tal registro foi realizado. Assim, embora a informação esteja disponível, a disponibilização dessa informação é realizada de maneira arcaica e não eficiente, o que impede uma verificação periódica por um terceiro não envolvido na operação em questão.

O acesso simples e eficiente às informações descritas acima de maneira imediata permitirá às instituições financeiras determinar o risco assumido perante

de centrais de risco, observadas as normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil;

II - o fornecimento de informações constantes de cadastro de emitentes de cheques sem provisão de fundos e de devedores inadimplentes, a entidades de proteção ao crédito, observadas as normas baixadas pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco Central do Brasil;

III – o fornecimento das informações de que trata o [§ 2o do art. 11 da Lei no 9.311, de 24 de outubro de 1996](#);

IV – a comunicação, às autoridades competentes, da prática de ilícitos penais ou administrativos, abrangendo o fornecimento de informações sobre operações que envolvam recursos provenientes de qualquer prática criminosa;

V – a revelação de informações sigilosas com o consentimento expresso dos interessados;

VI – a prestação de informações nos termos e condições estabelecidos nos artigos [2o](#), [3o](#), [4o](#), [5o](#), [6o](#), [7o](#) e [9](#) desta Lei Complementar. (...)”

cada um de seus clientes de maneira mais precisa, contribuindo para a segurança do mercado financeiro como um todo.

As alterações introduzidas pela Lei 12.543/11, conforme regulamentadas pelo Decreto nº 7.897/13 e reguladas pela I CVM 541/13, foram sucedidas por outras alterações legislativas que fazem com que a constituição de garantias por meio das entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários fique ainda mais robusta.

4.2. Lei nº 12.810/13

Em 15 de maio de 2013, foi editada a Lei 12.810, que ampliou a competência do Banco Central e CVM o inserir duas novas atividades: (i) a autorização e supervisão do exercício da atividade de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários; e (ii) o estabelecimento de condições para o exercício da atividade prevista no item (i).

4.2.1. Conceito de depósito centralizado

A nova legislação busca dar amparo jurídico ao conceito de depósito centralizado. Depósito centralizado, conforme definido pela Lei 12.810/13, compreende a guarda centralizada de ativos financeiros e de valores mobiliários, fungíveis e infungíveis, o controle de sua titularidade efetiva e o tratamento de seus eventos.

Considerando a matéria objeto do presente trabalho, quando da constituição da alienação/cessão fiduciária por meio do previsto na Lei 12.543/11 e Decreto nº 7.897/13, os bens objeto de tal garantia estarão custodiados em um depósito centralizado. A Lei 12.810/13 vincula expressamente o conceito de depósito centralizado ao previsto no Artigo 63-A da Lei 10.931/04, determinando em seu Artigo 26 que *“aplica-se o disposto no art. 63-A da Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004, à constituição de quaisquer gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de depósito centralizado, independentemente da natureza*

do negócio jurídico a que digam respeito”.

A Lei 12.810/13, desse modo, formaliza o conceito de depósito centralizado, que até então era apenas previsto pelos regulamentos das entidades que prestam serviços desta natureza (tais como, a CETIP S.A. – Mercados Regulamentados e BM&FBovespa S.A. – Bolsa de Mercadorias, Valores e Futuros).

A manutenção de ativos em depósitos centralizados difere-se de um registro, pois o registro não assegura a emissão, a existência ou indica a titularidade do ativo financeiro ou valor mobiliário. Isto se deve ao fato de o ativo propriamente dito permanecer custodiado junto ao seu emissor ou titular originário. A custódia dos bens em um depósito centralizado garante, assim, uma maior segurança aos participantes do mercado, pois promove a “imobilização” dos ativos⁸³.

Para tanto, o Artigo 24 da Lei 12.810/13 determina que “*os ativos financeiros e valores mobiliários, em forma física ou eletrônica, serão transferidos no regime de titularidade fiduciária para o depositário central*”. A transferência da titularidade fiduciária será realizada mediante inclusão e baixa dos ativos financeiros e valores mobiliários junto aos controles do depositário central.

Tal aspecto facilita ainda mais a transferência de garantia por meio das entidades ou sistemas mantenedores de contas de ativos financeiros e de valores mobiliários. A parte garantida não precisará realizar uma auditoria reduzida para identificar a existência do bem objeto da garantia, entregue pela parte garantidora, mas sim apenas precisará obter um extrato junto ao depósito centralizado que garantirá sua existência, titularidade efetiva e inexistência de gravames ou ônus.

Ainda, com o objetivo de eliminar o risco de insolvência do depositário central, e garantir a confiança na solidez do depositário pelos participantes do mercado, o legislador expressamente determinou que os ativos financeiros e valores mobiliários não (i) se comunicarão com o patrimônio geral ou especiais do

⁸³ Edital de Audiência Pública SDM n° 6/2013. Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/Edital%20Aud%20Pub%20SDM%20-%20006-13.pdf>. Acesso em: 4.12.2013. p. 3.

depositário central; ou (ii) respondem pelas obrigações do depositário central, ou são passíveis de constituição de garantia por essa entidade.

O legislador quis deixar claro que os ativos financeiros e valores mobiliários não pertencem ao depositário central, assemelhando a relação jurídica entre o titular efetivo do bem e o depositário central a um contrato de depósito, explorado brevemente no item 3.2.1. Nesse sentido, o legislador não contente com o descrito no parágrafo acima, ainda deixa claro que o depositário não poderá dispor dos ativos financeiros ou dos valores mobiliários, sendo obrigado a restituir o bem ao titular efetivo, com todos os direitos e ônus que lhes tiverem sido atribuídos enquanto mantidos em depósito centralizado.

A I CVM 541/13 prevê em seu Artigo 31 duas formas de extinção do depósito (i) a retirada do valor mobiliário do depositário central decorrente de solicitação do investidor, apresentada por intermédio de seu custodiante, ou nas demais hipóteses previstas no regulamento do depositário central, condizente com o Artigo 633 do Código Civil⁸⁴; e (ii) a extinção das obrigações correspondentes ao valor mobiliário.

Não obstante o Código Civil não tratar da segunda alternativa, pode-se dizer que a extinção das obrigações correspondentes ao valor mobiliário tem como extinção do contrato de depósito o resultado natural, não fazendo mais sentido a manutenção deste contrato sem a existência da coisa objeto do depósito.

O fato de todas as operações de derivativos, no Brasil, serem objeto de registro como condição de validade⁸⁵ já coloca o Brasil à frente de muitas outras

⁸⁴ Art. 633. Ainda que o contrato fixe prazo à restituição, o depositário entregará o depósito logo que se lhe exija, salvo se tiver o direito de retenção a que se refere o art. 644, se o objeto for judicialmente embargado, se sobre ele pender execução, notificada ao depositário, ou se houver motivo razoável de suspeitar que a coisa foi dolosamente obtida.

⁸⁵ Conforme previsto no Artigo 2º, Parágrafo 4º, da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976:

Art. 2º

(...)

§ 4º É condição de validade dos contratos derivativos, de que tratam os incisos VII e VIII do caput, celebrados a partir da entrada em vigor da Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011, o registro em câmaras ou prestadores de serviço de compensação, de liquidação e de registro

jurisdições no que tange ao controle, capacidade de mensuração e transparência do mercado de derivativos. A manutenção dos ativos financeiros e valores mobiliários, entregues em garantia para redução do risco, junto a depósitos centralizados, fará do arcabouço jurídico brasileiro uma vitrine para outras jurisdições.

Para fins de completude, cabe notar que o Edital de Audiência Pública SDM nº 06/2013, disponibilizado pela CVM em 26 de junho de 2013, apresenta semelhante conclusão quando apresenta a motivação para regulamentação da Lei 12.543/11 e Decreto 7.897/13⁸⁶:

O art. 35 trata de um ponto bastante importante, que também demandou uma mudança legal recente. Nos debates pós-crise, como já se disse, restou evidenciado que, em alguns pontos, o sistema brasileiro se mostra bastante evoluído, já incorporando muitas das recomendações.

Isso é especialmente verdade no que se refere ao mercado de derivativos de balcão – se em outros países a imensa maioria das operações é realizada em mercado de balcão, sem registro em nenhum lugar e sem liquidação por contraparte central, aqui a maior parte das operações é realizada em bolsa (e, portanto, com a liquidação efetuada por contraparte central) e as operações de mercado de balcão, que movimentam volumes bem menores, são, na sua totalidade, objeto de registro.

No entanto, é comum, no exterior, que nas operações tipicamente bilaterais de mercado de balcão, as partes constituam garantias uma em favor da outra, geralmente gravando ativos financeiros. No Brasil esta prática não é comum – em nosso mercado de balcão, é muito rara a constituição de garantias, em razão das dificuldades para a sua adequada formalização.

A Lei no 12.453, de 21 de julho de 2011, incluiu o art. 63-A na Lei no 10.931, de 2 de agosto de 2004, justamente para enfrentar esse problema. Tal dispositivo, já regulamentado pelo Decreto no 7.897, de 1º de fevereiro de 2013, permitiu a constituição de garantias para operações de mercado de capitais ou realizadas no âmbito do SPB (que englobam, portanto, a transferência de recursos nos termos do art. 2º da citada Lei no 10.214, de 2001) diretamente pelo registro dessas garantias no depositário central em que os ativos dados em garantia se encontram depositados. Com isso, torna-se muito mais ágil – e coerente com a dinâmica dos processos de mercado – o processo de constituição de garantias.

autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários.

⁸⁶ Edital de Audiência Pública SDM nº 6/2013. *op. cit.* [vide nota 83]. p. 34-36.

Cabia agora à CVM regulamentar tal processo de constituição de garantias sobre os valores mobiliários. E este é o objeto do citado art. 35 da Minuta, que cria um regime adequado para tal, contemplando, inclusive, as necessárias medidas de transparência.

Cumpra notar, apenas, que o regulador referiu-se erroneamente à Lei nº 12.453, de 21 de julho de 2011, quando, na verdade, deveria ter feito referência à Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011.

4.2.2. *Alienação/cessão fiduciária – Outras discussões*

Cumpra, por fim, analisar um último aspecto da Lei 12.810/13, objeto do Artigo 26, relevante para a parcela do mercado de derivativos referenciados em ações (no inglês, *equity derivatives*) e para os derivativos celebrados de forma *cross-border*, ou seja, entre uma parte brasileira e outra estrangeira.

Uma interpretação conjunta do previsto nas Leis 12.543/11 e 12.810/13 poderia resultar nessa conclusão, porém o legislador optou por deixar clara a possibilidade de aplicar o disposto no Artigo 63-A “à constituição de **quaisquer gravames e ônus** sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de depósito centralizado, **independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito**”.

A CVM também demonstrou concordar com este entendimento ao modificar a redação final da I CVM 541/13 e excluir o antigo Parágrafo 3º do Artigo 35, conforme explicitado no Relatório de Audiência Pública SDM nº 06/2013 - Processo CVM RJ nº 2003/11499:

*O novo dispositivo remete àquele regime de criação simplificada de garantias criado dois anos antes, estabelecendo, porém, que, para ativos que são objeto de depósito centralizado, **não importa a natureza da operação garantida.***

Assim, **não é mais necessário que se esteja lidando com operações tipicamente caracterizáveis como de mercado de capitais ou com operações destinadas à liquidação pelas câmaras de registro, compensação e liquidação de operações.** Passa a vigorar, aqui, regra coerente com a maior parte dos regimes de constituição de ônus e gravames sobre bens, em que o ônus ou

gravame deve ser registrado onde se constituem validamente direitos reais sobre aquele tipo de bem. (grifos acrescentados)

(A) *Alienação fiduciária sobre ações*

A constituição de alienações fiduciárias sobre ações em uma operação de derivativos referenciadas em ações é uma prática um tanto comum, pois é uma forma de os participantes de mercado obterem uma proteção natural (*hedge*) à exposição oriunda da operação de derivativos.

Conforme mencionado anteriormente, na hipótese de alienação/cessão fiduciária de ações emitida por uma sociedade por ações, os termos e condições previstos na Lei das S.A. devem ser observados, especificamente o Artigo 40 da referida lei, que estabelece:

Art. 40. *O usufruto, o fideicomisso, a alienação fiduciária em garantia e quaisquer cláusulas ou ônus que gravarem a ação deverão ser averbados:*

I - se nominativa, no livro de "Registro de Ações Nominativas";

*II - se escritural, nos livros da **instituição financeira**, que os anotarã no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista. (Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997)*

Parágrafo único. Mediante averbação nos termos deste artigo, a promessa de venda da ação e o direito de preferência à sua aquisição são oponíveis a terceiros. (grifos acrescentados)

Nestes termos, e de acordo com o artigo acima transcrito, para a constituição da garantia e para determinar a prioridade, legalidade, validade e exigibilidade da alienação fiduciária de ações, o respectivo contrato por meio do qual a garantia é criada deve: (i) ser registrado no cartório de RTD; e (ii) ser averbado no (a) livro de registro de ações nominativas, na hipótese de serem ações nominativas; ou (b) nos extratos de conta de depósito emitidos pela instituição financeira responsável pelo registro das ações (agente escriturador), no caso de serem ações escriturais.

O cumprimento dos requisitos previstos pela Lei das S.A. não apresenta óbice caso a sociedade possua capital fechado ou caso as ações, se emitidas por uma sociedade de capital aberto, objeto da alienação fiduciária não estejam compreendidas entre as ações negociadas livremente em ambiente de bolsa de

valores (utilizando o jargão de mercado, em inglês, no *free-float*).

No entanto, caso as ações objeto da alienação fiduciária estejam em um ambiente de livre negociação, algumas questões práticas devem ser endereçadas para que a garantia seja considerada devidamente constituída e válida perante terceiros. Nesta hipótese, visto que seria impraticável para uma sociedade por ações de capital aberto possuir um Livro de Registro de Ações Nominativas, é válido assumir que as ações estariam na forma escritural.

Por estarem na forma escritural, a regra determina que a alienação fiduciária deverá ser averbada no extrato da conta de depósito fornecida ao acionista, nos livros da **instituição financeira**.

Para as ações não negociáveis da companhia aberta, como, por exemplo, as ações do bloco de controle, tal anotação poderá ser realizada facilmente pela instituição financeira responsável pela manutenção escritural das ações.

No entanto, quando as ações estão sendo mantidas em um ambiente de livre negociação, a instituição financeira responsável pela escrituração das ações de emissão da companhia em questão não acompanha as transferências de titularidade das ações em tempo real. Por este motivo, a instituição financeira não consegue individualizá-las a ponto de realizar a anotação acerca da existência da alienação fiduciária.

Apenas a CBLC, câmara de custódia, compensação e liquidação (em inglês, *clearing*) responsável pelo Segmento Bovespa junto à BM&FBovespa, tem conhecimento acerca da titularidade das ações. O outro problema, no entanto, é que a CBLC não tem conhecimento dessa informação em tempo real, pois tal câmara apenas passa a conhecer o vendedor e comprador da ação quando da compensação e liquidação da compra e venda.

Por não receber a informação em tempo real, a CBLC também não consegue identificar as ações objeto da alienação fiduciária na data da constituição da garantia e, portanto, não consegue realizar a anotação acerca da existência do ônus.

A alternativa oferecida pela CBLC seria a de segregar as ações objeto da alienação fiduciária em uma conta de custódia individualizada (comumente denominadas “contas garantia”). Trata-se de conta de custódia fictícia onde as ações objeto da alienação fiduciária ficariam segregadas durante a vigência do instrumento de alienação fiduciária.

O problema, no entanto, é que uma **anotação** acerca da existência do ônus não foi realizada pela **instituição financeira** responsável pela escrituração das ações de emissão da companhia, o que, em princípio, poderia levar a um questionamento acerca da oponibilidade da garantia perante terceiros.

A opção disponível para garantir a existência da alienação fiduciária, bem como sua validade perante terceiros, seria a de transferir as ações custodiadas junto a CBLC de volta para a instituição financeira responsável pela escrituração das ações. As ações sairiam do ambiente da CBLC e voltariam para a custódia da instituição financeira. Vale ressaltar que tal transferência não deve ser confundida com o fechamento de capital, mas apenas com a transferência da custódia de algumas ações sujeitas a um instrumento de alienação fiduciária.

Pode-se concluir que o procedimento de transferência de custódia é um tanto trabalhoso, e envolve mais partes além das que celebraram a operação de derivativos e/ou a alienação fiduciária, tais como uma corretora, que precisará instruir a CBLC a realizar tal transferência, e a própria CBLC. Tal procedimento já é considerado trabalhoso quando utilizado para constituição de uma alienação fiduciária em favor de um contrato de empréstimo, situação na qual o valor garantido não oscilaria. Em uma operação de derivativos, em que o instrumento de alienação fiduciária precisaria ser alterado diariamente, em virtude da oscilação do valor de mercado da operação de derivativos, tal procedimento seria impraticável.

Com a edição da Lei 12.810/13, a CBLC, por realizar a custódia das ações negociadas no Segmento Bovespa da BM&FBovespa S.A., provavelmente se transformará em um depositário central. Com a transformação da CBLC em um depositário central, associado à aplicação do previsto no Artigo 63-A a quaisquer

gravames e ônus sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de depósito centralizado, é possível argumentar que a segregação das ações em uma “conta garantia” junto a CBLC seria suficiente para garantir a existência e oponibilidade perante terceiros de uma alienação fiduciária sobre ações negociadas livremente em ambiente de bolsa de valores, bem como o devido cumprimento ao previsto no Artigo 40 da Lei das S.A.

Trata-se de mais uma inovação trazida pelas Leis 12.543/11 e 12.810/13 às regras de constituição de alienação/cessão fiduciária no âmbito do mercado financeiro e de capitais, que também estende-se ao mercado de derivativos, contribuindo para uma maior segurança jurídica e uma maior solidez e confiança no Sistema Financeiro Nacional.

(B) Alienação fiduciária em operações *cross-border*

A última inovação trazida pela Lei 12.810/13 diz respeito às restrições impostas pela Lei 10.931/04. Conforme indicado acima, particularmente no item 2.3.1, o *caput* do Artigo 66-B da Lei 10.931/04 limita a alienação/cessão fiduciária sobre **coisas fungíveis** a operações celebradas no âmbito do mercado financeiro e de capitais.

Em razão dessa limitação, operações celebradas de forma *cross-border*, ou seja, entre uma parte brasileira e uma estrangeira, em princípio, não poderiam ser garantidas por alienação/cessão quando o bem objeto da garantia for fungível, pois tais operações não estão compreendidas no mercado financeiro e de capitais. Apenas operações celebradas entre dois bancos brasileiros ou entre um banco e uma empresa brasileiros, por exemplo, poderiam beneficiar-se do tratamento preferencial concedido pela legislação aos credores fiduciários.

Para fins de completude, cabe mencionar que, conforme definição do Artigo 85 do Código Civil, “*são fungíveis os móveis que podem substituir-se por outros da mesma espécie, qualidade e quantidade.*” A doutrina, por sua vez, complementa a definição legal ao determinar que “*A coisa fungível é a substituível. (...) Mas o direito emprega fungível para significar a substitutibilidade de uma coisa por outra, sem*

*alteração de seu valor, desde que se possa contar, medir ou pesar.*⁸⁷

Em um primeiro momento, a solução poderia ser simples e a alienação/cessão fiduciária poderia ser constituída sobre um bem infungível, nos termos do *caput* Artigo 1.361 do Código Civil:

Art. 1.361. *Considera-se fiduciária a propriedade resolúvel de **coisa móvel infungível** que o devedor, com escopo de garantia, transfere ao credor.* (grifos acrescentados)

A redação utilizada pelo Artigo acima transcrito não prevê restrições à operação garantida e, portanto, poderia ser livremente utilizada em uma operação *cross-border*, e constituída em favor de uma parte estrangeira.

O problema, no entanto, é que credores, principalmente em operações de derivativos, sempre buscam ativos de maior liquidez para ser objeto de suas garantias, o que os permite uma célere excussão e quitação da dívida inadimplida, e ativos de maior liquidez tendem a ser fungíveis. Quotas de fundo de investimento, ações, títulos públicos e Certificados de Depósito Bancário (CDBs) são todos considerados ativos líquidos pelos participantes do mercado, e fungíveis.

A solução encontrada pelos participantes do mercado até a edição da Lei 12.810/03 era de constituir a garantia sobre um bem fungível, nos termos do Código Civil, tentando ao máximo “infungibilizar” o ativo ao descrever todas as suas características que possivelmente o individualizariam. Em razão do boa fase econômica vivida pelo país nas últimas décadas, era preferível correr o risco da garantia a não investir no país, ou a investir sem garantia alguma.

Em razão da ausência de decisões judiciais a respeito do assunto, criou-se uma insegurança jurídica e duas possibilidades foram vislumbradas pelos juristas brasileiros em caso de questionamento da validade da alienação/cessão fiduciária criada sob o amparo do Código Civil. A primeira possibilidade era de que alienação/cessão fiduciária fosse integralmente anulada e a dívida garantida

⁸⁷ Silva, De Plácido e. *op.cit.* [vide nota 5]. p. 646.

passasse a ser quirografária. Essa possibilidade era amparada pelo previsto no Artigo 166 do Código Civil, que considera nulo um negócio jurídico que não se reveste da forma prescrita em lei.

A segunda possibilidade tinha por base o Artigo 170 do Código Civil, que prevê o que se segue:

Art. 170. *Se, porém, o negócio jurídico nulo **contiver os requisitos de outro**, subsistirá este quando **o fim a que visavam as partes permitir supor que o teriam querido**, se houvessem previsto a nulidade.* (grifos acrescentados)

Com base no acima previsto, a alienação/cessão fiduciária poderia ser descaracterizada e “transformada” em um contrato de penhor. Ora, o fim visado pelas partes era claramente o de constituir garantia, podendo tal fim ser comprovado pela assinatura de um contrato por credor e devedor. Ademais, uma alienação/cessão fiduciária invariavelmente possuiria os mesmos requisitos necessários para a constituição de um contrato de penhor, visto que o previsto Artigo 1.362 assemelha-se ao previsto no Artigo 1.424⁸⁸, ambos do Código Civil.

Havia, inclusive, a sugestão de inserir uma cláusula no contrato de alienação fiduciária por meio da qual as partes reconheciam e acordavam que o bem objeto da garantia deveria ser considerado não-fungível, o que apresentava ao credor um argumento adicional para defesa da recharacterização da alienação fiduciária em penhor. Tratava-se de mais uma demonstração da manifestação de vontade das partes ao constituir uma garantia.

No entanto, embora a segunda possibilidade fosse mais branda e não transformasse o credor fiduciário em um credor quirografário, não era possível precisar qual seria o resultado escolhido pelos representantes do Poder Judiciário ao

⁸⁸ Art. 1.424. Os contratos de penhor, anticrese ou hipoteca declararão, sob pena de não terem eficácia:

I - o valor do crédito, sua estimação, ou valor máximo;

II - o prazo fixado para pagamento;

III - a taxa dos juros, se houver;

IV - o bem dado em garantia com as suas especificações.

julgar uma decisão desta natureza. Por este motivo, um credor mais conservador poderia, inclusive, optar por constituir um penhor ao invés de uma alienação fiduciária e evitar a discussão como um todo.

A redação adotada pelo Artigo 26 da Lei 12.810/13 elimina as discussões anteriores ao determinar que a nova regra aplica-se “à *constituição de **quaisquer gravames e ônus** sobre ativos financeiros e valores mobiliários objeto de depósito centralizado, **independentemente da natureza do negócio jurídico a que digam respeito***”. Assim, desde que o ativo seja objeto de depósito centralizado, não mais importará a lei de regência ou sua fungibilidade.

Uma alienação fiduciária poderá ser criada, com base no Artigo 63-A da Lei 10.931/04, sobre um bem fungível e em favor de um estrangeiro, em uma operação *cross-border*, sem que a validade de tal garantia seja questionada. O único requisito é de que o ativo objeto do gravame seja objeto de um depósito centralizado, o que beneficia tanto o credor, quando o devedor. O credor consegue ter a certeza, no momento da assinatura do contrato de alienação fiduciária, de que o bem não foi previamente onerado. O devedor, por outro lado, tem a certeza de que seu bem permanecerá em segurança junto a um custodiante confiável.

Embora a discussão acerca da limitação contida no Artigo 66-B da Lei 10.931/04 seja meramente acadêmica, e provavelmente não proveniente de uma vontade expressa do legislador, a restrição da alienação fiduciária sobre bens fungíveis ao mercado financeiro e de capitais tem atrasado investimentos e criado discussões desnecessárias e infrutíferas. Assim, a Lei 12.810/13 elimina mais uma discussão jurídica nacional que causava insegurança jurídica aos investidores estrangeiros, melhorando o ambiente jurídico para investimento no país.

V. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve por objeto analisar as leis e regras aplicáveis à constituição de alienação/cessão fiduciária em garantia para operações de derivativos, bem como explorar as discussões e dificuldades jurídicas resultantes dos aspectos práticos atinentes à tais operações. Ainda, o presente trabalho analisou as novas legislações editadas em relação ao assunto e como tais regras poderão eliminar as discussões e dificuldades jurídicas até então existentes.

A tese principal é de que as principais discussões e dificuldades jurídicas, atinentes à constituição de alienações/cessões fiduciárias no âmbito do mercado de derivativos, foi dirimida, contribuindo para uma maior robustez na economia brasileira.

Em linha com o acordo realizado, inclusive pelo Brasil, em 2009 no Pittsburgh Summit, a conclusão é de que demos o nosso primeiro passo para um mercado de derivativos de balcão mais forte e saudável. Ainda não possuímos regras exigindo a troca de garantias nas operações de derivativos celebradas em mercado de balcão, porém o trabalho de base para a implementação de tais regras já foi realizado.

Percorremos um longo caminho até chegar aqui, que começou com a criação da alienação/cessão fiduciária em garantia no âmbito do mercado financeiro e de capitais e passou pela Lei de Falências e Recuperação de Empresas em 2005, que excluiu tal garantia dos procedimentos de insolvência ali previstos. A adaptação dos contratos padronizados estrangeiros ao mercado local também foi peça-chave, mas a “cereja no topo do bolo” foi a Lei 12.543/11, que eliminou o enorme processo burocrático enfrentado por brasileiros e estrangeiros desde o Código Civil de 1916.

O registro sempre fez parte de nossas vidas, pessoais ou profissionais, e sempre dependemos das informações armazenadas por estes órgão públicos. Possuem incontestável importância em outras esferas, mas estavam atrasando e inibindo o mercado de derivativos, ao exigir sucessivos registros para um só

documento, uma só operação. Trata-se do típico exemplo de evolução do mercado sem igual evolução da legislação.

A Lei 12.810/04 também contribuiu enormemente para eliminar discussões jurídicas que até então criavam dúvida quanto ao retorno do investimento. A possibilidade de a alienação/cessão fiduciária ser considerada inexistente e o credor fiduciário transformar-se em um credor quirografário era um grande “porém” em uma operação financeira celebrada entre um brasileiro e um estrangeiro.

As novas legislações aumentam a segurança jurídica, ao eliminar as discussões jurídicas e potenciais questionamentos, e proporcionam aos brasileiros um ambiente de negociação com práticas semelhantes às praticadas pelas grandes economias ao redor do globo. O risco jurídico não mais será a principal barreira a ser ultrapassada no momento da celebração de uma operação de derivativos por um investidor estrangeiro.

Caso não fosse possível a troca de garantias diariamente, de maneira juridicamente válida e economicamente eficiente, e precisássemos continuar com a assinatura e registro diário, semanal ou mensal de um suplemento/aditivo, certamente ficaríamos um passo atrás na disputa pelos investidores.

Após a entrada em vigor da I CVM 541/13 e, caso aplicável, da nova regulamentação a ser editada pelo Banco Central, o arcabouço jurídico brasileiro aplicável ao mercado de derivativos não só servirá de vitrine para as nações em desenvolvimento, mas também será um modelo às nações já desenvolvidas.

Tal arcabouço, inclusive, poderá fazer com que o Brasil possa competir em um outro nível, já que os bancos brasileiros poderão continuar a celebrar operações de derivativos.

Uma das alterações impostas no mercado estadunidense pela legislação denominada *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* é o afastamento de operações proprietárias e derivativos dos bancos. Em outras palavras, em razão de tal legislação, apelidada de Volcker Rule, os bancos não mais

poderão celebrar operações de derivativos para seus próprios fins, exceção feita à alguns derivativos celebrados para a finalidade de proteção (*hedge*), mas sim, apenas poderão celebrar certas operações em nome e para as finalidades de seus clientes.

Ruy Pereira Camilo Junior⁸⁹ explica que a Volcker Rule consiste na “*restrição a que instituições bancárias realizem proprietary trading, ou seja, especulações de curto prazo por sua própria conta*”, à exceção de títulos públicos, atividades de underwriting e market-making, atividades redutoras e risco, dentre outras.

Desse modo, as chamadas operações especulativas passarão a ser celebradas por entidades não reguladas, pertencentes ao chamado “*shadow banking system*”, como os *hedge funds* e *private equity funds*. Por não serem reguladas, essas entidades não são obrigadas a cumprir com as regras impostas pelo Acordo de Capital de Basileia ou restrições de concentração por cliente, o que as torna menos fortes e mais suscetíveis às tradicionais oscilações econômico-financeiras.

O Brasil, ao permitir seus bancos a celebrarem operações de derivativos em nome próprio, e aprimorar seu arcabouço jurídico de modo a aumentar a segurança jurídica deste mercado, oferecerá uma gama mais ampla e segura de produtos financeiros, atraindo investidores estrangeiros que preferem que suas operações sejam celebradas por entidades mais fortes, duradouras e sujeitas à supervisão.

* * *

⁸⁹ JUNIOR, Ruy Pereira Camilo. *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, de Viral V. Acharya et al, in: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. nº 53. 2011. São Paulo. pp. 511-518.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Samy Sanches de. **Crise dos Derivativos: Reforma Dodd-Frank e o Clearing Centralizado**. In: Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, no. 157, jan./2011, São Paulo.

ALVES, José Carlos Moreira. **Figuras correlatas: abuso de forma, abuso de direito, dolo, negócios jurídicos simulados, fraude à lei, negócio indireto e dissimulação**. In: Anais do Seminário Internacional sobre Elisão Fiscal. Brasília: ESAF, 2002.

_____, José Carlos Moreira. **Da fidúcia romana à alienação fiduciária em garantia no direito brasileiro**. In: Contratos Nominados. Coordenador: Yussef Said Cahali. São Paulo: Saraiva, 1995.

BALDWIN, Robert; CAVE, Martin. **Understanding Regulation: Theory Strategy and Practice**. New York: Oxford University Press, 1999.

BESSADA, Octavio. **O Mercado de Derivativos Financeiros**. Rio de Janeiro: Record, 2000.

BM&FBOVESPA S.A. - BOLSA DE VALORES, MERCADORIAS E FUTUROS. Disponível em: www.bmfbovespa.com.br. Acesso em: 18.6.2014.

BRASIL. Lei Complementar nº 105, de 10 de janeiro de 2001. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/LeisComplementares/2001/leicp105.htm>. Acesso em: 28.11. 2013.

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4728.htm. Acesso em: 19.10. 2013.

BRASIL. Lei nº 6.015, de 31 de dezembro de 1973. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6015.htm. Acesso em: 5.11. 2013.

BRASIL. Lei nº 6.024, de 13 de março de 1974. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6024.htm. Acesso em: 2.11. 2013.

BRASIL. Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 26.11. 2013.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm. Acesso em: 19.10. 2013.

BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm. Acesso em: 19.10. 2013.

BRASIL. Lei nº 10.214, de 27 de março de 2001. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/LEIS_2001/L10214.htm. Acesso em: 5.11. 2013.

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406.htm Acesso em: 19.10. 2013.

BRASIL. Lei nº 10.931, de 2 de agosto de 2004. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2004/lei/l10.931.htm. Acesso em 19.10.2013.

BRASIL. Lei nº 11.101, de 9 de fevereiro de 2005. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2004-2006/2005/lei/l111101.htm. Acesso em 2.11.2013.

BRASIL. Lei nº 12.543, de 8 de dezembro de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12543.htm. Acesso em 16.10.2013.

BRASIL. Lei nº 12.810, de 15 de maio de 2013. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12810.htm. Acesso em 16.10.2013.

BRASIL. Medida Provisória nº 2.160-25, de 23 de agosto de 2001. Disponível em: <http://www.receita.fazenda.gov.br/Legislacao/MPs/mp2160-25.htm>. Acesso em 16.10.2013.

BRASIL. Medida Provisória nº 539, de 26 de julho de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Mpv/539.htm. Acesso em 16.10.2013.

BRASIL. Decreto nº 7.897, de 1º de fevereiro de 2013. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Decreto/D7897.htm. Acesso em 16.10.2013.

CETIP S.A. - MERCADOS ORGANIZADOS. Disponível em: www.cetip.com.br. Acesso em: 4.12.2013.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de Direito Civil**. São Paulo: Saraiva, 2006. Vol. 1.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Disponível em: www.cvm.gov.br. Acesso em: 4.12.2013.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Disponível em: www.cpc.org.br. Acesso em: 18.6.2014.

COUNCIL, Financial Stability Oversight. **Annual Report (2012)**. Disponível em: <http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/Documents/2012%20Annual%20Report.pdf>. Acesso em: 18.6.2014.

DERIVATIVES, FINANCIAL. **New Instruments and Their Uses**. Atlanta: Federal Reserve Bank of Atlanta, 1993. pp. 1-46.

DINAMARCO, Cândido Rangel. **Alienação fiduciária de bens imóveis**. Revista de Direito Imobiliário, São Paulo, 24, (51), jul/dez. 2001, p. 237-238.

DINIZ, Maria Helena. **Curso de Direito Civil Brasileiro. Volume 1 - Teria Geral do Direito Civil**. Saraiva: 1998. 14 ed.

EDWARDS, Franklin R. **The New Finance: Regulation & Financial Stability**. Washington, D.C., 1996.

FACHIN, Luiz Edson. **Comentários ao Código Civil – Parte Especial – Do Direito das Coisas (artigos 1.277 a 1.368)**. São Paulo. Saraiva: 2003. Vol. 15.

FARHI, Maryse. **Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem**. Economia e Sociedade, Campinas. 1999. n. 13.

FELICIANO, Guilherme Guimarães. **Tratado de Alienação Fiduciária em Garantia: das bases romanas a Lei nº 9.514/97**. São Paulo : LTR, 1999

FIGUEIRA JÚNIOR, Joel Dias. **A propriedade fiduciária como novo instituto de direito real no Código Civil Brasileiro de 2002**. Informativo INCIJUR. Joinville. Março 2002. A 3. No. 32.

FIGUEIREDO, Antonio Carlos. **Introdução aos Derivativos**. São Paulo: Cengage Learning, 2010.

FILHO, Valdir Carlos Pereira. **Clearing Houses: Aspectos Jurídicos Relevantes e seu Papel no Mercado de Capitais e no Sistema de Pagamentos Brasileiro**. Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais, nº. 27. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005. pp. 64-83.

GARCIA, Márcio; GIAMBIAGI, Fabio et al. **Risco e Regulação**, Elsevier, 2010.

GOMES, Orlando. **Alienação fiduciária em garantia**. 4ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 1975.

GOMES, Orlando. **Direitos Reais**. Coordenador: Edvaldo Britto. São Paulo: Editora Forense, 2007.

HULL, John C. **Options, Futures and Other Derivatives**. New Jersey: Pearson Prentice Hall, 2008.

JUNIOR, Ruy Pereira Camilo. **Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance**, de Viral V. Acharya et al, in: Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais. nº 53. 2011. São Paulo.

MCBRIDE, Paul M., **The Dodd-Frank and OTC Derivatives: The Impact of Mandatory Central Clearing on the Global OTC Derivatives Market**. The International Lawyer, Vol. 44, No. 4, Winter 2010. pp. 1077-1122.

MCLAUGHLIN, Robert M. **Over-the-Counter Derivative Products: A Guide to Business and Legal Risk Management and Documentation**. New York: McGraw-Hill, 1999. pp. 167-227.

MIRANDA, Pontes de. **Tratado de Direito Privado**. Ed. Borsoi. T. 3.

MONTEIRO, Washington de Barros. **Curso de Direito Civil – Direito das Coisas**. Saraiva: 2003. 37ª ed.

MOREIRA ALVES, José Carlos. **Da alienação fiduciária em garantia**. Editora Forense, Rio de Janeiro, 2ª ed. p. 26.

NETO, Lauro de Araújo Silva. **Derivativos: Definições, Emprego e Risco**. São Paulo: Atlas, 2002.

PELUZO, Ministro Cezar. (Coord.) **Código Civil Comentado: doutrina e jurisprudência**. 2ª ed rev. e atual. Barueri, SP. Editora Manole, 2008.

PORTAL DO INVESTIDOR. Disponível em: www.portaldoinvestidor.gov.br. Acesso em: 27.11.2013.

RABELLO, José Geraldo de Jacobina. **Alienação fiduciária em garantia**. Revista dos Tribunais, ano 82, vol. 693, julho/1993, p. 77.

RESTIFFE NETO, Paulo; RESTIFFE, Paulo Sérgio. **Garantia Fiduciária**. Ed. RT. 3ª ed. 2000.

REYMOND, Claude. **Essai sur la Nature et les limites de l'act Fiduciare**.

RODRIGUES, Silvio. Direito Civil. **Dos Contratos e das Declarações Unilaterais da Vontade**. Vol.3. 29ª edição, atualizada de acordo com o novo Código Civil. Editora Saraiva. São Paulo. 2003.

SADDI, Jairo. **Temas de Regulação Financeira**. São Paulo: Quarter Latin, 2010.

_____. **Crise e Regulação Bancária**. São Paulo: Texto Novo, 2001.

SILVA; DE PLÁCIDO. Vocabulário Jurídico. Editora Forense, Rio de Janeiro, 2005, 26ª ed.

SZTAJN, Rachel. **Futuros e Swaps: uma visão jurídica**. Editora Cultural Paulista. São Paulo. 1999. p. 186.

UQBAR. Disponível em: www.uqbar.com.br. Acesso em: 25.11.2013.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Código Civil Comentado**. Coordenador Álvaro Villaça de Azevedo. São Paulo: Atlas, 2003.

VENOSA, Silvio de Salvo. **Direito Civil (Volume 2): Teoria Geral das Obrigações e Teoria Geral dos Contratos**. 5ª ed. São Paulo. Atlas, 2005.

WAISBERG, Ivo; FONTES, Marcos Rolim Fernandes. (Coord.) **Contratos Bancários**. Quartier Latin. São Paulo, 2006.