

**Declaração de Voto Diretor Pedro Oliva Marcilio de Sousa**

01. Nos termos do MEMO SRE/GER-1/98/2005 ("Memo"), neste processo, o Colegiado deve decidir (i) sobre a possibilidade de o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Sistema Cataguazes-Leopoldina ("Fundo") emitir cotas subordinadas e seniores com valor unitário diferenciado, e (ii) se a relação entre o Fundo e as cedentes caracteriza-se como empréstimo ou como securitização de direitos creditórios.

02. Quanto ao primeiro dos assuntos, parece conveniente discutir, primeiramente, a regulação do processo decisório nos fundos de investimentos em direito creditório ("FIDC"), com base nas disposições da Instrução 356/01 ("Instrução"). Essa discussão, parece-me, deve centrar-se em três tópicos distintos: (i) voto plural, (ii) direito de veto, e (iii) quórum qualificado, respectivamente.

03. A justificativa para essa discussão vem do fato de a decisão que se procura tomar estar intimamente ligada à questão do voto plural e, no que se refere ao direito de veto e ao quórum qualificado, embora a área técnica não tenha solicitado pronunciamento explícito do Colegiado, o fato de os dois estarem previstos no regulamento do Fundo justificaria a nossa apreciação da questão.

04. O processo decisório no FIDC está regulado no artigo 29 da Instrução, que conta com a seguinte redação:

*"Art. 29. Na assembléia geral, a ser instalada com a presença de pelo menos um condômino, as deliberações devem ser tomadas pelo critério da maioria de cotas dos condôminos presentes, correspondendo a cada cota um voto, ressalvado o disposto no §1º deste artigo.*

*§1º As deliberações relativas às matérias previstas no art. 26, incisos III a V, desta instrução serão tomadas em primeira convocação, pela maioria das cotas emitidas e, em segunda convocação, pela maioria das cotas dos presentes.*

*§2º Somente podem votar na assembléia geral os cotistas do fundo, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de um ano.*

*§3º Não têm direito a voto na assembléia geral a instituição administradora e seus empregados, salvo quando se tratar de fundo destinado exclusivamente a esses.*

*§4º Na hipótese de existência de mais de uma classe de cotas, conforme admitido nos termos do art. 12, o regulamento do fundo deve dispor sobre o exercício do direito de voto na assembléia geral em relação a cada classe de cotas".*

05. A questão do voto plural parece ser a de solução mais simples, uma vez que o *caput* do dispositivo transcrito acima deixa claro que "a cada cota um voto", donde se permite concluir pela vedação normativa ao voto plural nos FIDC.

06. O direito de veto – aqui entendido como o direito de subordinar a implementação de uma deliberação tomada em assembléia de cotistas à aprovação dessa mesma deliberação por uma classe de cotas ou por uma série específica, quando essa classe ou série não represente a maioria do capital do FIDC – não me parece ser vedado pela Instrução.

07. Quando a Instrução fala em "exercício do direito", creio que ela se refere não somente às formalidades aplicáveis à manifestação de voto, mas, principalmente, ao exercício do voto *em separado* ou *em conjunto* pelas classes (ou séries) de cotas. Isto é, parece indiferente se a deliberação será tomada por maioria dentro do universo dos cotistas, independentemente de classe (em conjunto, portanto), ou se a decisão será tomada pelos cotistas, em assembléias distintas para as classes (e séries, se for o caso), exigindo que cotistas titulares da maioria das cotas, em cada assembléia, aprovem a matéria em votação (votação em separado).

08. Entendo, assim, que, por força do §4º, é permitido que se submeta a aprovação de uma matéria à aprovação isolada por cotistas de cada classe (ou série, se for o caso), conforme estabelecido no regulamento do FIDC. Em outras palavras, é facultada a atribuição de veto a determinada classe ou série de cotas de um FIDC, conforme disponha o seu regulamento<sup>(1)</sup>.

09. Resta a discussão sobre a possibilidade de se estabelecer quórum qualificado para a tomada de deliberações em assembléias de cotistas de FIDC. Para esse assunto, primeiramente, deve-se determinar se a regra, quando usa o vocábulo "maioria", fala de maioria (i) dos votos válidos, (ii) dos votos presentes ao conclave ou (iii) dos votos existentes. Em seguida, deve-se saber se a maioria de votos dentro do universo de votos para apuração da maioria é simples (metade dos votos mais um) ou qualificada (qualquer percentual de votos superior à regra de determinação da maioria simples). Depois, deve-se determinar se há justificativa para que a regra seja considerada cogente ou passível de alteração por vontade das partes.

10. No caso do FIDC, a regra de definição da maioria encontra-se definida no *caput* do art. 29. Essa regra é a maioria de cotas dos cotistas presentes, exceto para as matérias constantes dos incisos III a V do art. 26 da Instrução<sup>(2)</sup>, que possuem quórum de aprovação diferenciado – maioria de cotas emitidas -, que, se não alcançado, pode ser reduzido na segunda convocação, conforme estabelece o §1º do art. 29.

11. Da leitura dessas normas contidas no *caput* e do §1º do art. 29 sobre quórum de deliberação, as únicas que me parecem cogentes (e por isso não podem ser alteradas pelos cotistas) são: (i) necessidade de a aprovação sempre ocorrer por uma maioria, e (ii) no caso das matérias constantes dos incisos III a V do art. 26 da Instrução, a aprovação, em primeira convocação, depender dos votos de, no mínimo, a maioria das cotas emitidas.

12. A qualificação da primeira das normas como cogente parece não necessitar de qualquer justificativa, já que é da essência dos processos decisórios serem tomados por maioria, admitindo-se a aprovação de matérias pela minoria só em casos excepcionais especialmente previstos na norma. Não há previsão dessa possibilidade na Instrução.

13. Considerarei cogente a outra regra, não só por ter recebido da Instrução um regime diferenciado, mas em razão da natureza das matérias ali elencadas, que podem alterar características essenciais para se avaliar o investimento em um FIDC. Justifica-se, por isso, a apuração da maioria, ao menos em primeira convocação, a partir do universo total de votos.

14. Respeitadas essas regras cogentes, acredito inexistirem razões regulatórias para impedir que se estabeleça quórum de aprovação mais elevado, dado que o FIDC tem, por sua natureza, prazo de duração determinado e seu objeto é muito específico. Dessa forma, a viabilidade do FIDC não parece estar ameaçada pela dificuldade de aprovação das matérias em assembléia de cotistas ou, em outras palavras, pela falta de flexibilidade deliberativa.

15. Além disso, justamente pelo prazo determinado e objeto específico, que implicam maior previsibilidade sobre os negócios, destinos e riscos do investimento feito no FIDC, os investidores têm determinadas expectativas sobre a condução das atividades desse FIDC que são protegidas de forma mais efetiva à medida que se impõe uma maior dificuldade para aprovação de matérias em assembléia de cotistas, cuja alteração pode frustrar essas expectativas.

16. Após essa análise relativa à liberdade contratual dos condôminos para que estabeleçam as regras concernentes ao direito de voto, faz-se necessário analisar a questão da possibilidade de emissão de cotas com valor unitário diferenciado.

17. Essa análise é importante pois se pode alegar uma eventual contradição entre a vedação ao direito de voto plural estabelecido na Instrução e a emissão de cotas com valores unitários diferenciados. Digo isso porque com a diferenciação no valor unitário das cotas, o mesmo valor investido na cota com maior valor unitário resultará em menos votos em comparação com os votos atribuídos ao titular da cota com menor valor unitário (o que gera o mesmo efeito que o voto plural). Creio, no entanto, que inexistente tal contradição, uma vez que a vedação ao voto plural na Instrução parece-me ter vindo na esteira do §2º do art. 12, que se volta a impedir que cotas de mesma classe ou série fossem privilegiadas em relação às demais.

18. Ao contrário das disposições que acabam por vedar o voto plural, a Instrução não contém dispositivo expresso determinando, facultando ou proibindo que as cotas subordinadas e seniores tenham o mesmo valor unitário. Por esse motivo, a não ser que se possa extrair, mesmo que implicitamente, uma tal proibição, é de se aplicar o princípio da legalidade, que acabaria por permitir a emissão de cotas subordinadas e seniores com valores unitários diferenciados.

19. Analisando essa questão sob o prisma da conveniência regulatória e não sob o da legalidade, como fiz no parágrafo anterior, deve-se notar que o impacto da diferenciação no valor unitário das cotas se dá apenas na esfera política, mas não na patrimonial. Isso porque o rendimento das cotas é calculado sobre o valor investido e as cotas seniores possuem prioridade na amortização (reembolso do capital investido) em relação às cotas subordinadas. A essas últimas é atribuído o patrimônio remanescente do FIDC, após o pagamento das cotas seniores. Em razão de a remuneração das cotas seniores do FIDC ser, via de regra, baseada no valor investido e não na quantidade de cotas, o total de cotas é, nesses casos, irrelevante para a determinação do retorno do investimento.

20. O mesmo não ocorre na esfera política, dado que cada cota permite um voto ao seu titular. Assim, no caso do Fundo, o investidor sênior precisa aplicar R\$300.000,00 para garantir um voto e o subordinado R\$25.000,00. Não há dúvida, portanto, que há um grande impacto no direito político dos investidores quando se admite a diferenciação do valor unitário das cotas.

21. A salvaguarda política que pode ser conferida aos investidores subordinados pela emissão de cotas com valores diferenciados justifica-se porque a diferença de rendimentos entre as classes de cotas e a preferência das cotas seniores sobre as subordinadas no reembolso do capital investido, faz com que, para determinadas matérias, o interesse dos investidores seja contraditório.

22. Nesses casos, embora o melhor remédio seja o estabelecimento de votação em separado, para que se atribua o direito de veto para cada uma das classes, votações conjuntas em FIDC com cotas com valores unitários diferenciados também podem resolver o conflito entre os interesses dos investidores a contento.

23. Há de se reconhecer também que, em algumas matérias, não existe, *a priori*, um conflito entre os interesses de uma e outra classe de cotas e o veto não se mostra, também *a priori*, necessário ou conveniente. Embora possam surgir situações imprevisíveis quando da constituição do FIDC em que o veto fosse a solução mais adequada.

24. Nesses casos, em que o conflito é apenas potencial, pode ser adequado um certo equilíbrio entre cotistas seniores e subordinados, caso em que se justificaria que os cotistas subordinados possuam, proporcionalmente, mais votos dos que os que lhes seriam conferidos em razão do capital por eles investido<sup>(3)</sup>. Assim, dado que a Instrução não permite voto plural para as cotas (art. 29, *caput*), esse ajuste teria que ser feito pela diferenciação no valor unitário das cotas.

25. Para encerrar minha análise sobre a conveniência regulatória dessa diferenciação, entendo que a fixação dos valores unitários diferenciados para as cotas seniores e subordinadas não deve ser feita de modo a sujeitar os investidores seniores à vontade política dos titulares de cotas subordinadas, simplesmente invertendo a posição de um e de outros. O objetivo da diferenciação deve ser apenas a diminuição da desigualdade entre o poder político de uns e de outros, em razão da diferença dos investimentos feitos por um e por outro. A esse respeito, noto que os investidores subordinados do Fundo terão pouco mais do que 1/3 dos votos (432 em 1132), o que estaria em consonância com a política regulatória que julgo apropriada.

26. Ainda com relação a essa diferenciação, por óbvio, o prospecto e os demais documentos utilizados na divulgação do Fundo devem conter uma precisa divulgação desse fato e seus efeitos. Ao analisar o material de divulgação do Fundo, a área técnica, no Memo, indica que a divulgação dessa informação foi feita apropriadamente, inclusive na seção de Fatores de Risco do prospecto.

27. O outro ponto do Memo sobre o qual este Colegiado deve manifestar-se refere-se à estrutura das cessões de crédito a serem realizadas para o Fundo e a sua caracterização como uma operação de securitização e não como um empréstimo. Essa caracterização adviria do fato de o pagamento feito pelo Fundo em contrapartida à cessão dos créditos ocorrer antes da especificação dos créditos cedidos.

28. Para a solução da questão posta pela área técnica parece-me ser necessário precisar algumas questões jurídicas aplicáveis à cessão de crédito, antes de analisar a estrutura da cessão de crédito do Fundo.

29. A primeira observação que gostaria de fazer é que a cessão de crédito é um negócio jurídico sobre a titularidade de um crédito, que não tem o condão de afetar os termos e condições do crédito cedido, permanecendo inalterada a sua substância, e, portanto, o conteúdo e as especificidades da obrigação do devedor. O cessionário apenas assume a posição original do cedente. A independência entre crédito e cessão de crédito faz com que, em determinados casos, existência, validade e eficácia<sup>(4)</sup> da cessão não coexistam com a existência, validade e eficácia do negócio jurídico que gera o crédito cedido.

30. Antes de tratar das implicações da questão esboçada ao final do parágrafo anterior, gostaria de tecer alguns comentários sobre a natureza consensual desse negócio jurídico. Por ser a cessão de crédito meramente consensual, é suficiente o "título" – o contrato de cessão – para que a cessão aperfeiçoe-se, prescindindo-se de "modo de aquisição". Em outras palavras, o acordo entre o credor original (cedente) e aquele que pretende adquiri-lo (cessionário) é suficiente para que a troca de titularidade do crédito ocorra, não sendo necessário a entrega do documento (contrato) em que se fundamenta o crédito<sup>(5)</sup>. Indêpende, por exemplo, de "tradição", que é o "modo de aquisição" de bens móveis, ou de "registro", que é o "modo de aquisição" dos bens imóveis.

31. O caráter consensual da cessão de crédito permite que, com a celebração do contrato, considere-se a cessão existente e válida. Pode, no entanto, não ser ainda eficaz. A falta de eficácia não implica a necessidade de novo acordo de vontade ou de outro ato que se assemelhe ao "modo de aquisição" dos bens móveis ou imóveis. Muitas vezes, a ausência de eficácia da cessão de crédito está ligada à natureza ou características específicas do negócio jurídico que gerou o crédito cedido. Analiso, nos parágrafos abaixo, diversas situações possíveis.

32. Começo pela cessão de crédito não vencido, cujo crédito, para se tornar exigível, depende apenas do implemento de termo (chegada da data de vencimento). Nesses casos, é possível que, em contrato de cessão, transfira-se a titularidade do crédito (eficácia), embora o crédito cedido ainda não seja

exigível(6). Neste caso a cessão já é eficaz, inclusive para a adoção, pelo cessionário, de medidas conservatórias de direito.

33. Há a possibilidade de a cessão de crédito referir-se a um negócio jurídico ainda não existente quando da celebração da cessão (art. 483 do Código Civil)(7). Nessa hipótese, a cessão de crédito é válida, mas só será eficaz se o crédito vier a existir. Em não sendo celebrado o negócio jurídico cujo crédito que seria gerado foi cedido, a cessão não produzirá efeitos e, a não ser que o contrato disponha de maneira diversa, o cessionário terá direito à restituição integral do que houver pago. Se o contrato de cessão for aleatório(8), no entanto, o cessionário não tem direito de receber de volta o que pagou.

34. Uma outra hipótese a se analisar é a da cessão de crédito derivado de contrato bilateral (9), no qual não se convencionou o momento (ou a data) para o adimplemento das obrigações de cada parte e, conseqüentemente, as obrigações recíprocas podem ser exigidas simultaneamente. Nesses casos, aplicam-se as disposições do art. 476(10) do Código Civil, cuja aplicação à cessão do crédito perpetua-se em virtude do art. 294 (11) também do Código Civil.

35. O art. 476 trata da exceção de contrato não cumprido (ou mal cumprido) e significa que, mesmo que o negócio jurídico que gerou o crédito cedido seja existente, válido e eficaz e o crédito seja exigível, no contrato bilateral sem estipulação de momento de adimplemento, o devedor pode recusar-se a adimplir sua obrigação, a não ser que a outra parte também o faça. Nesse caso, o crédito é exigível e a cessão de crédito é existente, válida e eficaz, mas o recebimento do crédito pelo cessionário sujeita-se a exceção pelo devedor (isto é, o devedor pode exigir que a outra parte do contrato cujo crédito foi cedido – o cedente – cumpra sua obrigação concomitantemente à satisfação do crédito pelo devedor).

36. A cessão de créditos derivados de contrato bilateral pode, ainda, estar sujeita a diferente regramento, caso o contrato que gera o crédito tenha estipulado que a obrigação de uma das partes só se torna exigível após o adimplemento da obrigação da outra parte. Nesses casos, para o crédito relativo à obrigação que deve ser cumprida posteriormente, aplicam-se as regras para a cessão de crédito não vencido (item 34 acima).

37. Na hipótese do parágrafo precedente, pode-se aplicar, também, a exceção de contrato não cumprido, mas de acordo com o art. 477, que dispõe:

*"Art. 477. Se, depois de concluído o contrato, sobrevier a uma das partes contratantes diminuição em seu patrimônio capaz de comprometer ou tornar duvidosa a prestação pela qual se obrigou, pode a outra recusar-se à prestação que lhe incumbe, até que aquela satisfaça a que lhe compete ou dê garantia bastante de satisfazê-la."*

38. Como se vê dos parágrafos acima, existem diversas hipóteses de cessão de créditos nos quais o negócio jurídico que gera o crédito cedido ou os créditos ainda não existem ou esses últimos não são exigíveis, porque dependem de contraprestação ou porque a data de vencimento não ocorreu, sem prejuízo de a cessão de crédito ser considerada válida e eficaz.

39. A Instrução 356/01, atenta a essa realidade e aos diferentes riscos que cada uma dessas situações expõe o FIDC, estabeleceu que: "[a]s aplicações do [FIDC] em warrants e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias, e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados desses contratos devem (...) contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora (...), para fins de obtenção do registro automático previsto no §1º do art. 8º desta Instrução" (art. 40, §8º da Instrução 356/01).

40. É possível que o FIDC que tenha por objeto a aquisição de créditos que preencham os requisitos do art. 40, §8º da Instrução 356/01 acima descrito, não "contem com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora". Nesses casos, a consequência é que o registro dependerá de revisão prévia da Comissão de Valores Mobiliários.

41. É de se notar, ainda, que, como os negócios jurídicos de uma maneira geral, a cessão de crédito pode ter por objeto créditos apenas determináveis, mas não determinados(12). Diz-se que o bem é determinado quando, da leitura do contrato, é possível saber qual é esse bem, sem cálculos ou especificações adicionais ("R\$50.000" ou, ainda, "o crédito decorrente do contrato de fornecimento de energia para um determinado consumidor", por exemplo). Quando se diz que o bem é determinável, é porque o contrato estabelece apenas os critérios para que se especifique o bem ("o equivalente em Reais a US\$ 50.000 acrescidos de 105% do CDI no período de janeiro a março de 2005", ou, ainda, "créditos decorrente de contratos de fornecimento de energia para determinada classe de consumidores em certos municípios", por exemplo).

42. Para que a cessão de crédito exista e seja válida, não é preciso que os créditos sejam determinados, bastando que sejam determináveis. O que a legislação veda é a cessão de crédito indeterminável (art. 166, II do Código Civil).

43. Precisasadas essas questões jurídicas, creio que foram analisadas todas as características da cessão de créditos do Fundo que geraram dúvidas na área técnica na determinação da natureza da relação entre o Fundo e as cedentes. Farei, adicionalmente, alguns comentários genéricos sobre a cessão de crédito celebrada entre as cedentes e o Fundo.

44. A estrutura das operações do Fundo prevê a integralização das cotas pelos cotistas quando da subscrição, seguida da transferência desses recursos para as companhias cedentes dos direitos creditórios. As cedentes direcionam, mês a mês, para a conta corrente do Fundo, o destino do pagamento das faturas da classe de uma certa classe de clientes (consumidores classe B) de determinados municípios, até o montante necessário para o pagamento das obrigações das cedentes para com Fundo. As faturas a serem direcionadas são determinadas, também mensalmente, em ordem cronológica de emissão. Trata-se, portanto, de cessão de créditos futuros, determináveis com base na ordem cronológica de emissão de faturas, limitada por valor. São créditos futuros pois, embora os contratos de fornecimento de energia cujos créditos são cedidos já estejam em vigor, a obrigação dos consumidores depende do fornecimento da energia(13).

45. Por tudo quanto exposto acima, não vejo argumentos jurídicos para que se descaracterize a cessão de créditos para o Fundo transformando-a em um empréstimo do Fundo para as cedentes.

46. Devo notar, por fim, que, em razão do lapso temporal entre a entrega dos recursos pelo Fundo às cedentes e a constituição dos créditos cedidos, justifica-se especial atenção à divulgação, no prospecto e nos demais documentos da oferta pública, desse fato e dos riscos envolvidos.

É como voto.

Rio de Janeiro, 05 de julho de 2005.

Pedro Oliva Marcilio de Sousa

(1) Esse não é a única modalidade de veto permitida. O estatuto do FIDC pode, por exemplo, sujeitar uma deliberação à aprovação de determinada matéria à maioria dos cotistas votando em conjunto e, se aprovada, sujeitar a eficácia da decisão à deliberação em separado por determinada classe (ou série) de cotas. Ao admitir esse procedimento, não estou admitindo o voto plural, uma vez que são duas deliberações diferentes. A primeira aprova uma

determinada matéria. A segunda tem por objeto a ratificação de uma deliberação assemblear anterior.

(2) São elas: substituição da instituição administradora, elevação da taxa de administração e incorporação, fusão, cisão ou liquidação do FIDC.

(3) É de se notar que a função primordial das cotas subordinadas é gerar um "colchão" de segurança – solvabilidade e liquidez – para o pagamento dos direitos das cotas seniores. Por isso, via de regra, a contribuição dos cotistas subordinados é apenas uma parcela do investimento dos cotistas seniores.

(4) No plano da existência, apura-se se os requisitos essenciais ao ato jurídico (partes e objeto) estão presentes, embora não se questione se esses requisitos foram produzidos de acordo com o direito (que é o que se analisa no plano da validade). Existem atos jurídicos que, mesmo existentes e válidos, não são eficazes (capacidade de produção de efeitos). No caso da cessão de crédito, diz-se eficaz a cessão quando gera a transferência da titularidade do crédito do cedente para o cessionário. No caso da cessão de crédito onerosa, a eficácia também se refere ao direito do cedente receber o pagamento do cessionário. Como, normalmente, o pagamento pela cessão ocorre antes do recebimento do crédito, se o contrato de cessão for, ao final, considerado ineficaz, o cedente pode ter a obrigação de retornar o valor recebido ao cessionário (a não ser que as partes tenham celebrado contrato aleatório).

(5) A cessão de crédito incorporado em título de crédito depende de "modo", ora se perfazendo por simples tradição (entrega do título de crédito), ora por tradição com endosso (que representa o "título" da cessão).

(6) O crédito não vencido não é modalidade de crédito futuro, é crédito existente (ou presente).

(7) Esse artigo tem o seguinte texto: *"A compra e venda pode ter por objeto coisa atual ou futura. Neste caso, ficará sem efeito o contrato se esta não vier a existir, salvo se a intenção das partes era de concluir contrato aleatório"*. As disposições do contrato de compra e venda são aplicáveis às cessões onerosas de crédito.

(8) Isto é, contrato de cessão a respeito de créditos futuros, nos quais o cessionário assume o risco do crédito não vir a existir – art. 458 – ou de vir a existir em qualquer valor – art. 459. O Código Civil regula, ainda, o contrato aleatório relativo a coisa existente, mas exposta a risco, assumido pelo adquirente, que também é aplicável a cessões de crédito, mas não à situação em análise nesse parágrafo.

(9) Contrato bilateral é aquele no qual cada uma das partes é tanto credora quanto devedora de uma obrigação.

(10) Esse artigo tem o seguinte texto: *"Nos contratos bilaterais, nenhum dos contratantes, antes de cumprida a sua obrigação, pode exigir o implemento da do outro"*.

(11) Esse artigo tem o seguinte texto: *"O devedor pode opor ao cessionário as exceções que lhe competirem, bem como as que, no momento em que veio a ter conhecimento da cessão, tinha contra o cedente"*.

(12) O art. 104, III do Código Civil estabelece que *"[a] validade do negócio jurídico requer (...) objeto (...) determinado ou determinável"*.

(13) O contrato de consumidor grupo B é um contrato regulado pela Resolução ANEEL 456/00. Ele é um contrato de adesão, no qual a obrigação do consumidor só pode ser exigida após a leitura do medidor de consumo de energia, para que se apure a energia já fornecida (Art. 40). É após essa leitura que o faturamento pode ser feito, e é com base nele que o fornecedor exige o pagamento da energia consumida.