

**REVISTA SEMESTRAL DE
DIREITO EMPRESARIAL**

Nº 36

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho
da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

Rio de Janeiro
Janeiro / Junho de 2025

Publicação do Departamento de Direito Comercial e do Trabalho da Faculdade de Direito da Universidade do Estado do Rio de Janeiro

EDITORES: Sérgio Campinho (Graduação, UERJ, Brasil) e Mauricio Moreira Menezes (Doutor, UERJ, Brasil).

CONSELHO EDITORIAL: Alexandre Ferreira de Assumpção Alves (Doutor, UERJ, Brasil), Ana Frazão (Doutora, UNB, Brasil), Antônio José Avelãs Nunes (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Carmen Tiburcio (Doutora, UERJ, Brasil), Fábio Ulhoa Coelho (Doutor, PUC-SP, Brasil), Jean E. Kalicki (Doutor, Georgetown University Law School, Estados Unidos), John H. Rooney Jr. (Doutor, University of Miami Law School, Estados Unidos), Jorge Manuel Coutinho de Abreu (Doutor, Universidade de Coimbra, Portugal), Luiz Edson Fachin (Doutor, UFPR, Brasil), Marie-Hélène Monsérié-Bom (Doutora, Université Paris 2 Panthéon-Assas, França), Paulo Fernando Campos Salles de Toledo (Doutor, USP, Brasil), Peter-Christian Müller-Graff (Doutor, Ruprecht-Karls Universität Heidelberg, Alemanha) e Werner Ebke (Doutor, Ruprecht-Karls-Universität Heidelberg, Alemanha).

CONSELHO EXECUTIVO: Carlos Martins Neto (Doutor, UERJ, Brasil) e Mariana Pinto (Doutora, UERJ, Brasil) - Coordenadores. Daniela Fernandes (Mestrado em andamento, UERJ, Brasil), Guilherme Vinseiro Martins (Doutorado em andamento, UFMG, Brasil), Leonardo da Silva Sant'Anna (Doutor, FIOCRUZ, Brasil), Livia Ximenes Damasceno (Mestre, Centro Universitário Christus, Brasil), Mariana Campinho (Mestre, Columbia Law School, Estados Unidos), Mariana Pereira (Pós-graduada, UERJ, Brasil), Mauro Teixeira de Faria (Doutor, UERJ, Brasil), Nicholas Furlan Di Biase (Mestre, UERJ, Brasil) e Rodrigo Cavalcante Moreira (Mestre, UERJ, Brasil).

PARECERISTAS DESTES NÚMEROS: Caroline da Rosa Pinheiro (Doutora, IFRJ, Brasil), Carlos Eduardo Koller (Doutor, PUC-PR, Brasil), Felipe Albuquerque (Doutor, UERJ, Brasil), Gilberto Gornati (Doutor, FGV-SP, Brasil), Gisele Welsch (Doutora, PUCRS, Brasil), Jacques Labrunie (Doutor, PUC-SP, Brasil), Karlo Fonseca Tinoco (Doutor, Université de Strasbourg, França), Marcelo Lauar Leite (Doutor, FDUC, Portugal), Raphaela Magnino Rosa Portilho (Doutora, UERJ, Brasil), Ricardo Villela Mafra Alves da Silva (Doutor, UERJ, Brasil), Rodrigo da Guia (Doutor, UERJ, Brasil), Unie Caminha (Doutora, UNIFOR, Brasil), Victor Willcox (Doutor, UERJ, Brasil), Vitor Butruce (Doutor, USP, Brasil)

Contato: Av. Rio Branco, nº 151, grupo 801, Centro – Rio de Janeiro-RJ. CEP: 20.040-006. E-mail: rsde@rsde.com.br ou conselho.executivo@rsde.com.br. Telefone (21) 3479-6100.

PATROCINADORES:



ISSN 1983-5264

CIP-Brasil. Catalogação-na-fonte
Sindicato Nacional dos Editores de Livros, RJ.

Revista semestral de direito empresarial. — n° 36 (janeiro/junho 2025)
. — Rio de Janeiro: Renovar, 2007-.

v.

UERJ
Campinho Advogados
Moreira Menezes, Martins Advogados

Semestral

1. Direito — Periódicos brasileiros e estrangeiros.

94-1416.

CDU — 236(104)



Obra Licenciada em Creative Commons
Atribuição - Uso Não Comercial - Compartilhamento
pela mesma Licença

CONTRATOS INCOMPLETOS E A SECURITIZAÇÃO DE ATIVOS NO AUDIOVISUAL BRASILEIRO¹

INCOMPLETE CONTRACTS AND THE SECURITIZATION OF AUDIOVISUAL ASSETS IN BRAZIL

*Amanda Vilela**

Film is probably the worst investment anyone could ever make. It is considered risky and capricious. If risks were measured on a scale of 1 to 10, movies would rate a 15. One might as well go to Las Vegas and throw the dice – in fact those odds are publicly better. Why would anyone invest in films, then?

Louise Levison, autora do livro *Filmmakers and Financing: Business Plans for Independents*

Resumo: O presente artigo tem como objetivo analisar a aplicação da teoria dos contratos incompletos no contexto do audiovisual brasileiro, explorando a securitização de ativos como possível mecanismo para mitigar riscos e atrair investimentos nesse setor. A indústria audiovisual é caracterizada por alto grau de incerteza e especificidade dos investimentos, o que frequentemente resulta em contratos incapazes de prever todas as contingências futuras. Abordase a securitização de recebíveis do setor, como os direitos de exibição e os incentivos fiscais, como ferramenta financeira que permitiria a antecipação de receitas e a diluição de riscos para os investidores. Busca-se compreender se a securitização, ao transformar ativos de difícil precificação em títulos negociáveis, pode conferir maior liquidez e atratividade ao mercado audiovisual no país, incentivando a entrada de novos capitais na atividade.

¹ Artigo recebido em: 06.08.2025 e aceito em: 29.10.2025.

* Bacharel em direito pela Universidade de São Paulo. E-mail: amandavilela@usp.br.

Palavras-chave: Contratos Incompletos. Securitização de Ativos. Audiovisual Brasileiro. Financiamento de Filmes. Análise Econômica do Direito.

Abstract: This publication aims to analyze the application of incomplete contracts theory within the context of the Brazilian audiovisual industry, exploring asset securitization as a mechanism to mitigate risks and attract investments in this sector. The audiovisual industry is characterized by a high degree of uncertainty and investment specificity, which often results in contracts that cannot foresee all future contingencies. The securitization of sector receivables, such as exhibition rights and tax incentives, is addressed as a financial tool that enables the anticipation of revenues and the dilution of risks for investors. The research seeks to understand whether securitization, by transforming difficult-to-price assets into negotiable securities, can confer greater liquidity and attractiveness to the audiovisual market, encouraging the inflow of new capital.

Keywords: Incomplete Contracts. Asset Securitization. Brazilian Audiovisual Industry. Film Financing. Economic Analysis of Law.

Sumário: Introdução. 1. A Indústria do Entretenimento. 2. Securitização. 3. Contratos Incompletos. 3.1 A Incompletude Contratual no Audiovisual. 3.1.1. Especificidade dos Ativos. 3.1.2. Contingências Imprevisíveis e Complexidade dos Direitos. 3.1.3. Assimetria de Informação e Poder de Barganha. 4. *Pareto Optimum*. 5. Arcabouço Jurídico do AV Brasileiro. 5.1 Ancine. 5.2. Lei do Incentivo à Cultura. 5.2.1. Mecanismos de Fomento. 5.2.2. Mudanças Recentes na Legislação. 5.3. Lei do Audiovisual. 5.3.1. Modalidades de Investimento. 5.4. Funcine. 6. Contratos de Coprodução. 7. Securitização no Audiovisual. 8. Incompletude, Redes Contratuais e a Securitização. Conclusão.

Introdução.

O presente artigo visa explorar como a securitização pode ser utilizada como método complementar para captação privada de recursos para produções audiovisuais no Brasil. A pesquisa parte da premissa de que a aplicação da securitização pode sanar parcialmente a incompletude dos contratos de coprodução, os quais, juntamente com o fomento público, têm moldado a estrutura financeira e societária do setor. Diante da expansão e globalização dos serviços de *streaming*, emerge a necessidade de implementar mecanismos de financiamento privado que permitam o crescimento e a autonomia do setor audiovisual brasileiro (“AV”).

Para tanto, (i) serão analisadas as Leis nº 8.685, de 20 de julho de 1993 (“*Lei do Audiovisual*”), e nº 8.313, de 23 de dezembro de 1991 (“*Lei do Incentivo à Cultura*” e, em conjunto com a Lei do Audiovisual, as “*Leis de Incentivos*”) e o seu papel na estrutura atual do setor, bem como Lei nº 14.430, de 3 de agosto de 2022 (“*Marco Legal da Securitização*”) e a Resolução CVM nº 06, publicada em 4 de setembro de 2020 (“RCVM nº 06/2020”), para sintetizar os benefícios financeiros e societários da adoção da securitização; (ii) será explorado o conceito de contratos incompletos e sua aplicação aos contratos empregados no mercado audiovisual brasileiro; e (iii) será demonstrado como a securitização se justifica não apenas pelo benefício econômico de possuir um custo de capital menor, mas também pela capacidade de criar incentivos para a profissionalização do setor, impulsionando estruturas de governança eficazes e a captação de investimento internacional.

Em suma, o estudo busca estabelecer como, por meio da securitização, a incompletude inerente aos contratos de coprodução pode ser sanada, ao mesmo tempo em que se implementa um novo e complementar mecanismo de captação privada no setor de produção audiovisual brasileiro.

1. A Indústria do Entretenimento.

O atual modelo de funcionamento da indústria audiovisual brasileira, seja em sua estrutura de financiamento ou na forma contratual adotada, age de forma limitante ao crescimento do setor. A larga dependência do financiamento público restringe as produções nacionais a orçamentos reduzidos e as sujeita a procedimentos burocráticos, muitas vezes custosos, para o cumprimento de editais e adimplemento das obrigações interpostas pelas autoridades governamentais por meio das Leis de Incentivo. Ainda, a estrutura atípica dos contratos de produção, moldada em torno do fomento público, afasta as práticas brasileiras daquelas adotadas nos principais – e mais bem-sucedidos – mercados globais do setor.

A indústria cinematográfica possui imenso potencial, tendo sido comprovada ao redor do mundo a capacidade do entretenimento se tornar um setor de alta relevância para economia, direta ou indiretamente. Segundo a *Association of Motion Pictures*, em 2023 a indústria audiovisual nos Estados Unidos gerou cerca de 2,32 milhões de empregos, abrangendo mais de 122 mil negócios e movimentando aproximadamente US\$ 102 bilhões, apenas em salários.² No tocante ao impacto indireto da indústria, esta tem a capacidade de promover a cultura nacional e o turismo, exportando a cultura para o mundo como uma *commodity* tão valiosa como qualquer outra. Todo este potencial está disponível para a indústria audiovisual brasileira.

Experiências recentes em outros países que até então não figuravam entre os principais realizadores mundiais mostram que existe caminho promissor a ser trilhado. Um bom exemplo é o que vem acontecendo na Coreia do Sul, parte em função de impulsos oficiais, numa trajetória que remonta há pouco menos de 30 anos. Em seu discurso inaugural, em 1998, o então recém-eleito presidente da Coreia do Sul, Kim Dae-Jung, declarou:

2 MOTION PICTURE ASSOCIATION (MPA). *Economic Contribution of the U.S. Film and Television Industry*. [Infográfico]. [S. l.]: Motion Picture Association, 2023.

Devemos direcionar nossa energia para globalizar a cultura coreana. Precisamos abraçar e desenvolver os altos valores contidos na cultura tradicional. A indústria cultural é uma das indústrias básicas do século XXI. O turismo, a indústria de convenções, a indústria visual e as commodities culturais especiais são um tesouro para o qual um mercado ilimitado aguarda (tradução livre).³

À época da declaração, a Coreia do Sul já possuía uma robusta política de incentivo à cultura que partia da premissa de que exportações culturais eram tão importantes, se não mais, do que as de, por exemplo, automóveis e tecnologia.⁴

Em 2020, o filme sul-coreano *Parasita*⁵ se tornou o primeiro de língua não-inglesa a vencer o Oscar de melhor filme, com uma bilheteria mundial de cerca de US\$ 260 milhões.⁶ Longe de ser um caso isolado, o filme de Joon Ho é a ponta do iceberg de um fenômeno cultural bem mais amplo que inclui o crescente domínio do K-Pop na música mundial, de dramas televisivos e de outros conteúdos sul-coreanos que transcendem barreiras linguísticas e culturais. Essa ascensão indica não apenas a qualidade artística e narrativa da produção sul-coreana, mas também a crescente abertura do público ocidental a conteúdos não-anglófonos, impulsionada pela facilidade de acesso via plataformas de *streaming* e uma maior valorização da diversidade de perspectivas. A vitória de *Parasita* em 2019 demonstrou

3 DAE-JUNG, K. Inaugural Address by Kim Dae-jung the 15th-term President of the Republic of Korea Let Us Open a New Era: Overcoming National Crisis and Taking a New Leap Forward. In: SHLEL. 25 fev. 1998

4 Um relatório publicado pelo governo sul-coreano em 1994 chegou a alegar que a repercussão econômica de um único blockbuster seria equivalente a venda de mais de um milhão de automóveis fabricados na Coreia do Sul. (DUBOIS, D. *Inside the Success of South Korean Brands*. Boston: Harvard Business Review, 20 jun. 2024.

5 PARASITA. Direção: Bong Joon-ho. Produção: Kwak Sin-ae; Moon Yang-kwon. Roteiro: Bong Joon-ho, Há Jin-won. Coreia do Sul: Barunson E&A, 2019. 1 filme (132 min), son., color.

6 BOX OFFICE MOJO. Parasite (2019). [S. l.]: Box Office Mojo. Disponível em: <https://www.boxofficemojo.com/title/tt6751668/>.

o poder de veículos culturais como verdadeiras *commodities* que, para além de seu retorno econômico, propulsionam um país e sua cultura inteira ao mercado global.

No ano da vitória do filme sul-coreano, a *Academy of Motion Pictures Arts and Sciences*, responsável pela cerimônia do Oscar, já vinha passando por processo de modernização e globalização de seus associados. O corpo votante do órgão tem se tornado cada vez mais diverso, diversidade essa que (lentamente) tem sido refletida nas principais categorias da premiação. Nos últimos seis anos, com exceção de 2021, a categoria de *Melhor Filme* contou com, pelo menos, uma indicação internacional.

O presente artigo seria omissos se, nem ao menos como menção honrosa, mencionasse a campanha do filme *Ainda Estou Aqui*,⁷ na qual ficou evidenciado o potencial econômico e crítico das produções brasileiras. O filme, que teve sua estreia no Festival de Cinema de Veneza, arrecadou mais de US\$ 29 milhões e levou mais de 5,8 milhões de espectadores às salas de cinema em sua temporada em cartaz.⁸ Vencedor do Oscar de *Melhor Filme Estrangeiro*, algo inédito na filmografia brasileira, o filme teve campanha invejável no circuito mundial de premiações, incluindo 60 indicações e 53 vitórias acumuladas, com destaque para o reconhecimento da atriz Fernanda Torres como *Melhor Atriz* no Golden Globes.

Ainda, é impossível dissociar a presente análise do momento de transição vivido pelo setor audiovisual, no qual grandes estúdios e emissoras têm dado lugar a serviços de *streaming* que cada vez mais verticalizam o processo de produção, exibição e distribuição. É possível enxergar nesse movimento não só clara centralização dos processos envolvidos na criação e comercialização de obras audiovisuais, como também a centralização dos players envolvidos nesta transição.

7 SALLES, Walter (dir.). *Ainda Estou Aqui* [filme]. Brasil, França: RT Features; VideoFilmes; Mact Productions; Conspiração Filmes; Arte France Cinéma; Globoplay, 2024.

8 BOX OFFICE MOJO. *I'm Still Here*. [S. l.]: Box Office Mojo, 2024. Disponível em: <https://www.boxofficemojo.com/title/tt14961016/>.

O aquecimento do mercado audiovisual nacional vem acompanhado de mudanças legislativas – algumas diretamente voltadas para a área e outras nem tanto. No mercado de valores mobiliários, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) vem ampliando o acesso à securitização, seja através da publicação da RCMV nº 06/2020 (que dispõe sobre a emissão e distribuição de certificados de investimento para a produção, distribuição, exibição de obras audiovisuais cinematográficas brasileiras) ou pela ainda mais recente promulgação do Marco Legal da Securitização, em agosto de 2022.

O momento de otimismo fez também com que, em abril de 2025, a Agência Nacional do Cinema (“Ancine”) abrisse nova consulta pública acerca dos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional – Funcine. O incentivo originalmente criado pela Lei do Audiovisual está ora sendo revisitado como fonte de recursos privados no mercado de capitais, aprimorando o mecanismo de incentivo, ampliando seu alcance e sua aderência às demandas contemporâneas do setor audiovisual, do ambiente regulatório e da sociedade brasileira, com foco na atualização, simplificação e convergência com os normativos vigentes.⁹

Os novos (e revisitados) mecanismos abrem o caminho para o reconhecimento do entretenimento como indústria atrativa ao investimento privado, injetando capital e fomentando um setor com enorme potencial de expansão¹⁰ – seja na bilheteria nacional ou na exportação das ditas *commodities culturais* para o mundo.

Em 1998, tal encontro entre economia e cultura foi o tema central do discurso inaugural de Kim Dae-Jung.¹¹ Em 2025, a indústria

9 ANCINE. *Ancine publica Notícia Regulatória sobre proposta de Instrução Normativa para os novos Funcines*. Brasília, DF, 29 abr. 2025.

10 DE LA FUENTE, A. M. *Rio2C: Omdia Forecasts FAST Channels to Grow in LatAm, Expects Rio Keynote in 2025*. Variety, [S. l.], 13 nov. 2024.

11 Em suas palavras *A diplomacia no século XXI estará intrinsecamente centrada nas esferas econômica e cultural* (DAE-JUNG, K., 1998)

cultural sul-coreana possui um valor estimado de U\$ 84,3 bilhões, quase 5% do PIB do país.

2. Securitização.

Em linhas gerais, a securitização pode ser definida como operação pela qual um recebível futuro ou a expectativa de um recebível futuro são patrimonialmente apartados da sociedade originadora e utilizados para lastrear valores mobiliários a serem comercializados. O mecanismo funciona como forma de desintermediação financeira, possibilitando uma via alternativa de captação menos onerosa que os tradicionais empréstimos bancários. Em outras palavras, a securitização é um:

[...] negócio jurídico coligado, no qual ativos são autonomizados em relação ao patrimônio do originador, servindo de lastro para títulos ou valores mobiliários representativos deste universo, emitidos pela entidade (VPE) - “Veículo de Propósito Específico” - e transferidos onerosamente aos investidores.¹²

Se adequadamente utilizada, a securitização permite não só a desintermediação financeira, mas, de forma ainda mais importante, a pulverização do risco.

Com efeito, numa securitização, a pulverização do risco pressupõe, exatamente, a participação do maior número possível de investidores no negócio jurídico. [...] A securitização pode ser considerada forma alternativa para reduzir o risco de crédito, sendo essa a modalidade em que suas

12 SANTOS, C.; MOURA, H. A Securitização de Títulos de Créditos: características e dinâmica de funcionamento. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, v. 16, n. 1. p. 56, 2022.

vantagens se apresentam mais claras e imediatas. A transferência, sem coobrigação, de créditos para outra entidade, dentro de um processo de securitização, além de ser um adiantamento de receitas, transfere o risco de crédito, inicialmente para o veículo de propósito exclusivo e, posteriormente, com a venda de valores mobiliários lastreados nesses créditos, pulveriza esse risco no mercado.¹³

O processo de securitização de um ativo audiovisual (conforme definido pela RCVN nº 06/2020)¹⁴ obedece aos mesmos passos da securitização tradicional, cujo objeto principal, até o momento, tem sido a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs) e Certificados de Recebíveis do Agronegócios (CRAs). A sociedade ou “originadora” detém direitos, bens ou expectativa destes, que devem ser apartados de seu patrimônio por meio de uma sociedade de propósito específico cujo objeto é exclusivamente “receber os ativos utilizados e segregados na operação de securitização, bem como emitir títulos e valores mobiliários, devidamente lastreados nos ativos recebidos do originador”.¹⁵ Estas sociedades devem então emitir ditos valores mobiliários lastreados nos ativos que lhes foram transferidos e comercializá-los no mercado. Conforme tais valores são adquiridos pelos mais diversos investidores, os recursos captados são revertidos pela sociedade de propósito específico em benefício da originadora.

No modelo financeiro tradicional, instituições como bancos desempenham papel central como intermediários, captando recursos

13 CAMINHA, U. *Securitização*. 2. ed. rev. e atual. São Paulo: Saraiva, 2007. p. 61 e 184.

14 BRASIL. CVM. Resolução CVM nº 6, de 14 de setembro de 2020. Brasília, DF: *Diário Oficial da União*, 15 set. 2020.

15 SANTOS, C.B., MOURA, H.P. A Securitização de Títulos de Créditos: Características e Dinâmica de Funcionamento. *Revista da Procuradoria-Geral do Banco Central*, São Paulo, v. 16, n. 1, 2022.

e os repassando, sendo remunerados pela gestão de risco e informação. A securitização, contudo, busca mitigar essa função de intermediação bancária. Enquanto no financiamento tradicional o banco é o principal provedor de capital, na securitização ele pode assumir diversas funções, como *underwriter*, avaliador, depositário ou estruturador, sem ser o detentor primário do risco de crédito. Essa desintermediação permite que as empresas acessem o mercado de capitais diretamente, reduzindo a dependência de empréstimos bancários e potencialmente obtendo taxas de juros mais competitivas.

Uma das características mais distintivas e vantajosas da securitização é a sua capacidade de dispersão e alocação de risco. No financiamento bancário tradicional, a instituição concentra todo o risco em seu balanço patrimonial, o que exige a manutenção de níveis adequados de capital e, conseqüentemente, torna a concessão de empréstimos mais onerosa. Em contraste, numa operação de securitização de créditos, o risco do empréstimo é distribuído entre múltiplos investidores que adquirem títulos representativos de uma dívida lastreada por um ativo. A responsabilidade do emissor, geralmente um Veículo de Propósito Específico (VPE) ou uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), limita-se aos bens segregados para a operação e o originador (a entidade que cede os créditos) geralmente não responde pelas dívidas do VPE. Essa delimitação clara do risco, reforçada pela segregação patrimonial, contribui significativamente para a segurança da operação e para a redução do risco percebido pelos investidores, o que pode resultar em custo de capital mais baixo.

A securitização possibilita a mobilização de ativos — sejam eles presentes ou futuros — que, de outra forma, não teriam a capacidade de se autofinanciar ou gerar renda imediata. Através desse processo, ativos intrinsecamente ilíquidos são “transformados” em instrumentos líquidos, aptos a circular e a serem transacionados no mercado de capitais. Para o originador, a transferência desses ativos ilíquidos e a antecipação de receitas resultam em acréscimo substancial no nível de liquidez, melhorando indicadores financeiros e liberando capital para investimentos estratégicos.

A carteira de ativos a ser securitizada diz respeito aos ativos que serão “empacotados” para lastrear o valor mobiliário final. Como a natureza dos ativos será refletida no *rating* do *security* emitido, é interessante que ativos de maior risco sejam diluídos em *securities* cujo retorno é mais previsível. Um exemplo da diversificação de carteiras, especificamente relacionado à propriedade intelectual, pode ser visto nos *securities* emitidos por empresas farmacêuticas.

Na indústria farmacêutica, o desenvolvimento de uma droga e sua eventual patente pode levar cinco, dez ou até mais anos. O processo de pesquisa e desenvolvimento de novos medicamentos é longo e custoso, mas do outro lado, uma vez constituída a patente, há uma promessa de retorno constante por um período prolongado (i.e. enquanto o medicamento for relevante e a patente estiver vigente). Não só isso, mas, muitas vezes, existem diversas frentes de pesquisa em andamento para uma mesma doença, sendo que, muito provavelmente, apenas uma será amplamente comercializada.

A estratégia desenvolvida consiste então no agrupamento de diversas patentes ou eventuais patentes, de forma que uma mesma carteira contenha ativos variados. Patentes consolidadas garantem robustez ao valor mobiliário, dissipando o risco de eventuais linhas de pesquisa mais arrojadas em desenvolvimento ou mesmo o de inúmeros insucessos que inevitavelmente ocorrem no ramo.¹⁶

Em uma última nota em relação à securitização, vale retomar o tema dos *ratings* dos valores mobiliários comercializados. Até agora, o termo “risco” foi muito utilizado, mas pouco explicado. Risco é a incerteza da possibilidade de perda¹⁷ ou, ainda, a incerteza quanto à possibilidade de perda financeira.¹⁸ Há um campo da ciência inteiro

16 ALEKSEEV, I.Y. *Securitization of Intellectual Property*. Stanford Law School, 2002.

17 GREENE Mark R.; TRIESCHMAN, James. *Risk and Insurance*. Ohio: South-Western Pub. Co., 1988. p. 1.

18 BICKELHAUPT, David L. *General Insurance*. Illinois: R.D. Irwin, 1974. p. 2.

voltado ao cálculo e à precificação de riscos – as ciências atuariais – e quem exerce tal precificação no mercado de securitização são as agências de *rating*.

As agências de classificação de crédito ou agências de *rating* desempenham papel fundamental no processo de securitização. Elas avaliam o risco associado aos títulos emitidos, atribuindo classificações com base na qualidade dos ativos securitizados e outros fatores relevantes. Essas classificações influenciam fortemente as decisões dos investidores, especialmente os institucionais, como fundos de pensão, que geralmente têm restrições para investir em títulos com classificações abaixo de determinado limite.

Os *ratings* dos ativos, entretanto, refletem mais do que simplesmente o risco ou a robustez de cada um. Como elencado, a classificação de um ativo depende também da avaliação de seu originador. Assim, por meio dos *ratings*, cria-se um incentivo indireto para a adoção de mecanismos de governança e planos de negócios mais sólidos e bem-estruturados, uma vez que a qualidade dos aspectos administrativos e societários avaliados impactarão diretamente a capacidade de captação através da emissão de *securities*.

3. Contratos Incompletos.

No campo da economia, o estudo da teoria contratual se dá sob duas possíveis premissas. A primeira pressupõe que contratos podem ser completos, i.e. que as partes têm a capacidade de antecipar e prever os remédios necessários para quaisquer contingências. Esse pressuposto costuma servir como premissa matemática para análise de eficiência de eventual renegociação ou como ponto de referência ideal para contrastar com a realidade da incompletude contratual, que é a premissa mais comum na literatura econômica moderna.

Em um segundo campo, a própria teoria econômica reconhece a incompletude dos contratos como inerente e, frente a tal realidade

de, busca entender os custos atrelados a tal incompletude e busca propor eventuais incentivos para saná-la, mesmo que apenas parcialmente. Vale aqui pontuar que a natureza incompleta dos contratos faz parte das premissas adotadas por Ronald Coase em *A Natureza da Firma*,¹⁹ uma vez que este assume, para fins dos custos da transação, que os agentes são sempre limitadamente racionais, sendo também limitada sua capacidade de prever e remediar contingências.

Conforme elucida Bernard Salanié em *The Economics of Contracts*,²⁰ afasta-se a possibilidade de que qualquer relação contratual seja verdadeiramente completa. O limite da racionalidade humana, a otimização dos custos de transação e a complexidade dos contratos impossibilitam que as partes, por mais qualificadas e racionais que sejam, consigam prever não só todas as possíveis contingências, mas também seus remédios. A meta, portanto, em qualquer relação contratual é apenas *mitigar* os riscos, sendo necessário para tanto o alinhamento dos interesses das partes.

A grande questão aqui é que “the incompleteness of contracts is associated with inefficiencies and deadweight losses in terms of aggregate value, as contractually bound parties maximizing their own utilities is not solely conditional on aggregate utility being maximized”.²¹

Ou seja, um contrato incompleto desincentiva as partes a agirem no melhor interesse do objeto contratado, sendo o interesse de cada uma superveniente (isso seria uma simplificação do que a literatura chama de *moral hazard*.²²)

19 COASE, R.N. *A Natureza da Firma*. *Economica* v. 4, 1937.

20 SALANIÉ, B. *The Economics of Contracts: a Primer*. Cambridge, Mass: MIT Press, 1997.

21 MONSELLATO, T. *Applying Contract Theory to Film Financing Decisions*. Nova York: Leonard N. Stern School of Business. 2022. p. 29.

22 Em termos mais amplos, moral hazard é definido pela Enciclopédia Britannica como sendo the risk one party incurs when it's dependent on the moral behavior of others. The risk increases when there is no effective way to control that behavior. (BRITANNICA. Moral Hazard. In: *Britannica*. [S. l.]: Encyclopædia Britannica, 2024).

Entretanto, uma vez superada a natureza incompleta dos contratos, a teoria econômica também propõe incentivos que podem suplantar suas ineficiências inerentes. Dentre os modelos para correção da incompletude contratual, pode-se destacar a tese de Grossman-Hart,²³ segundo o qual um agente é incentivado a investir em determinado projeto na proporção dos ativos que este detém neste (sendo a propriedade entendida como residual control rights.²⁴) *O comportamento da parte contratual pode ser subdividido em duas frentes:*

Takeaways from Grossman-Hart are highly intuitive: what determines a party's incentives to invest into a relationship can be divided in half. The first half is the *total surplus resulting from the investment*. It benefits both parties according to the formal contract in place. The second half depends on the *conflicting incentives of both parties* (grifo da autora).²⁵

A teoria, de forma relativamente intuitiva, expõe que a propriedade da parte quanto ao objeto contratado é diretamente proporcional à sua disposição a se ater às condições do contrato. Dessa forma, através da alocação dos *residual control rights* é possível, indiretamente, diminuir a incompletude contratual.

23 GROSSMAN, Sanford J.; HART, Oliver D. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, v. 94, n. 4. p. 691-719, ago. 1986.

24 Residual control rights são os direitos de tomar decisões sobre o uso de um ativo ou a conduta de um contrato nas situações não especificadas explicitamente no acordo original. Em outras palavras, quando um contrato é "incompleto" — ou seja, não consegue prever todas as possíveis contingências futuras —, os direitos de controle residuais determinam quem tem a prerrogativa de decidir sobre essas questões não previstas. Geralmente, esses direitos pertencem ao proprietário legal do ativo ou à parte que detém o "poder de barganha" nas negociações de lacunas contratuais. (HART, O. *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Oxford University Press, 1995.)

25 MONSELLATO, T. *Applying Contract Theory to Film Financing Decisions*. Nova York: Leonard N. Stern School of Business. 2022. p. 31.

3.1. A Incompletude Contratual no Audiovisual.

A incompletude contratual pode dar origem a comportamentos oportunistas, um fenômeno conhecido como *bold-up*. O *bold-up* ocorre quando uma das partes realiza um investimento específico para a relação contratual – um “custo afundado” (*sunk cost*) – que possui baixo valor residual fora daquela relação específica. Após a realização desse investimento, a outra parte tenta renegociar os termos do contrato para capturar uma porção maior do excedente gerado pela transação.²⁶ Este comportamento oportunista desincentiva investimentos específicos *ex-ante*, resultando em alocações ineficientes de recursos.²⁷

A indústria audiovisual é intensiva em investimentos específicos. A contratação de um ator renomado, um diretor com uma visão artística singular ou uma equipe de efeitos especiais altamente especializada, por exemplo, representam um investimento que se torna intrinsecamente ligado àquela produção específica. Uma vez que esses talentos estão comprometidos e os investimentos iniciais são realizados (por exemplo, a produtora investe no marketing do filme associado a um ator específico), as partes se tornam interdependentes. Essa interdependência cria uma relação de monopólio bilateral, onde o custo de substituição ou saída é elevado. Isso pode conferir à parte que realizou o investimento específico poder de barganha para exigir termos mais favoráveis ou, inversamente, a produtora pode tentar reduzir a remuneração de um talento, ciente do alto custo de saída para o artista. A capacidade de agir oportunisticamente deriva diretamente da natureza de custo irrecuperável dos investimentos realizados.²⁸

26 KLEIN, B. *Asset Specificity and Holdups*. [S. l.]: Law & Economics Center, 2012.

27 BASSI, C. de M. *Os impactos da Lei nº 14.430/2022 sobre as operações de securitização no Brasil*. Brasília: Ipea, 2024.

28 AGHION, P.; HOLDEN, R. Incomplete Contracts and the Theory of the Firm: What Have We Learned over the Past 25 Years? *Journal of Economic Perspectives*, Nashville, v. 25, n. 2. p. 181-197, mai. 2011.

A interconexão das causas da incompletude é fundamental para compreender sua prevalência no audiovisual. A racionalidade limitada impede a previsão de todas as contingências, enquanto os custos de transação tornam inviável tentar cobrir o máximo possível.²⁹ As contingências genuinamente imprevistas são aquelas que sequer podem ser descritas *ex-ante*. No setor audiovisual, a natureza criativa e a dependência de fatores externos, como o gosto do público, a evolução tecnológica e as mudanças regulatórias, amplificam todas essas causas. Por exemplo, a ascensão do *streaming* (uma contingência imprevista de distribuição) impactou a divisão de receitas e direitos autorais, levando a renegociações e disputas, o que representa um exemplo de *hold-up* potencial. A impossibilidade de descrever *ex-ante* todas as características relevantes de um “produto” criativo significa que os contratos serão inerentemente incompletos nesse aspecto, abrindo espaço para renegociações baseadas no valor percebido *ex-post*.

A incompletude, portanto, não é meramente uma falha, mas uma característica funcional em ambientes de alta incerteza. A tentativa de criar contratos “completos” no audiovisual seria ineficiente e inviável, resultando em um *trade-off* entre a completude formal e a flexibilidade necessária para um setor tão dinâmico. Isso sugere, mais uma vez, que a incompletude é algo que deve ser gerenciado, e não eliminado.

A qualidade e o sucesso artístico de uma obra audiovisual são conceitos inerentemente subjetivos e multifacetados, tornando-os difíceis de serem objetivamente definidos e mensurados *ex-ante*.³⁰ O sucesso de bilheteria ou a aclamação da crítica são resultados *ex-post*,

29 MILGROM, P.; ROBERTS, J. Bargaining costs, influence costs, and the organization of economic activity. In: ALT, James E.; SHEPSLE, Kenneth A. (Org.). *Perspectives on positive political economy*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. p. 57-89.

30 ANDERLINI, L.; FELLI, L.; POSTLEWAITE, A. Courts of Law and Unforeseen Contingencies. *The Journal of Law, Economics, and Organization*, Oxford, v. 23, n. 3. p. 662-684, out. 2007.

não critérios de desempenho contratual que possam ser facilmente verificados durante o processo de produção. A avaliação da criatividade, por exemplo, é frequentemente subjetiva e pode ser influenciada por vieses.³¹ Embora existam técnicas como o *Consensual Assessment Technique* (CAT), que é um padrão para avaliar a criatividade baseada em produtos, ela ainda depende do julgamento humano e do consenso de especialistas.³²

A dificuldade em definir e verificar o desempenho criativo é um fator crucial. Contratos em indústrias criativas não podem especificar todos os detalhes da execução artística. É inviável prever, por exemplo, o desempenho exato de um ator ou a “visão” final de um diretor em termos contratuais que possam ser verificados por terceiros. Isso cria lacunas onde a qualidade ou o esforço podem ser questionados, mas não provados de forma inequívoca em um litígio. Essa subjetividade impede a elaboração de cláusulas contratuais completas sobre o produto criativo, deixando espaço para interpretações e disputas, e exigindo que as partes confiem em avaliações *ex-post* ou em mecanismos relacionais.

A produção audiovisual depende fortemente de ativos humanos específicos, cujo valor é maximizado dentro da relação contratual particular. A Era de Ouro de Hollywood, período que abarca as décadas de 1930 e 1940, exemplifica como contratos de longo prazo emergiram em resposta ao alto grau de investimento específico em talentos. Uma vez escalado um ator principal ou assinado contrato com

31 PARK, K.; CHUN, M.; LEE, J. Revisiting Individual Creativity Assessment: Triangulation in Subjective and Objective Assessment Methods. *Creativity Research Journal*, [S. l.], v. 28, n. 1. p. 1-10, 22 fev. 2016.

32 YANG, S.; WANG, J. Measuring Scientific Creativity with Subjective Creativity Assessments: Psychometric Challenges and Suggestions. In: PACIFIC-RIM OBJECTIVE MEASUREMENT SYMPOSIUM (PROMS), 2023. *Proceedings of the Pacific-Rim Objective Measurement Symposium (PROMS 2023) Atlantis Highlights in Social Sciences, Education and Humanities*. [S. l.]: Atlantis Press, 2024. v. 23. p. 1-17.

diretor, as partes tornam-se interdependentes, criando vulnerabilidade a renegociações oportunistas.

A produção audiovisual constitui processo longo e complexo, sujeito a infinidade de imprevistos: condições climáticas adversas, doenças do elenco, problemas técnicos, disputas sindicais e eventos de força maior. Além dos imprevistos operacionais, o sucesso é influenciado por fatores de mercado imprevisíveis como concorrência, evolução do gosto público, eventos globais e mudanças tecnológicas de distribuição.

A ascensão do streaming representa exemplo paradigmático de contingência imprevista que impactou divisão de receitas e direitos autorais, levando a renegociações e disputas. A impossibilidade de descrever ex-ante todas as características relevantes de produto criativo significa que contratos serão inerentemente incompletos, abrindo espaço para renegociações baseadas no valor percebido ex-post.

Uma obra audiovisual pode ser explorada em diversos veículos (cinemas, *home video*, televisão, *streaming*, licenciamento de produtos derivados) e múltiplos territórios, cada um com termos distintos de licenciamento e divisão de receitas. A evolução tecnológica cria constantemente novos veículos não previstos inicialmente, tornando contratos de direitos e remuneração extremamente incompletos.

Ainda, existe clara assimetria de poder entre grandes *players* (estúdios, plataformas de *streaming*) e criadores individuais ou pequenas produtoras. Grandes empresas possuem mais informações sobre mercado, projeções de receita e termos contratuais padrão. Esta concentração reduz competição e limita entidades independentes com as quais criadores poderiam negociar termos mais justos.

Cláusulas de não-divulgação (“NDAs”) e confidencialidade impedem que criadores compartilhem informações sobre termos

contratuais, enfraquecendo sua posição negocial. Conforme a *European Composer and Songwriter Alliance* (“ECSA”), isso torna “impossível para nossos membros compartilhar informações sobre seus acordos contratuais”.³³ Esta assimetria permite que a parte mais forte imponha termos favoráveis, deixando lacunas ou termos ambíguos interpretáveis a seu favor futuramente.

A prática de *buyout*, onde criadores cedem todos os direitos por pagamento único renunciando a *royalties* futuros, exemplifica como grandes produtoras utilizam incompletude estrategicamente. Beneficiam-se da dificuldade de prever valor futuro da obra, transferindo risco e potencial lucro para si.

4. Pareto Optimum.

Uma vez estabelecido que as ineficiências da incompletude tendem a não ser solucionadas contratualmente, deve-se pensar em formas alternativas de combatê-las. No âmbito do *moral hazard*, i.e. desalinhamento entre os interesses das partes contratadas, é possível criar incentivos econômicos pela alocação da propriedade, conforme descrito anteriormente.

O desafio de alinhar os interesses das partes sempre existirá. Entretanto, há poucas matérias nas quais este é tão presente quanto nas atividades criativas. Apesar de generalizações, é raro encontrar investidores e artistas cujos interesses e objetivos estejam integralmente alinhados. Dessa forma, resta estruturar a relação das partes de forma que ambos sejam contemplados sem que estes tenham que, de fato, se alinhar integralmente.

No audiovisual, do lado do criador, há a primazia da visão artística, a construção de um produto final que seja não só financeira-

33 EUROPEAN COMPOSER AND SONGWRITER ALLIANCE (ECSA). *ECSA Report on Audiovisual Composers Contracts*. [S. l.]: ECSA, 2024.

mente satisfatório, mas artisticamente relevante (aqui novamente incorre-se em uma generalização, mas basta dizer que os interesses do artista são certamente mais plásticos que os do investidor).

Por outro lado, o investidor tradicional está em busca de ganhos. Note-se aqui que o audiovisual, por natureza, não costuma atrair investidores tradicionais. Trata-se de investimento de alto risco que, efetivamente, apenas vez ou outra traz resultados que façam jus ao risco assumido, sendo a motivação que prevalece neste tipo de aporte algo mais subjetivo.³⁴

Em paralelo, vale notar que, desde o fenômeno do GameStop³⁵ e com o ingresso de mais investidores pessoas físicas no mercado de capitais, tem havido crescente subjetivação dos investimentos:

Simply put, app-based platforms make investing easier and more fun. They also give investors the opportunity to purchase companies that they are familiar with and that are affecting the world around them. As one commentator puts it, “millennials aren’t interested in owning *boring bonds*. This is a generation of stock pickers.” It is fair to believe that the enhanced opportunity for direct investing explains, in part, why millennials “piled into stocks like never before in 2020.” In addition, although meme stocks may initially draw new investors into the market, studies suggest that most go on to diversify their portfolios.³⁶

34 LEVISON, L. *Filmmakers and Financing: Business Plans for Independents*. Oxford: Focal Press, 2010.

35 O fenômeno GameStop refere-se a evento ocorrido no início de 2021 em que investidores de varejo, coordenados majoritariamente através de fóruns online, como o Reddit (r/wallstreet-bets), impulsionaram dramaticamente o preço das ações da GameStop (GME). Essa ação coletiva, direcionada contra a vasta posição vendida a descoberto de grandes fundos de hedge, culminou em um “short squeeze” massivo.

36 FISCH, J. E. *GameStop and the Reemergence of the Retail Investor*. ECGI Working Paper Series Law, 2022. p. 24

De toda forma, por mais subjetivo que o investimento se torne, a meta final será sempre, impreterivelmente, dada as premissas de mercado, o lucro.

Propõe-se então, conforme o modelo de Grossman-Hart,³⁷ que o alinhamento das partes se dê pela distribuição dos *residual control rights* na qual “*the Principal should strike the right balance between ensuring that Agent’s wage is at once not too dependent on the project’s outcome while still incentivizing enough for the Agent to invest into the relationship*”.

Internacionalmente, é difícil sustentar que tal equilíbrio tenha sido alcançado. Uma das soluções encontradas pelos investidores de obras audiovisuais nos Estados Unidos, por exemplo, foi a aquisição de mais *residual control rights*, através da verticalização da cadeia de produção. Neste modelo, um mesmo investidor adquire participação em todas as partes do processo de produção de um filme: desde as agências de talento, companhias de produção, publicidade, até os próprios exibidores. Entretanto, como demonstra Monsellato, esta estrutura cria grande disparidade entre o investidor e o artista, empobrecendo o controle criativo deste último.

Como então equilibrar tal relação? Se o ativo sobre o qual o investidor teoricamente poderia exercer os *residual control rights* for empacotado de tal forma que a propriedade, os proventos financeiros e o poder decisórios não andem mais juntos, é possível realinhar a relação das partes. Sendo o investimento feito por um mecanismo pelo qual não há expectativa de exercício do poder decisório, ainda há o sentimento de propriedade – visto que o investidor optou por empregar seus recursos em determinado ativo – mas não há mais a frustração, nem a possibilidade de o agente atuar em detrimento do *pareto optimum*. Se o ativo for segregado e transformado em um sim-

37 GROSSMAN, S.; HART, O. The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy*, v. 94, n. 4. p. 691-719, ago. 1986.

ples valor mobiliário diante do qual não há incentivo nem meio para que o investidor intervenha no processo criativo, este segue se sentindo envolvido no empreendimento pela simples expectativa de retorno financeiro diante do aporte realizado. Ainda, em se tratando de um valor mobiliário lastreado por uma vasta gama de contratos, ativos e afins, cria-se mais um degrau de distanciamento entre o investidor e o poder decisório, dada a diluição de cada projeto.

A securitização de ativos surge como uma solução inovadora para os desafios impostos pela inerente incompletude dos contratos, particularmente em setores marcados por alta incerteza e especificidade, como o audiovisual. A essência dessa abordagem reside em uma reestruturação da relação entre capital e controle. Tradicionalmente, o investidor que aporta recursos em um projeto, especialmente um tão volátil e criativo como uma obra audiovisual, mantém expectativas de influenciar decisões, exercer controle sobre os rumos do empreendimento e, conseqüentemente, garantir a maximização de seu retorno. Essa proximidade, contudo, pode gerar atritos, assimetrias de informação e desvio de foco, à medida em que a busca pelo controle individual pode não se alinhar com a otimização coletiva do projeto, potencialmente prejudicando o valor agregado total.

A securitização atua transformando os direitos a proventos financeiros futuros – como receitas de exibição ou incentivos fiscais – em títulos mobiliários negociáveis. Essa “embalagem” ou “empacotamento” dos ativos tem o efeito de dissociar o direito ao lucro da necessidade de envolvimento na gestão ou nas decisões operacionais. O investidor adquire um direito a um fluxo de caixa específico, desprovido da prerrogativa de intervir no processo criativo ou nas escolhas de produção. Com isso, elimina-se a fonte de fricção que surge quando o detentor do capital tenta influenciar o controle residual sobre o ativo, que é frequentemente complexo e multifacetado no contexto artístico.

Essa separação clara de papéis permite que o investidor se concentre unicamente na expectativa de retorno financeiro, sem a

frustração de não poder exercer um controle efetivo ou a tentação de interferir de forma contraintuitiva para a eficiência do projeto. O valor mobiliário, ao ser lastreado por um conjunto diversificado de contratos e ativos subjacentes, promove diluição natural do risco e, crucialmente, diluição do poder decisório em relação a cada projeto individual. Tal distanciamento é benéfico, pois alinha os incentivos das partes: o produtor ou criador mantém autonomia sobre o processo criativo, maximizando a qualidade e o valor artístico, enquanto o investidor busca o retorno financeiro por meio de um mecanismo de mercado mais transparente e líquido, sem os custos de transação e os potenciais atritos que a proximidade excessiva poderia gerar em um contrato incompleto. Dessa forma, a securitização funciona como intermediário que harmoniza a necessidade de financiamento com a preservação da integridade criativa e a eficiência operacional.

5. Arcabouço Jurídico do AV Brasileiro.

5.1. Ancine

A Ancine é a entidade governamental incumbida da regulação e fiscalização do setor audiovisual no Brasil. Desde sua criação em 2001, a Ancine assumiu a responsabilidade pela gestão das leis de incentivo fiscal, incluindo tanto a Lei Rouanet quanto a Lei do Audiovisual. Seu papel primordial consiste na aprovação, no monitoramento e na prestação de contas dos projetos audiovisuais que se beneficiam desses incentivos fiscais.

A Ancine atua como agente mediador e regulador, facilitando o financiamento de projetos por meio de renúncias fiscais e, simultaneamente, incentivando a participação do setor privado. Essa dualidade de fomento e regulação é um aspecto singular de sua atuação. A Ancine encarna papel duplo, sendo simultaneamente facilitadora de financiamento e supervisora da indústria. Essa abordagem integra-

da permite compreensão mais holística do setor, o que pode levar a decisões políticas mais bem informadas. Contudo, também levanta questões sobre potenciais conflitos de interesse ou o equilíbrio entre promover o crescimento e garantir a conformidade rigorosa.

A criação, em 2006, do Fundo Setorial do Audiovisual (“FSA”), que introduziu mecanismos de financiamento direto, não substituiu o modelo de incentivo fiscal, mas o complementou, garantindo que a Lei Rouanet permanecesse como parte integrante do panorama de financiamento do setor. O fato de o FSA ter complementado, e não substituído, os incentivos fiscais sublinha a importância duradoura dessa função dupla da Ancine.

A Ancine também é responsável pela coleta de dados de distribuidores e exibidores de filmes para monitorar o mercado cinematográfico, considerando essas informações como “primárias” devido aos sistemas de integração e submissão diária. A publicação de sua base de dados agregados, por meio do portal Observatório do Cinema e Audiovisual (“OCA”), é uma obrigação legal. Adicionalmente, os produtores de conteúdo audiovisual são legalmente obrigados a registrar seus filmes na Ancine para fins fiscais.

5.2. Lei do Incentivo à Cultura.

A Lei nº 8.313/1991, amplamente conhecida como Lei Rouanet, foi estabelecida com o propósito fundamental de instituir o Programa Nacional de Apoio à Cultura (“Pronac”), visando à captação e ao direcionamento de recursos para o setor cultural no Brasil. Sancionada em 23 de dezembro de 1991, a legislação consolidou-se como a principal política pública de incentivo à cultura no país desde então, acumulando 33 anos de existência e desempenhando papel crucial na democratização do acesso à cultura e na preservação das tradições nacionais.

5.2.1.Mecanismos de Fomento.

O Pronac opera por meio de três mecanismos de fomento distintos, conforme estabelecido pela legislação:

(i) Fundo Nacional da Cultura (“FNC”): Este fundo tem como finalidade captar e destinar recursos para projetos culturais que estejam em consonância com os objetivos do Pronac. O FNC busca especificamente estimular a distribuição regional equitativa dos recursos, favorecer projetos interestaduais, apoiar iniciativas que enfatizem o aperfeiçoamento profissional e artístico, contribuir para a preservação do patrimônio cultural e histórico e atender às necessidades da produção cultural e aos interesses da coletividade. É administrado pelo Ministério da Cultura (“MinC”) e pode conceder apoio tanto a fundo perdido quanto por meio de empréstimos reembolsáveis. Seus recursos provêm de diversas fontes, incluindo o Tesouro Nacional, doações, legados, subvenções, saldos não utilizados de projetos, devolução de recursos e percentuais da arrecadação de fundos de investimentos regionais e concursos de prognósticos e loterias federais.

(ii) Fundos de Investimento Cultural e Artístico (“Ficart”): A lei autoriza a criação de Ficart sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, para aplicação em projetos culturais e artísticos. São considerados projetos culturais e artísticos elegíveis: a produção comercial de instrumentos musicais, discos, vídeos, filmes e outras reproduções fonovideográficas; a produção comercial de espetáculos teatrais, de dança, música, canto, circo e atividades congêneres; a edição comercial de obras relativas às ciências, letras e artes; a construção, restauração, reparação ou equi-

pamento de salas e ambientes para atividades culturais de entidades com fins lucrativos; e outras atividades comerciais ou industriais de interesse cultural. Os rendimentos e ganhos de capital auferidos pelos Ficart são isentos de impostos sobre operações de crédito, câmbio e seguro, e de imposto sobre renda e proventos de qualquer natureza na fonte, mas os rendimentos distribuídos aos cotistas estão sujeitos à incidência do imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 25%.

(iii) Incentivo a Projetos Culturais (“Mecenato”): Este mecanismo faculta a pessoas físicas ou jurídicas a opção de aplicar parcelas do Imposto sobre a Renda devido a título de doações ou patrocínios para projetos culturais que tenham sido previamente aprovados pelo Ministério da Cultura. Os contribuintes podem deduzir do Imposto de Renda devido as quantias efetivamente gastas em projetos aprovados, dentro dos limites e condições estabelecidos pela legislação do Imposto de Renda.

A análise dos mecanismos de fomento da Lei Rouanet revela um desequilíbrio estrutural significativo. Embora a lei estabeleça três pilares – FNC, Ficart e Mecenato – a prática demonstra uma ênfase desproporcional no mecanismo do Mecenato. As descrições detalhadas de seu funcionamento, limites de dedução e benefícios para patrocinadores contrastam com a menor exploração dos detalhes operacionais e do impacto real do FNC e do Ficart na mobilização de recursos. Essa predominância do incentivo fiscal como canal de financiamento cultural transfere, inerentemente, o poder de formulação da política cultural do Estado para corporações e indivíduos privados, o que pode levar a questões de concentração de recursos. É lícito concluir que um sistema verdadeiramente plural de promoção cultural, conforme a intenção original do Pronac, não está sendo plenamente realizado.

A Lei Rouanet estabelece limites máximos de captação, que variam conforme o tipo de proponente: R\$ 500 mil para pessoas físicas, R\$ 1 milhão para microempresas e até R\$ 10 milhões para grandes empresas, com a possibilidade de extensão desses tetos em casos especiais, como a restauração de patrimônio histórico.

A Instrução Normativa MinC nº 23/2025 introduziu tetos de captação específicos e mais detalhados para diversos formatos audiovisuais, visando distribuição mais equitativa e direcionada dos recursos. Esse nível de detalhe sugere esforço para proporcionar maior clareza e previsibilidade aos proponentes, tornando o processo de inscrição mais transparente e, potencialmente, reduzindo os entraves burocráticos. Mais importante, reflete empenho estratégico para incentivar tipos específicos de produções audiovisuais que, de outra forma, poderiam ter dificuldade em obter financiamento dentro de categorias mais amplas.

5.2.2. Mudanças Recentes na Legislação (IN MinC nº 23/2025).

Publicada em 5 de fevereiro de 2025, a Instrução Normativa MinC nº 23/2025 introduziu alterações significativas com o objetivo de modernizar e desburocratizar os processos da Lei Rouanet. Essas mudanças representam uma resposta regulatória às críticas de longa data sobre a concentração de recursos e a busca por equidade.

As principais alterações já implementadas incluem, entre outras: (a) redução do prazo mínimo para submissão de propostas, de 60 para 30 dias antes do início da execução e (b) definição de novos limites de valores por projeto: R\$ 500 mil para pessoa física e R\$ 1,5 milhão para pessoa jurídica, com limites diferenciados para projetos especiais (até R\$ 6 milhões para leitura, inclusão, exposições, festivais e espetáculos com itinerância; até R\$ 15 milhões para festivais, bienais, feiras, teatro musical e ópera). Houve também a introdução de novos tetos de captação específicos para projetos audiovisuais, conforme detalhado na Seção 5.2.1.

O Ministério da Cultura tem atuado em colaboração com grandes empresas e estatais para, conforme afirma, promover a descentralização da aplicação de recursos, gerenciar editais específicos, estabelecer ações direcionadas a territórios historicamente menos favorecidos e implementar cotas e ações afirmativas. Assim, a nova Instrução Normativa busca não apenas facilitar a apresentação e aprovação de projetos, mas também assegurar que as iniciativas culturais respeitem princípios de acessibilidade e sustentabilidade, refletindo esforço contínuo de aprimoramento da lei.

5.3. Lei do Audiovisual.

À época de sua criação, em 1993, a Lei do Audiovisual surgiu como mecanismo simples de incentivo direto pelo contribuinte ao audiovisual brasileiro. A legislação, em complemento às previsões genéricas da Lei nº 8.313/91, lentamente retomou o incentivo público à cultura após o desmonte promovido pelo governo Fernando Collor (1990-1992) de alguns dos antigos instrumentos de fomento do cinema brasileiro, como parte do Programa Nacional de Desestatização (“PND”).

A Lei do Audiovisual é estruturada de forma que são claramente delimitados: (a) os sujeitos passíveis de benefício fiscal; (b) as produções que permitem tal benefício; (c) as modalidades e os limites dos aportes a ele atrelados; e (d) a coexistência das modalidades de fomento previstas com outros incentivos vigentes em lei.

Em bases simples, e conforme seu artigo 1º, a lei estabelece que, em razão de investimentos em produções brasileiras independentes, serão concedidas deduções fiscais limitadas no Imposto de Renda das pessoas físicas ou jurídicas que, por meio da aquisição de quotas representativas dos direitos de comercialização de tais produções, fomentarem o audiovisual brasileiro. A dedução poderá ser feita do Imposto de Renda de pessoas físicas ou de pessoas jurídi-

cas que optarem pelo regime de lucro real, seja este apurado anual ou mensalmente.

Como mencionado anteriormente, o benefício está restrito a produções nacionais e independentes, sendo estas a intersecção entre os conceitos definidos pela lei. Define-se obra cinematográfica e videofonográfica de produção independente como aquela cuja empresa produtora, detentora majoritária dos direitos patrimoniais sobre a obra, não tenha nenhuma associação ou vínculo, direto ou indireto, com empresas de serviços de radiodifusão de sons e imagens ou operadoras de comunicação eletrônica de massa por assinatura. Obra cinematográfica brasileira ou obra videofonográfica brasileira é aquela que atende aos requisitos de ser produzida por empresa produtora brasileira registrada na Ancine, ser dirigida por diretor brasileiro ou estrangeiro residente no país há mais de três anos, e utilizar para sua produção, no mínimo, 2/3 de artistas e técnicos brasileiros ou residentes no Brasil há mais de cinco anos.

5.3.1. Modalidades de Investimento.

Quanto às modalidades e limitações de investimento e benefícios previstos em lei, é possível dividi-los em quatro principais categorias. Para o presente trabalho, destacam-se principalmente os artigos 3º e 3-A. Tais artigos determinam que os contribuintes do Imposto de Renda incidente sobre a remessa de royalties ao exterior poderão se beneficiar de abatimento de 70% do imposto devido, desde que invistam em projetos aprovados pela Ancine. Os benefícios previstos nos artigos 3º e 3-A se destinam, respectivamente, aos contribuintes do Imposto de Renda incidente nos termos do artigo 13 do Decreto-Lei nº 1.089, de 1970 e do artigo 72 da Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996, quais sejam:

Art. 13. As importâncias pagas, creditadas, empregadas, remetidas ou entregues aos produto-

res, distribuidores ou intermediários no exterior, como rendimentos decorrentes da exploração de obras audiovisuais estrangeiras em todo o território nacional, ou por sua aquisição ou importação a preço fixo, ficam sujeitas ao imposto de 25% na fonte.

e

Art. 72. Estão sujeitas à incidência do imposto na fonte, à alíquota de quinze por cento, as importâncias pagas, creditadas, entregues, empregadas ou remetidas para o exterior pela aquisição ou pela remuneração, a qualquer título, de qualquer forma de direito, inclusive à transmissão, por meio de rádio ou televisão ou por qualquer outro meio, de quaisquer filmes ou eventos, mesmo os de competições desportivas das quais faça parte representação brasileira.

Mais do que o simples benefício, é fundamental salientar que este só será aplicável para (a) projetos de produção da obra cinematográfica brasileira de longa-metragem de caráter independente; e (b) coprodução de telefilme, minissérie ou obra cinematográfica brasileira.

5.3.1.1. Impacto na Estruturação Jurídica do Setor.

Desde sua implementação, a Lei do Audiovisual se mostrou importante instrumento para o subsídio do setor no país e para o incentivo de coproduções. Concomitantemente, e talvez de maneira acidental, moldou também a relação jurídica pela qual parcerias e investimentos na área são desenvolvidos no país, dando origem aos contratos de produção/coprodução, no lugar de onde tradicionalmente se optaria por sociedades limitadas ou de propósito específico

(considerando a opção feita em outros países como os Estados Unidos).

Sobre o impacto dessa escolha, Rodrigo Salinas elabora:

A novidade é que a lei do audiovisual de 1993 emprega o termo coprodução para significar a utilização pelo contribuinte estrangeiro do benefício fiscal. Em outras palavras, a ação de coproduzir, e não mais de aplicar, passa a ser o gatilho para o gozo do incentivo fiscal previsto no art. 3 da Lei do Audiovisual e, por conseguinte, o contrato de coprodução passa a ser o veículo para esse investimento. [...] A importância do emprego do conceito de coprodução, em contraposição ao conceito de aplicar ou simplesmente investir, advém de que [...] a coprodução é um arranjo contratual que resulta na divisão de direitos autorais do filme coproduzido entre os agentes econômicos que se associaram com o objetivo de realizar esse filme. Compartilhar direitos autorais implica, em tese, o exercício comum do controle sobre a comercialização da obra. Este traço distintivo é um dos elementos essenciais do contrato de coprodução.³⁸

Conclui-se, portanto, que a Lei do Audiovisual passou a empregar o termo coprodução como instituto jurídico destinado a ser o veículo para o financiamento da produção audiovisual, independentemente da utilização de acordo internacional de coprodução.

38 SALINAS, R. K. *Contrato de Coprodução Audiovisual: Uma Operação Econômica em Rede*, São Paulo, 2016.

5.4. Funcine.

Os Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional (“Funcine”) inserem-se no arcabouço de políticas públicas brasileiras voltadas ao fomento cultural, com a Lei nº 8.313/1991, conhecida como Lei Rouanet, atuando como seu pilar central. Em um cenário de crescente reconhecimento da economia criativa como motor de desenvolvimento, os Funcine emergem como instrumentos complementares e estratégicos para canalizar investimentos específicos para a indústria audiovisual.

Como elencado anteriormente, a Ancine assumiu papel central na gestão e regulação do setor audiovisual, atuando como mediadora e reguladora, facilitando o financiamento de projetos por meio de renúncias fiscais e incentivando a participação do setor privado. Essa função dupla de fomento e fiscalização posiciona a Ancine como agente crucial na conformação do mercado audiovisual, garantindo que os recursos sejam aplicados de forma a impulsionar a produção e a distribuição de conteúdo nacional.

Historicamente, o modelo de incentivo fiscal, embora eficaz na mobilização de capital, tem sido alvo de críticas quanto à concentração de recursos em grandes centros urbanos e em projetos de artistas já estabelecidos, muitas vezes impulsionada por interesses de marketing corporativo. Essa dinâmica, que delega a decisão sobre a alocação de recursos públicos à iniciativa privada, levanta questões sobre a efetiva democratização do acesso à cultura e a regionalização do fomento.

A necessidade de superar esses desafios impulsiona a busca por aprimoramentos contínuos nos instrumentos de política pública. Nesse contexto, a Ancine lançou consulta pública, aberta de 29 de abril a 12 de junho de 2025, com o objetivo de refinar a nova regulamentação dos Funcines. A proposta de Instrução Normativa busca tornar o mecanismo mais atraente, dinâmico e eficaz, alinhando-o às necessidades atuais do setor e do ambiente regulatório.

Entre as medidas propostas, destacam-se a supressão de limites de investimento, a extensão dos prazos de retorno financeiro, a eliminação de limites de recuperação prioritária e a possibilidade de financiamento integral para projetos de comercialização e distribuição. Adicionalmente, a consulta promove debate sobre a inclusão de projetos de jogos eletrônicos como elegíveis para o financiamento dos Funcines, em consonância com o reconhecimento formal desses jogos como obras audiovisuais pela Lei nº 14.852/2024.

As propostas em discussão sinalizam uma transição para um modelo de investimento mais estratégico e orientado para o mercado, com potencial para ampliar significativamente o alcance e o desempenho comercial das obras audiovisuais brasileiras. O foco no financiamento da distribuição é particularmente relevante, dado que estudos indicam retorno financeiro superior quando o subsídio é direcionado a essa etapa da cadeia de valor. Ao modernizar os mecanismos de financiamento e expandir o escopo para novas mídias, como os jogos eletrônicos, a Ancine busca não apenas impulsionar a produção cultural, mas também fortalecer a economia criativa, gerar empregos qualificados e promover a inovação tecnológica no país.

6. Contratos de Coprodução.

Ao longo do tempo, a opção brasileira pela formalização de acordos de coprodução decorreu de uma combinação estratégica de elementos econômicos, culturais e políticos. Longe de ser acidental, tal medida representou uma solução deliberada para as demandas e os obstáculos enfrentados na edificação de um setor audiovisual doméstico sólido e capaz de competir globalmente, muito embora tal opção tenha em muitos aspectos afastado o Brasil das melhores práticas contratuais utilizadas no setor ao redor do mundo. Os contratos de coprodução se tornaram o instrumento basilar do entretenimento, em grande parte, por serem moldados conforme os termos das leis de incentivo.

Antes de nos debruçarmos sobre a análise dos contratos de coprodução em si, é necessário melhor compreender seu objeto.

A coprodução pode ser definida como um meio de financiamento compartilhado para a produção de obras audiovisuais e, nesta perspectiva, um instrumento para diluição do risco de todos os participantes.³⁹ Nesta relação, cada parte se compromete a contribuir financeira, artística ou tecnicamente para a produção em troca de proveito proporcional das eventuais receitas. A coprodução pode ter as mais variadas configurações, seja no que diz respeito aos aportes financeiros realizados ou, ainda, à distribuição das decisões criativas e do poder decisório.

Como instrumento de diluição de risco e compartilhamento de custos, a coprodução ganha popularidade na Europa como resposta ao crescimento vertiginoso das produções de Hollywood. Países como França, Espanha, Alemanha e Itália passaram a se unir através de acordos de coprodução⁴⁰ em uma tentativa de frear o avanço dos produtos americanos em seu território. Sobre a lógica da adoção do modelo de coprodução, Salinas elabora:

A decisão de adotar coproduções oficiais como um meio de financiamento para a produção audiovisual é decorrente de uma estratégia financeira e comercial, estratégia esta que é importantíssima para um empreendimento de alto risco. Com efeito, para além de permitir a diversifica-

39 GIVEN, David. Film Co-Production: The Producer's Perspective. *The Journal of Arts Management, Law, and Society*, [S. l.], v. 25, n. 4. p. 306-319, 1996.

40 Acordos de coprodução são acordos internacionais, bi ou multilaterais, que estimulam a colaboração entre países para o desenvolvimento de produções audiovisuais através de (i) subsídios às produções ou (ii) limitação à importação ou à exibição de conteúdos estrangeiros nas redes de exibição domésticas, cinemas e televisão. Os acordos pressupõem a associação de produtoras audiovisuais de múltiplos países para desenvolvimento conjunto da obra, sendo neles delimitadas as obrigações de colaboração, comercialização e partilha dos resultados e a distribuição dos direitos autorais sobre a obra. SALINAS, R. K. *Contrato de Coprodução Audiovisual: Uma Operação Econômica em Rede*. São Paulo: [S.l.], 2016.

ção de fontes de financiamento para um mesmo projeto, as coproduções permitem o acesso a financiamentos generosos, pois ocorrem via subsídios não retornáveis ou, caso retornáveis, em condições vantajosas em relação àquelas do mercado bancário tradicional. Além disso, por resultarem na nacionalização das obras resultantes, uma das consequências mais diretas das coproduções oficiais é ampliar o potencial de vendas de uma obra, pois ela poderá cumprir os requisitos das quotas de conteúdo nacional, ou de conteúdo nacional e independente, que são comuns em diversos países.

A adoção do modelo de coprodução permitiu que o continente europeu competisse de maneira mais próxima com a escala dos filmes norte-americanos, seja em decorrência dos orçamentos maiores ou do trânsito de grandes estrelas de cinema europeias em produções de diversos países.

No Brasil, como apontado anteriormente, a própria legislação, por meio da Lei do Audiovisual, se apropria do termo para designar “quaisquer arranjos contratuais de cofinanciamento ou mesmo de compartilhamento de produção de uma obra audiovisual” (SALINAS, 2016. p. 25).⁴¹ Entretanto, em momento algum a legislação se preocupa em delimitar a forma jurídica de dita relação, pelo menos não inicialmente. Atualmente, a forma dos contratos de coprodução é prevista em instrumentos normativos infralegais publicados pela Ancine, inclusive para obtenção de benefício fiscal. A Medida Provisória nº 2.228-1/2001 e a Lei do Audiovisual estabelecem as bases para a definição de obra brasileira e os requisitos de participação nacional. A Instrução Normativa Ancine nº 106/2012, por exemplo, detalha os elementos contratuais obrigatórios, a divisão de direitos patrimoniais

41 SALINAS, R. K. *Contrato de Coprodução Audiovisual: Uma Operação Econômica em Rede*. São Paulo: [S.l.], 2016. p. 25.

e receitas, e as exigências para que coproduções internacionais sejam reconhecidas para fins da arrecadação de benefícios fiscais.

Em sua configuração atual, a coprodução no Brasil consiste na concatenação⁴² de três negócios jurídicos: (i) a coprodução em si; (ii) a licença para exibição; e (iii) a distribuição comercial dos direitos autorais sobre a obra produzida. Nestes negócios jurídicos estão contidos os esforços técnicos, financeiros e criativos de diversas partes e o emaranhado de direitos autorais que serão originados a partir da obra final.

Dada a complexidade da coprodução, embora esta esteja contida em um ou alguns contratos de coprodução centrais, a produção como um todo será composta por uma rede de contratos relacionados que regulam os direitos e as obrigações dos múltiplos agentes econômicos envolvidos no empreendimento.

Nesta perspectiva, argumentamos que o financiamento à produção audiovisual pode ser analisado como uma atividade que se estrutura juridicamente por meio de uma rede de contratos coligados, rede esta que é integrada por vários agentes econômicos que cooperam intensamente entre si para alcançar um fim comum, que é a produção e exibição de uma obra audiovisual, e então repartir os seus benefícios. É inerente a tal rede contratual um paradoxo, pois os agentes econômicos integrantes da rede devem cooperar entre si para alcançarem a maior vantagem possível

42 Conforme destaca Rodrigo Salinas, é importante observar que tal concatenação só se faz possível “pelo fato de que as programadoras estrangeiras são, também, donas de canais de televisão por assinatura comercializados no Brasil, como, por exemplo, a ESPN, a Fox, a Turner ou a HBO. Os canais programados por essas programadoras demandam conteúdo para exibir. Assim, tornou-se um atrativo unir as três pontas do negócio, isto é, produzir conteúdo com dinheiro de imposto e aproveitar esse conteúdo para preencher a grade de programação de canais próprios e, ainda, controlar a sua comercialização no mercado”. SALINAS, R. K. *Contrato de Coprodução Audiovisual: Uma Operação Econômica em Rede*. São Paulo: [S.l.], 2016. p. 42.

para si próprios, ou seja, a melhor vantagem para si depende da melhor vantagem para a rede.⁴³

Ao tratar da complexidade das redes contratuais, Rodrigo Salinas (2016) aponta que nestas as obrigações se relacionam de forma cooperativa e interdependente, o que cria responsabilidade entre as partes de um mesmo contrato, mas também, implicitamente, entre partes de contratos em rede.

Como ponto central da rede contratual, o contrato de coprodução dispõe sobre o controle da obra, por meio da cotitularidade dos direitos autorais patrimoniais e morais desta. Tais direitos facultam ao seu detentor a tomada de decisões quanto a comercialização e distribuição do produto final.

Em sua integridade, o contrato de coprodução da obra deverá dispor sobre (i) o nível de participação e envolvimento de cada parte no processo de produção; (ii) os proventos econômicos de sua comercialização; (iii) a divisão dos direitos autorais e/ou sua cotitularidade; e (iv) a alocação do poder decisório.

Conforme apontado anteriormente, é importante elencar que raramente o contrato de coprodução é uno, ou seja, uma mesma produção costuma ser contratada por meio de arranjos contratuais *sequenciais e sucessivos*, podendo estar voltados ao financiamento ou à realização da produção.

Para além dos contratos de coprodução, a obra audiovisual pode ser financiada por meio de contrato de investimento ou mútuo, licença ou locação de exibição, distribuição ou, ainda, parceria.

Aqui é importante reforçar que todas as modalidades de financiamento e relações compreendidas na rede contratual supra descrita visam uma única operação econômica: a produção do filme. Entretanto, a configuração jurídica pela qual a coprodução toma forma tem alguns poréns:

43 SALINAS, R. K. *Contrato de Coprodução Audiovisual: Uma Operação Econômica em Rede*. São Paulo: [S.l.], 2016. p. 71.

Contudo, a existência de uma única operação econômica subjacente a numerosos contratos, bilaterais ou multilaterais, reunindo agentes imbuídos do mesmo objetivo econômico, que atuam de forma interdependente e cooperada entre si, *não elimina o fato de que esses agentes terão os seus próprios interesses, sendo que esses interesses nem sempre serão coincidentes*. Daí decorre o paradoxo entre competir e cooperar, pois o ganho para todos é a fortuna de cada um individualmente. Veja-se, por exemplo, a hipótese do produtor que participará do resultado econômico do filme no mundo todo e o distribuidor que adquire direitos de distribuição apenas para o território especificado no contrato: esses agentes, possivelmente, terão opiniões divergentes sobre, por exemplo, a participação de um artista estrangeiro como ator do filme, já que o distribuidor estará mais preocupado com o seu próprio mercado e com a entrega rápida do filme, ao passo que o produtor tenderá a se preocupar com o desempenho do filme no maior número possível de países e, para isso, a presença de um artista conhecido no exterior tende a ser importante. (SALINAS, 2019. p. 100)

A complexidade da rede contratual criada pelo modelo de coprodução pode nos fazer questionar se os contratos que a tipificam são, efetivamente, o meio mais adequado para tanto. Ao retornarmos ao conceito de contratos incompletos, em um primeiro plano, a existência de obrigações e agentes interdependentes cujos interesses e opiniões excedem os limites do contrato de coprodução cria alto grau de *moral hazard*. Em um segundo plano, por ser uma atividade criativa, o simples objeto contratual possui alto grau de imprevisibilidade e, portanto, é particularmente moroso para ser contingenciado, aumentando o grau de incompletude do contrato (tanto que a materialização dos “e se’s” de uma produção audiovisual não costuma fazer parte dos contratos de produção).

A legislação brasileira desempenha papel determinante na forma e no conteúdo dos contratos de coprodução audiovisual, indo muito além de ser mero arcabouço legal. Por meio da Medida Provisória nº 2.228-1/2001, da Lei do Audiovisual e, principalmente, das Instruções Normativas e Deliberações da Ancine, são estabelecidos critérios rigorosos para a definição de obra brasileira, a participação de profissionais nacionais, a titularidade de direitos patrimoniais e a divisão de receitas. A conformidade com essas exigências é crucial para o acesso a mecanismos de fomento como a Lei Rouanet e os Funcines, que, por sua vez, impõem limites orçamentários e condições específicas que devem ser refletidas contratualmente. A complexidade e a constante evolução desse ambiente normativo ressaltam a indispensabilidade de assessoria jurídica especializada para a estruturação de contratos que garantam a segurança jurídica, a viabilidade econômica e o reconhecimento oficial das coproduções no cenário audiovisual brasileiro.

7. Securitização no Audiovisual.

Uma vez apresentados todos os conceitos essenciais ao presente artigo, resta solucionar sua pergunta central: Como mitigar a incompletude inerente dos contratos de coprodução sem alterar sua forma?

A complexidade intrínseca ao setor audiovisual brasileiro, com seus ciclos de produção longos e a alta dose de imprevisibilidade inerente à natureza criativa, frequentemente resulta em um cenário de contratos que não podem antecipar todas as eventualidades futuras. Ao deixar lacunas e pontos de incerteza, essa incompletude contratual eleva os riscos para investidores e dificulta a atração de capital, uma vez que as expectativas de controle e as garantias de retorno se tornam menos nítidas. Nesse contexto, a securitização de ativos emerge como ferramenta financeira estratégica capaz de reconfigurar a dinâmica de investimento.

Ao transformar fluxos de recebíveis futuros — como direitos de exibição ou incentivos fiscais aprovados — em títulos negociáveis

no mercado de capitais, a securitização oferece um caminho para converter ativos de difícil precificação em instrumentos padronizados. Este processo não só confere maior liquidez aos investimentos, mas também permite que o risco seja distribuído entre múltiplos participantes, diluindo a exposição individual e, assim, tornando o setor mais atraente para diversas fontes de capital que, de outra forma, hesitariam em ingressar neste mercado.

8. Incompletude, Redes Contratuais e a Securitização.

Como elencado nos capítulos anteriores, a atividade criativa é inerentemente arriscada, o que implica, basicamente, em dois aspectos: (i) o alto grau de subjetividade do produto final incita precificação igualmente subjetiva e, portanto, até certo ponto, imprevisível; e (ii) sua formalização em contratos complexos está fadada a alto grau de incompletude, dada, principalmente, a existência do *moral hazard* entre as partes.

Entretanto, como demonstrado pelo exemplo dos *Bowie Bonds*, existem casos e casos no que diz respeito ao risco atrelado aos variados ativos do audiovisual. Um contrato de coprodução de um filme independente, com poucos recursos e alto grau de informalidade, possui risco altíssimo. Por outro lado, um contrato de licenciamento de imagem de personagens de uma grande franquia tem retorno quase líquido e certo.

Nesse sentido, o contrato de coprodução *à brasileira* pode parecer apenas mais uma jaboticaba que desnecessariamente incorre em mais risco para as partes contratadas. Porém, ao destrinchá-lo sob a ótica de *rede contratual* estabelecida por Rodrigo Salinas, ele se revela um candidato excelente para a securitização.

Neste ponto, é válida uma breve digressão reiterando os ativos audiovisuais previstos pela RCVm nº 06/2020 como sendo passíveis de securitização, na forma de Certificados de Investimento Audiovi-

sual (“CAV”), a saber: os “direitos de comercialização de obras e projetos específicos da área audiovisual cinematográfica brasileira de produção independente, bem como os de exibição, distribuição e infraestrutura técnica, apresentados por empresa brasileira de capital nacional” (CVM, 2020). O objeto da resolução trata exatamente do rol de contratos e ativos que compõem a rede contratual que distingue o contrato de coprodução.

Essa flexibilização regulatória permite que empresas do setor audiovisual securitizem seus fluxos de receita futuros, de forma similar aos *Bowie Bonds*. Produtoras, distribuidoras e exibidoras podem, por exemplo, empacotar e vender os direitos sobre receitas de licenciamento de filmes e séries para plataformas de *streaming*, direitos de distribuição em diferentes janelas (cinema, TV, *home video*), ou até mesmo royalties de trilhas sonoras e produtos derivados. Ao transformar esses ativos ilíquidos em títulos negociáveis, as empresas audiovisuais obtêm capital imediato, o que é crucial para o fluxo de caixa e a viabilização de novos projetos.

As oportunidades geradas são multifacetadas. A securitização oferece uma alternativa ao financiamento bancário tradicional, que muitas vezes impõe condições restritivas e altas taxas de juros, permitindo que as empresas acessem diretamente os mercados de capitais. Isso diversifica as fontes de capital, amplia a base de investidores (incluindo investidores globais que buscam diversificação e estabilidade em seus portfólios) e pode resultar em custos de captação mais competitivos. Para o setor audiovisual, significaria maior autonomia financeira, capacidade de investir em produções de maior porte e em infraestrutura (como inovação tecnológica e acessibilidade) e possibilidade de acelerar a expansão e o crescimento, impulsionando a economia criativa no país de forma mais robusta e sustentável.

Mas por que a natureza de rede contratual torna o contrato de coprodução um bom candidato para a securitização? Aqui, retornamos para o exemplo da indústria farmacêutica. Em atividades de alto risco, é muito mais interessante lastrear o *security* a ser comercializa-

do com uma mistura de ativos diversos. Para diluir o risco, mostra-se fundamental a prerrogativa de agrupar obrigações de curto, médio e longo prazos e risco igualmente variável.

Dentre todos os segmentos da cadeia, isto é, produção, distribuição e consumo, o segmento de produção é aquele que exige o maior volume de capital e, justamente, aquele que concentra o maior risco para o investidor. (SALINAS, 2019. p. 77)

Correndo o risco de incorrer em repetições, já deve ter ficado claro até aqui que, por mais que os contratos de coprodução sejam uma pérola particular, estes não devem de forma alguma ser indiscriminadamente condenados. Como mencionado anteriormente, está fora do escopo do presente artigo propor quaisquer alterações em matéria de forma. Todavia, é necessário enfrentar de algum modo seu alto grau de incompletude.

Como proposto ao final do Capítulo 4, é possível aproximar o investidor e o artista do *pareto optimum* através da redefinição do objeto de sua relação. Cria-se por meio da securitização uma nova ordem de investidores cuja relação com a produtora/artista se restringe ao aporte de capital via aquisição de certificados de recebíveis com retorno pré-fixado. Nessa nova relação, não há que se falar em interesses supervenientes ou conflitantes entre as partes. Como a securitização aparta o retorno do investimento do controle decisório sobre a produção audiovisual, em momento algum o investidor se sente compelido a se sobrepor aos interesses artísticos da produção – até porque, dada a natureza dos certificados de recebíveis, isso jamais será uma possibilidade.

Dessa forma, a securitização não só propõe uma via mais barata de acesso ao crédito (dada a desintermediação inerente à operação), como também resolve parte das ineficiências contidas na incompletude dos contratos de coprodução.

Dada a nova era do entretenimento, pautada pelos serviços de *streamings* e pelos avanços da legislação brasileira, tal conclusão nunca foi mais oportuna.

Do lado do arcabouço legal, com o Marco Legal da Securitização e a RCVM nº 06/2020 amplia-se a segurança jurídica e abrem-se novas perspectivas para efetiva disseminação e aceitação dos *securities* no mercado.

Do lado dos *streamings*, embora haja pouca transparência quanto ao modelo de remuneração adotado pelas principais plataformas,⁴⁴ os *residuals* derivados de determinados títulos podem constituir candidatos perfeitos para diluir os riscos de outros ativos e impulsionar o desenvolvimento de projetos autorais mais arriscados.

Conclusão.

O presente artigo buscou analisar a relação entre a teoria dos contratos incompletos e o setor audiovisual brasileiro, investigando o possível uso da securitização de ativos como mecanismo de mitigação de riscos e atração de investimentos. Ao longo deste estudo, evidenciou-se que a natureza inerentemente incerta e a alta especificidade dos investimentos na produção audiovisual, conforme abordado pela teoria dos contratos incompletos, geram lacunas contratuais significativas. Se não endereçadas, essas lacunas podem desincentivar o investimento e a inovação em um setor vital para auxiliar o desenvolvimento ulterior da economia e da cultura nacional.

Constatou-se que a securitização de recebíveis do audiovisual — como direitos de exibição, receitas de licenciamento e incentivos fiscais — emerge como ferramenta financeira promissora para transformar ativos ilíquidos em títulos negociáveis. Essa conversão confere

⁴⁴ BOYLE, A. *This year's upfront results showcase Netflix's lack of transparency*. AdExchanger. 2024.

maior liquidez e previsibilidade aos fluxos de caixa futuros, elementos cruciais para um setor que historicamente enfrenta desafios de financiamento. Verificou-se que, ao permitir a antecipação de receitas e a diluição de riscos entre múltiplos investidores, a securitização não só melhora a estrutura de capital das produções audiovisuais, mas também tem condições de expandir o universo de potenciais financiadores para além dos tradicionais.

Ademais, a análise demonstrou que, ao estruturar as garantias e o fluxo de pagamento de forma mais robusta, a securitização pode de fato preencher algumas das lacunas deixadas pelos contratos incompletos, oferecendo maior segurança jurídica e econômica aos envolvidos. Contudo, é fundamental que a regulamentação e as práticas de mercado garantam a transparência e a solidez dessas operações, evitando a criação de novas assimetrias de informação ou riscos sistêmicos.

A aplicação da securitização de ativos no audiovisual brasileiro representa um caminho viável para enfrentar os desafios impostos pela incompletude contratual, estimulando o crescimento e a sustentabilidade do setor. Recomenda-se, portanto, um aprofundamento das discussões sobre modelos de securitização adaptados às particularidades do audiovisual brasileiro, bem como a contínua evolução do arcabouço regulatório para otimizar os benefícios dessa ferramenta financeira. Os achados desta pesquisa reforçam a necessidade de abordagens inovadoras que conciliem as especificidades do mercado audiovisual com as melhores práticas de gestão de riscos e investimento.