



**UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ**  
**FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE**  
**CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS**

**BEATRIZ VARELA FERNANDES**

**Análise dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios como uma  
Alternativa de financiamento**

**FORTALEZA**

**2022**

BEATRIZ VARELA FERNANDES

Análise dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios como uma alternativa de  
financiamento

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao Curso de Graduação em  
Ciências Econômicas da Universidade  
Federal do Ceará, como requisito parcial à  
obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas

Orientador: Prof. Dr. Sylvio Antônio  
Kappes.

FORTALEZA

2022

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação  
Universidade Federal do Ceará  
Sistema de Bibliotecas

Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

---

F398a Fernandes, Beatriz Varela.

Análise dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios como uma alternativa de financiamento / Beatriz Varela Fernandes. – 2022.  
54 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de Ciências Econômicas, Fortaleza, 2022.

Orientação: Prof. Dr. Sylvio Antônio Kappes .

1. Fundo de Investimentos. 2. Securitização. 3. FIDC. 4. Renda Fixa. 5. Financiamento. I. Título.

---

CDD 330

BEATRIZ VARELA FERNANDES

Análise dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios como uma alternativa de  
financiamento

Trabalho de Conclusão de Curso  
apresentado ao Curso de Graduação em  
Ciências Econômicas da Universidade  
Federal do Ceará, como requisito parcial à  
obtenção do título de Bacharel em Ciências  
Econômicas

Aprovada em: 14/12/2022.

BANCA EXAMINADORA

---

Prof. Dr. Sylvio Antônio Kappes (Orientador)  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Prof. Dr. Glauber Nojosa  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

---

Prof. Me. Thais Gabriela Veras Gama  
Universidade Federal do Ceará (UFC)

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente, quero agradecer ao meu melhor amigo e meu irmão Bruno, que foi meu porto seguro durante a minha trajetória e me ajudou a achar equilíbrio nos momentos que mais precisei, sem seu suporte emocional não conseguiria ter chegado até aqui.

Aos meus pais quero reconhecer toda ajuda que me deram para diminuir meu cansaço e a torcida que fizeram em cada conquista. A minha família quero agradecer por todos os momentos que estiveram comigo e nunca me permitiram experimentar a solidão.

Gostaria de registrar minha gratidão aos meus amigos Izabella, Eduardo, Mario e Rodrigo por terem me acompanhado na jornada de virar adulta com os conselhos e os momentos de acolhimento.

Para meus amigos da Economia e da SOMA, quero celebrar toda ajuda diária na luta pelo diploma e na busca de me encontrar como economista.

Aos meus amigos Livia e Dimitri, deixo minha gratidão por terem me acompanhado desde o primeiro semestre e terem sido meus companheiros dentro e fora da FEAAC, principalmente me ajudando a encontrar minha paixão pela ciência econômica.

Quero registrar meus agradecimentos aos parceiros da Solis, serei eternamente grata por terem acreditado em mim e todo o tempo investido na minha formação como profissional.

Gostaria de agradecer ao meu orientador Sylvio, juntamente de Glauber Nojosa e Thais Veras, por terem separado tempo para participar do último capítulo na minha formação como economista.

## RESUMO

Este presente trabalho buscou compreender como o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios pode ser uma alternativa de financiamento, em meio a um cenário onde o mercado de crédito prevalece. Além disso, nesse contexto, observa-se uma ineficiência do sistema financeiro devido aos empréstimos terem alto custo e pela restrição, principalmente em momentos de incerteza. A justificativa para essa pesquisa é buscar uma opção fora do sistema bancário para as empresas. A metodologia usada foi de natureza empírica, baseada em artigos, dissertações, monografias, apostilas disponibilizadas por entidades do mercado financeiro e Instruções que regem as regras dos FIDCs. Com a pesquisa, foi possível concluir que o FIDC torna-se uma opção desejável para as empresas alcançarem a liquidez sem aumentar seu nível de endividamento e ainda se apresenta como uma alternativa de investimento em Renda Fixa, uma vez que sua estrutura busca mitigar as possíveis perdas além de apresentar-se como uma escolha atrativa dada a versatilidade dos FIDCs em combinar rentabilidade e riscos. Ademais, o cenário atual desse Fundo apresenta tendência de crescimento, tendo sofrido retração com a pandemia do covid-19, mas com recuperação de Patrimônio Líquido no ano seguinte.

**Palavras-chave:** Fundo de Investimentos; Securitização; FIDC; Renda Fixa; Financiamento.

## **ABSTRACT**

This paper search to understand how the Credit Rights Investment Fund can be a financing alternative in a situation a scenario where the credit market prevails. Moreover, in this context, an inefficiency of the financial system is observed due to the high cost of loans and the restriction, especially in times of uncertainty. The methodology used was empirical in nature, based on articles, dissertations, monographs, handouts provided by financial market entities and instructions governing the rules of the FIDCs. With the research, it was possible to conclude that the FIDC makes it a desirable option for companies to reach liquidity without increasing their indebtedness and still presents as a fixed income investment alternative, since its structure seeks to mitigate possible losses besides presenting as an attractive choice given the versatility of FIDCs to combine profitability and risks. In addition, the current scenario of this fund has a growth tendency, having been retraction with the pandemic, but with the recovery of equity the following year.

**Keywords:** Investment Fund; Securitization; FIDC; Fixed income; Financing.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1- Fluxo de uma Formação de Direito Creditório

Figura 2- Fluxo com a venda de direito creditório para um FIDC

Figura 3- Relação dos Agentes com o fundo

Figura 4- Estrutura da subordinação das cotas de um FIDC

Figura 5 - Estrutura dos Prestadores de Serviços

Figura 6- Patrimônio Líquido de Emissão de cotas de FIDC entre 2017 a 2021

Figura 7- Patrimônio Líquido de Emissão de cotas por tipo de condomínio entre 2017 a 2021



## **LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 - Tributação em Fundo Aberto de Longo Prazo

Tabela 2 - Tributação em Fundo Aberto de Curto Prazo

## SUMÁRIO

<b>1.INTRODUÇÃO.....</b>	<b>10</b>
1.1 Objetivo geral.....	11
1.2 Objetivos específicos.....	12
<b>2. METODOLOGIA.....</b>	<b>13</b>
<b>3. REVISÃO DE LITERATURA.....</b>	<b>14</b>
3.1 Mercado de Crédito.....	14
3.2 Intermediação Financeira.....	16
3.3 Securitização.....	17
<b>4. FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO.....</b>	<b>20</b>
4.1 Estrutura de um FIDC.....	26
4.2 Funcionamento do Fundo.....	31
4.3 Prestadores de serviços de um FIDC.....	35
4.4 Fatores de Riscos.....	39
4.5 Cenário Atual.....	42
<b>5. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>45</b>
<b>6. REFERÊNCIAS.....</b>	<b>47</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Devido ao Plano Real e à estabilização da inflação, o mercado de crédito conseguiu um cenário adequado para começar a se desenvolver. A importância desse setor para a economia está no crédito ser um fator essencial para o desenvolvimento, uma vez que é um elemento importante para proporcionar inovações que dinamizam o ciclo econômico (IVO *et al.*, 2016). No caso brasileiro, há uma forte participação do setor bancário nesse segmento, contudo essas operações de crédito tem um alto custo, prazos curtos e são escassos (MACHADO, 2013).

A fonte tradicional de financiamento, no Brasil, se tornou a bancária, a qual teve seu crescimento ligado à busca de intermediação financeira, devido às falhas de mercado, principalmente pelas informações assimétricas, que, como definido por Pindyck e Rubinfeld (2013, p.649) “é a situação na qual o comprador e o vendedor possuem informações diferentes sobre uma transação”, ora, os fornecedores de crédito buscam um agente para que consigam selecionar os clientes e diminuir seus riscos. Contudo, o crédito no Brasil tem um custo alto, mesmo em operações mais simples, como o crédito consignado, justificado pelo uso elevado de vias bancárias (IVO *et al.*, 2016).

Ademais, outra característica do mercado de crédito é a volatilidade, pois é natural que os agentes se adaptem às mudanças decorrentes da taxa de juros, do valor do câmbio e outros. Para uma visão keynesiana, uma forma de buscar amenizar a predisposição pró-cíclica do crédito, é o governo atuando seguindo uma tendência oposta, a fim de manter o financiamento das empresas em crises econômicas (SANT'ANNA; BORÇA JÚNIOR; ARAÚJO, 2009). Todavia, o presente trabalho irá abordar uma alternativa dentro do sistema financeiro, pois a descentralização dos mercados leva a uma maior competição, que visa gerar maximização da utilidade dos indivíduos.

É importante ressaltar que o sistema financeiro é complexo e está em evolução, tendo seus mercados divididos em Monetário, Cambial, Capitais e de Crédito, este último são operações feitas por instituições financeiras, o qual foi abordado acima. Desse modo, o trabalho visa abordar outro mercado, o de capitais,

o qual se torna uma alternativa para as operações tradicionais bancárias. (PRESENTE, 2018).

Segundo Carvalho (2015), o mercado de capitais para as empresas se apresenta como uma possibilidade de se obter um financiamento com menor custo, e com melhor prazo, além de que no momento da emissão de valores mobiliários, o importante é o rating da carteira de recebíveis, e não a sua situação financeira.

Ao analisar o mercado de capitais, os fundos de investimentos, que são “mecanismos organizados com a finalidade de captar e investir recursos nos mercados financeiros e de capitais” CVM (2014, p.8), tem-se que incorporado a estes, opções de ofertas para captar recursos de múltiplas categorias, por exemplo, os Fundos de Investimento em Direito Creditório (FIDC), os Fundos de Investimento em Participação (FIP) e os Fundos Mútuos de Investimentos em Empresas Emergentes (FMIEE). (CVM, 2014).

Segundo Machado (2013), os FIDCs são fundos que têm em sua carteira, no mínimo, 50% em direitos creditórios e será o objeto de estudo para esse trabalho.

Desse modo, a justificativa para esse trabalho surge da necessidade de entender como se estruturam e as características dos Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, visando apresentar uma possibilidade de investimento e captação de recursos fora do Sistema bancário tradicional brasileiro, inclusive para pequenos e médios sacados.

Esta pesquisa é de natureza empírica, com caráter descritivo, baseada em documentos disponibilizados pela CVM e ANBIMA. Para este trabalho também será utilizado o regulamento dos fundos Tradepay, OXSS e L'arca, visando analisar as principais regras e as informações que os investidores têm acesso. O procedimento adotado para análise do cenário atual foi o levantamento de dados disponíveis no site da Uqbar, através do anuário de FIDCs.

Este presente trabalho está organizado em cinco seções, a primeira é a introdução, a qual busca trazer uma contextualização da problemática abordada, explicando os aspectos gerais da pesquisa. Em segundo momento, vem a metodologia que descreve as principais fontes de pesquisa usadas e os métodos de levantamento de dados.

Logo em seguida, foi abordado uma Revisão de Literatura, a qual foi dividida em três seções, sendo elas: Mercado de crédito, Intermediação Financeira e Securitização. Nesse segmento, foram expostos os trabalhos de outros autores relacionados a esses temas, visando trazer as principais características apontadas.

Após isso, vem o capítulo Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, o qual se apresenta como o desenvolvimento dessa monografia, esse capítulo foi dividido nos seguintes tópicos: Estrutura de um FIDC, Funcionamento do Fundo, Prestadores de serviços de um FIDC, Fatores de Riscos e Cenário Atual. Nesse momento, são elencadas as principais características desse fundo e uma caracterização de como se apresentam aos investidores. Por último, se organizam as considerações finais, trazendo os resultados da análise abordada.

### **1.1 Objetivo geral**

- Averiguar se os FIDCs são uma opção viável para financiamento de empresas brasileiras.

### **1.2 Objetivos específicos**

- Analisar a formação das Securitizações dentro do Mercado de Capitais no Brasil.
- Levantar a Estrutura desse tipo de Fundo de Investimento.
- Entender a organização do Mercado de Crédito

## **2. METODOLOGIA**

Este trabalho tem natureza empírica, com caráter descritivo do funcionamento dos FIDCs no cenário brasileiro inserido, baseado em uma análise documental e bibliográfica, com o uso de Instruções Normativas, monografias, teses de mestrado, artigos e apostilas disponíveis pela ANBIMA.

Foram usados dados secundários por meio de análises de documentos disponibilizados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e ANBIMA, para entender como se estrutura este tipo de fundo. Além do uso de regulamentos dos Fundos: OXSS, TradePAY e L'arca, para entender a estrutura apresentada para os investidores.

Para uma melhor compreensão do contexto do mercado atual foi utilizado o Anuário de FIDC disponibilizado pela Uqbar, o qual levanta os dados mais atualizados.

### 3. REVISÃO DE LITERATURA

Para um agente deficitário conseguir captar recursos de agentes superavitários, é preciso que haja uma estrutura que permita esse fluxo, uma vez que essas transações impactam diretamente a expectativa sobre o consumo e a decisão de investimento, desse modo à medida que essas transações aumentavam, foi se formando o Sistema Financeiro Nacional. Além de que a utilização desses recursos podem maximizar as utilidades dos agentes, de modo que a produtividade em nível macro seria aumentada, junto da eficiência do sistema e do bem-estar da sociedade. (PRESENTE, 2019)

Como explica Silva (2019, p. 11), é possível entender a estrutura do Sistema Financeiro Nacional:

“Esse sistema financeiro envolve um aparato de instituições e instrumentos financeiros. Por meio desses mecanismos é possível haver a interação entre ofertadores e tomadores de recursos finais, havendo um intercâmbio de títulos e valores mobiliários que possuem liquidez no mercado.”

Ademais, Sant'Anna, Borça Júnior e Araújo (2005), afirmam que em países em que o mercado de crédito e de capitais são pouco desenvolvidos, o investimento fica limitado ao autofinanciamento das empresas, da disponibilidade do governo e a da participação do comércio exterior.

#### 3.1 Mercado de Crédito

Luft e Zilli (2013, p. 153), defendem que “o crédito pode ser entendido como um recurso destinado ao financiamento de agentes deficitários na economia, tendo um juro atrelado como contrapartida pelo seu uso.”.

Para análise do mercado de crédito, é de suma importância entender que este não segue a linha de competição perfeita, em que a oferta e demanda se ajustam, uma vez que existe a problemática da incerteza. Desse modo, quanto mais instável o ambiente, maior é a tendência de as instituições bancárias buscarem liquidez, e assim, limitarem a concessão de crédito (MAIA, 2009).

A preferência por liquidez é explicada por Carvalho (2015), o qual afirma que é decorrente da moeda ser vista como um ativo financeiro, que tem sua própria

demanda e é o bem com maior liquidez. Assim, em momentos de incerteza, os agentes irão preferir reter moeda para se protegerem em um período futuro.

Para entender melhor a relação da taxa de juros e o seu impacto no crédito, não se limitando a ser o custo do empréstimo, Maia (2009, pg.9) aponta que:

“Na presença de assimetrias de informação, o comportamento maximizador dos agentes pode levá-los a equilíbrios com racionamento de crédito, posto que a taxa de juros, além de não exercer o papel de equilibrar o mercado também gera efeitos adversos de seleção e incentivo”.

Ademais, Carvalho (2015) explica como as falhas de mercado também causam impacto, pois a assimetria de informações junto com a preferência por liquidez causada pela aversão ao risco gera escassez de crédito.

Com os bancos fazendo restrições, o investimento fica limitado e atrapalha o desenvolvimento, como explica Ivo *et al.* (2016, p.161):

“O crédito é um elemento de desenvolvimento econômico, pois possui capacidade de inovações capazes de dinamizar o ciclo econômico, permitindo ao empresário adquirir forças produtivas importantes para a produção de bens e serviços, sendo um mecanismo indispensável ao sistema capitalista.”

Em seu trabalho, Sant'Anna, Borça Júnior e Araújo (2005), buscam apontar que a demanda efetiva responde positivamente a aumentos no volume de empréstimos, gerando posteriormente uma resposta positiva no crescimento de emprego e renda.

É importante entender como o mercado de crédito do Brasil foi caracterizado. Na década de alta inflação entre os anos 1950 e 1990, o crédito era escasso, uma vez que a inflação levava o sistema financeiro a fazer operações de curtíssimo prazo buscando diminuir as perdas pela inflação. Devido ao Plano Real, houve uma queda drástica no aumento generalizado do índice de preços, permitindo a expansão do mercado de crédito. (COELHO, 2005)

Todavia, apesar de não ser tão usual no cenário brasileiro, existe a opção do mercado de capitais, como explicam Luft e Zilli (2013, p.153) “o setor produtivo da



economia brasileira, ao contrário de empresas de outros países, como os Estados Unidos, que utilizam o mercado de capitais, utiliza-se prioritariamente de recursos provenientes de instituições financeiras”.

Porém, é preciso entender que existem algumas barreiras, as quais dificultam o desenvolvimento desse mercado. Segundo Silva (2006), apesar do sistema financeiro ser relativamente desenvolvido no Brasil, o mercado de capitais ainda é muito insuficiente, em decorrência de a capitalização ser baixa, existência de pouca liquidez no mercado e muita concentração.

Por fim, pode ser reforçada a explicação de Coelho (2015, pg. 49) sobre impacto do crédito e o aumento da produção: “Em uma economia com o acesso ao crédito facilitado, as empresas tendem a investir mais na expansão de suas atividades, e as famílias tendem a aumentar o seu grau de consumo.”

### **3.2 Intermediação Financeira**

A dificuldade de acesso ao crédito ocorre em decorrência das falhas de mercado e da assimetria de informações, que acabam impedindo o funcionamento competitivo do mercado de crédito (CARVALHO, 2018). Desse modo, Ivo *et al.* (2016), explicam que para diminuir os riscos e os custos, os agentes acabam buscando um intermediário financeiro, pois os bancos com seus recursos e estrutura conseguem distinguir os bons e os maus pagadores.

Segundo Presente (2019, p.19), a intermediação financeira pode ser entendida como: “a captação de recursos junto às unidades econômicas superavitárias por instituições financeiras e o seu subsequente repasse para unidades econômicas deficitárias.” O autor ainda ressalta que essas instituições explicam a sua necessidade por conseguirem otimizar os problemas que impedem a eficiência do mercado, através de seus ganhos de escala e diversificação das operações.

Sendo válido ressaltar a existência de uma preocupação a nível mundial para a concentração bancária, principalmente nos Estados Unidos e na Europa, em decorrência da experiência da crise de 2008 que criou um alerta para o nível de dependência da economia com os bancos e sua possibilidade de falência. (DANTAS; MEDEIROS; PAULO, 2011).

Sobre a relação do mercado de capitais nesse contexto, Negri (2018, p.23) afirma que:

“O mercado de capitais constitui, portanto, uma das mais importantes formas de desintermediação financeira existentes. A despeito da atuação de instituições financeiras nesse mercado, o seu escopo de atuação é limitado, não sendo as instituições financeiras responsáveis pela capitalização dos emissores”.

### **3.3. Securitização**

Dentre as opções oferecidas pelo mercado de crédito, tem-se como alternativa às operações de securitização, mesmo não sendo amplamente conhecida pela sociedade. A história dessa operação, segundo Arakaki (2008), foi iniciada nos Estados Unidos, na década de 70 com o desenvolvimento do mercado de capitais. Todavia no mercado brasileiro ocorreu um pouco depois, através da empresa Mesbla S.A, a qual enfrentava problemas de endividamento e buscou esse recurso para se financiar (MACHADO, 2013).

Conforme Carvalho (2015, p.19) a securitização se dá através de:

As instituições financeiras utilizam-se de ativos sem liquidez (ou com pouquíssima liquidez), lançando-os no mercado para serem negociados no formato de títulos, criando liquidez e reduzindo seus riscos de crédito ao transformarem ativos ilíquidos em líquidos lançando-os no mercado de valores. Concomitantemente, aqueles agentes que buscam títulos no mercado deixam de correr risco de crédito dos bancos.

Segundo Oliveira (2018), essa operação é a transferência de direitos creditórios da empresa originadora para outra. Seus benefícios estão no aumento da liquidez ao mesmo tempo em que se pulverizam os riscos. O autor ainda ressalta a flexibilidade que esta operação tem, uma vez que qualquer ativo ou recebível que tenha seu fluxo em forma de crédito pode ser securitizado.

No Brasil, a primeira operação de securitização foi com a Mesbla Trust na década de 90, a empresa estava inserida em um contexto político instável e com uma má gestão, fazendo com que afetasse negativamente a saúde financeira da empresa. Assim, uma das características presentes na Mesbla era seu forte

endividamento, o que impedia de buscar por financiamento no mercado de crédito, então a gestão buscou securitizar seus recebíveis, principalmente pelas vendas através do cartão de crédito emitido por uma sociedade do seu grupo econômico (NEGRI, 2015).

As vantagens da securitização estão em adiantar suas receitas pela venda de seus direitos creditórios para os investidores superavitários, desse modo o risco seria transferido e conseguiria ter seu financiamento. (CARVALHO, 2015).

Além disso, em relação à intermediação financeira Alcaire (2013, p.51) explica como a securitização pode ser uma alternativa:

“A securitização, apesar de sua complexidade e necessidade de vários agentes para sua concretização, traz várias vantagens para o mercado, tais como: desintermediação financeira, o que pode gerar uma redução entre o preço de compra e venda dos títulos”.

Os FIDCs se relacionam com essa operação, pois conseguem, através da securitização de recebíveis, vender para um fundo de investimento os direitos a receber de uma empresa (SILVA, 2006). Sendo válido ressaltar o apontamento de Mariani (2015), o qual explica que com a expansão dos FIDCs houve um crescimento expressivo das operações de securitização, refletindo no aumento da participação dos setores envolvidos no mercado.

De acordo com a cartilha publicada pela CVM (2014, p.8), o FIDC pode ser definido como:

“A comunhão de recursos, só que destinados a aplicação em direitos creditórios, assim entendidos como direitos ou títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de prestações de serviços, entre outros”.

É válido ressaltar a visão de Carvalho (2015), o qual afirma que nas operações de securitização, o racionamento de crédito pela assimetria de informações é menor, pois a estrutura do fundo tem operações de instituições independentes, como agência de classificação de risco e auditoria, assim os agentes buscam diminuir potenciais riscos.

Segundo Machado (2013), as vantagens de utilizar os FIDCs como fonte de financiamento das empresas são:

1. Diminuição dos custos na captação de recursos;
2. Melhor indicadores do Balanço Patrimonial – pois não há endividamento ao mesmo tempo em que aumenta a liquidez;
3. Diversifica as fontes de financiamento- desse modo diminui os riscos, pois em momentos de crises fontes diferentes oferecem opções a empresa;
4. Mitigação de riscos;
5. Financiamento para fornecedores e clientes;
6. Possibilidade de recuperar algumas receitas e créditos;
7. Centralização de caixa para grupos econômicos;
8. Opção plausível para remunerar o próprio capital.

Além de que, segundo Oliveira (2018), esse Fundo possui uma isenção de impostos de PIS/COFINS, IR/CSLL, /IOF, tendo sua obrigação em torno de 20% no momento do resgate das cotas.

Pode ser ressaltado que no exemplo da experiência brasileira com a empresa Mesbla, que emitiu debêntures com lastro nos recebíveis da empresa, mas não conseguiu se livrar da falência, desse modo serviu para provar a segregação dos ativos, uma vez que os donos dos direitos creditórios não foram prejudicados, mesmo após a empresa encerrar as atividades (NEGRI, 2018).

O fundo é feito sob contrato, aumentando a segurança e a rentabilidade, que normalmente é em relação ao CDI, em sua estrutura tem participação de diversos agentes, como por exemplo, agência de rating e auditoria, o que melhora a transparência de informações para os envolvidos na operação. (CARVALHO, 2015).

Em relação à importância de se discutir sobre os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, Oliveira (2018, p.17) explica que: “as empresas têm tentado fugir da captação de recursos nos bancos, optando pela criação de novas operações financeiras que tragam vantagens, diferenças nas taxas de juros, redução de riscos e diversificação.”

#### **4. Fundo de Investimento em Direito Creditório**

Sabe-se que uma economia em escala nacional é complexa e difícil de ser trabalhadas as problemáticas que a cercam. Desse modo, ao ser considerado que o Brasil, o cenário usado para esta análise, está em busca de seu desenvolvimento, deve ser entendido as problemáticas que essa realidade proporciona. Ao contrário dos modelos estudados teoricamente dentro da ciência econômica, os quais buscaram simplificar as questões do mundo real para uma melhor compreensão, esse trabalho visa aprofundar algumas questões do cenário brasileiro, podendo ser destacado o acesso desigual ao mercado de crédito, principalmente para empresas de pequeno e médio porte e o custo da intermediação financeira.

Nesse contexto, os agentes buscam alternativas para se financiar dentro do Sistema Financeiro, como dito anteriormente se percebe que o mercado de capitais oferece opções diferentes do mercado de crédito tradicional, como abordado por Presente (2018). Para este trabalho será abordado a securitização, em que sua vantagem está nas empresas não precisarem criar uma dívida para conseguir liquidez no curto prazo, desse modo, mantém seu nível de endividamento, ao mesmo tempo em que conseguem aumentar seu capital de giro. Uma vez que podem negociar seus valores a receber em títulos de crédito, e assim intensifica a possibilidade de serem comercializados, essas empresas conseguem vender os seus direitos creditórios para um fundo dentro do mercado de capitais.

Podendo ser citado a explicação de Carvalho (2015, p.25) para a relação do mercado de capitais e firmas que buscam liquidez:

“O mercado de capitais oferece às empresas alternativas menos custosas de financiamento, além de condições mais favoráveis de prazo. O acesso a esse mercado na emissão de valores mobiliários não está atrelado, de forma determinante, ao porte da empresa, bem como sua situação financeira, mas ao rating da carteira de recebíveis”.

Segundo Cruz e Bispo (2008), a securitização teve início nos Estados Unidos quando agências governamentais impulsionaram o mercado de títulos, emitindo títulos lastreados em hipotecas. Desse modo, percebe-se que o Brasil ao desenvolver esse mercado está seguindo uma tendência internacional, e apesar de

sua história ter início apenas na década de 90 dentro do mercado brasileiro, os agentes buscam cada vez mais a evolução das operações.

O objeto de estudo deste trabalho são os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, os quais se organizam para comprar direitos creditórios, em troca de uma liquidez no curto prazo para o interessado em captar recursos financeiros. Assim, ao serem securitizados os títulos de dívidas do mercado, esse tipo de fundo busca comprá-los.

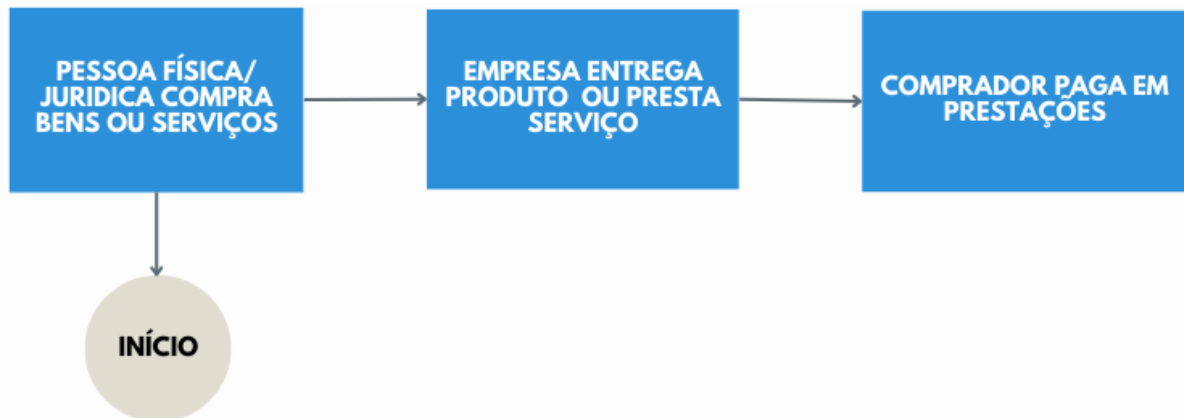
Segundo a CVM, fundos de investimentos são um mecanismo que buscam captar e investir recursos nos mercados financeiros e de capitais, desse modo os investidores aplicam seu dinheiro em um fundo, visando uma rentabilidade esperada. Esse sistema funciona, pois, os cotistas, que é o nome dado pelo mercado aos investidores em cotas de FIDCs, decidem aplicar suas economias em negócios que buscam oferecer uma recompensa pelo risco que o cotista está se submetendo, ao mesmo tempo em que outros participantes precisam usar aqueles recursos para suas transações.

Como forma de alternativa de aplicação, os investidores podem procurar ter seu dinheiro remunerado por fundos de investimentos. De forma simples, estes se organizam como uma espécie de condomínio de apartamentos, em que cada investidor ao invés de comprar um imóvel, consegue adquirir uma cota, sendo que a semelhança não se limita à propriedade do investimento, pois a organização feita, através de assembleias e o direito de voto dos investidores, também remetem a esta estrutura.

Em relação ao entendimento do que pode ser considerado um direito creditório, apesar de ser um termo pouco conhecido, o ato de se criar esse ativo financeiro é bem comum no contexto brasileiro, podendo ser visto quando uma pessoa física adquire um produto como uma geladeira, com o pagamento dividido em 12 vezes, quando essa transação ocorre a empresa que vende o produto adquire o direito de receber o pagamento, ou seja, do crédito que foi oferecido ao comprador, sendo importante ressaltar que os direitos creditórios estão presentes em diversos segmentos, indo do varejo ao próprio mercado de capital.

Na figura a seguir foi ilustrado como é formado um direito creditório:

Figura 1: Fluxo de uma Formação de Direito Creditório



Fonte: elaborado pela autora

A operação tradicional performeda tem início quando uma pessoa física ou jurídica compra um bem ou serviço, logo em seguida a empresa entrega ou a mercadoria negociada ou realiza a prestação do serviço e fecha com o cliente a forma de pagamento a prazo, normalmente são feitos através de boletos bancários.

É válido ressaltar que também existem operações a performar quando, por exemplo, o cliente fecha a limpeza de janelas de um prédio em um período de 2 anos. A diferenciação é importante, pois essa última pode apresentar mais riscos pelo bem ou serviço não ser entregue no curto prazo, todavia a logística se mantém.

Pela logística da operação, a empresa deve aguardar os pagamentos irem vencendo para ter acesso àquele montante. Contudo, para a empresa que originou o direito creditório, pode não ser interessante manter uma grande quantidade de seu ativo em contratos futuros, pois pode precisar de uma maior liquidez no curto prazo para movimentações, como por exemplo, pagar sua folha de pagamento ou fazer um investimento buscando melhorias para a empresa.

Nesse contexto, para ter acesso a um certo montante poderia ser buscado fontes externas de financiamento, como o tradicional mercado de crédito, entretanto nem todas as empresas têm perfil aceito para retirar um empréstimo e o custo é alto, também poderia ser que seu devedor pague de forma antecipada, o que poderia levar uma melhora ao fluxo de caixa da empresa, contudo a tendência é que esse processo seja trabalhoso e não existem garantias de que o comprador esteja disposto a pagar antes do prazo.

Assim, essa empresa pode buscar dentro do mercado de capitais outras opções para se financiar, por exemplo, a empresa pode pegar esse tipo de ativo e vender para um fundo, que nesse caso seriam os FIDCs e ainda poderá contar com a isenção de IOF, uma vez que, nas cessões dos ativos aos FIDCs não há a incidência de IOF. Dessa forma consegue ter um capital de giro mais rápido com baixo custo. Além de que, essa operação de venda de seus direitos creditórios para um FIDC, não interfere na capacidade de endividamento da empresa, gerando mais flexibilidade para os empresários.

Do lado do investidor é interessante, pois no formato que se apresenta hoje, torna-se seguro esse tipo de investimento, além de contar com um aparato de profissionais trabalhando para o funcionamento do fundo, consegue ter fiscalização da CVM. Sendo válido ressaltar que, pelo mecanismo de negociação ser a securitização, caso a empresa originadora venha a declarar falência, seus direitos creditórios permanecerão em favor do fundo.

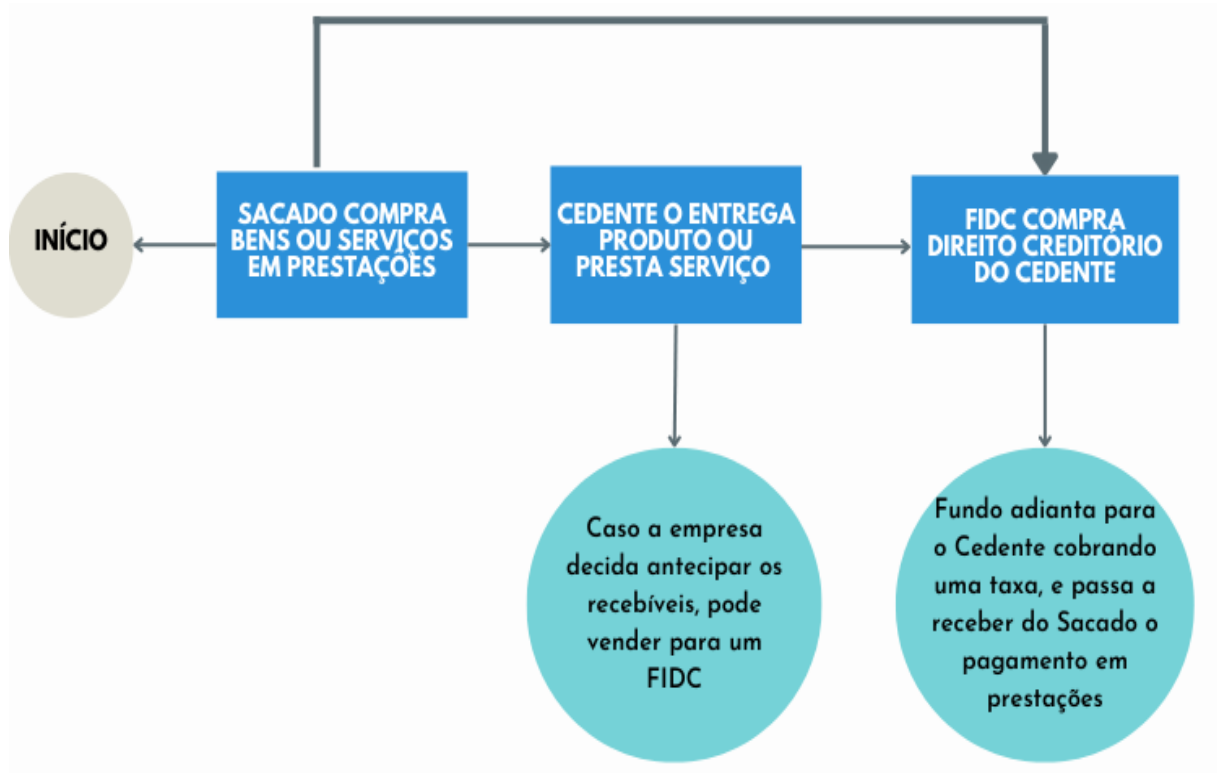
Sobre a estrutura formada pelos profissionais do fundo, é importante destacar que eles trabalham com parceria, porém visando sempre proteger os direitos dos investidores, gerando assim uma fiscalização entre esses agentes, por exemplo, se um funcionário vai de desencontro com alguma norma do regulamento, comete erro na conciliação das transações ou outro possível erro, cabe aos demais parceiros estarem analisando e avisarem para que seja corrigido, de modo a não impactar os cotistas.

Dessa forma, o investidor consegue acesso a um mercado não tão volátil como os ativos de renda variável, com uma rentabilidade atrativa e uma estrutura pouco concentrada.

Para ser compreendido melhor a venda do direito creditório para um Fundo, foi elaborado a seguinte estrutura:

Figura 2: Fluxo com a venda de direito creditório para um FIDC





Fonte: elaborado pela autora

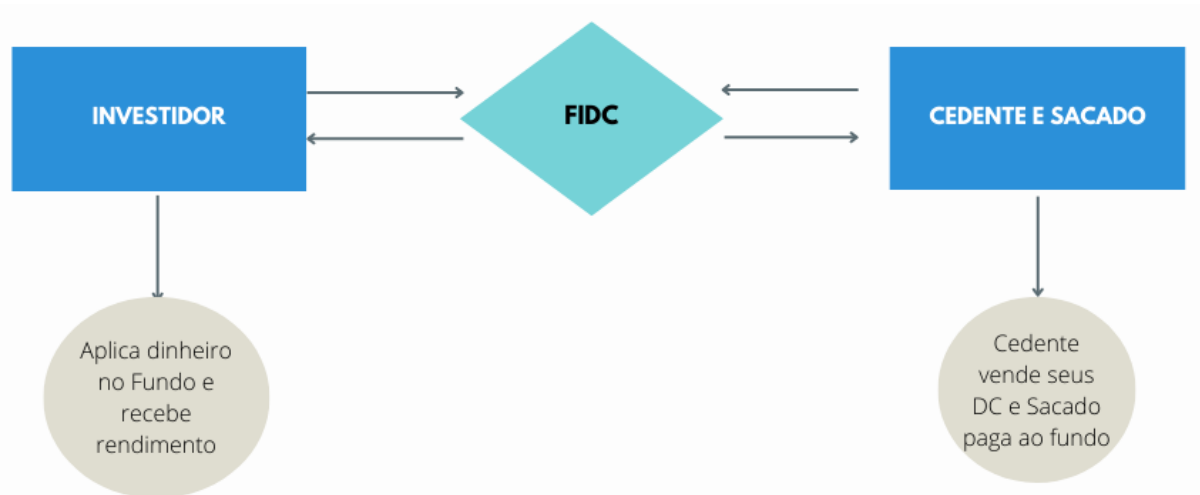
Nesse contexto, o cliente que comprou o produto passa a ser o Sacado ou Devedor do Fundo, a empresa que realizou a venda ou que prestou o serviço é vista como Cedente. O custo da operação não atinge o Sacado, sendo de responsabilidade sobre a empresa que cede os direitos creditórios com a perda de rentabilidade das vendas, ou seja, o Cedente ao invés de receber o valor completo de seus clientes, ganha um valor descontada a uma taxa definida entre ele e o representante de operações do Fundo.

Como dito anteriormente, para o cedente é atrativo adquirir um capital de giro mais rápido, sem afetar sua capacidade de endividamento e perdendo o risco de não pagamento por seus clientes, esse risco será assumido pelo FIDC. Pode ser ressaltado, que o fundo conta com uma estrutura para trabalhar em cima dos inadimplentes, indo desde classificar o risco que o direito creditório possui até contratar um agente de cobrança, existe também a possibilidade da realização da recompra pelo cedente.

Para o sacado não gera grande diferença caso a empresa detentora dos direitos creditórios de sua compra decida vendê-las, pois sua forma de pagamento e o valor permanecem iguais ao acordado anteriormente.

Os autorizados para investir nos fundos de investimento em direitos creditórios não abordam o público em geral, somente estão autorizados a investir nesse tipo de fundo investidores qualificados, ou seja, pessoas com investimentos aplicados no mercado financeiro superiores a um milhão de reais, e investidores profissionais, que no caso são pessoas naturais com valor superior a dez milhões de reais ou portadores de certificação aprovada pela CVM.

Figura 3: Relação dos Agentes com o fundo



Fonte: elaborado pela autora

Com a figura acima é possível entender como interagem os agentes do Fundo, assim o investidor aplica seu dinheiro em um FIDC o qual seja compatível com seu perfil de risco e rentabilidade buscada, com isso o fundo irá buscar negociar com os cedentes a compra de direitos creditórios em troca de fornecer uma liquidez proporcional aos títulos securitizados descontados a uma taxa. À medida que os direitos creditórios forem sendo pagos pelos sacados, o fundo irá remunerar seus investidores, de acordo com a quantidade e o tipo de cota adquirida.

Assim, pode ser concluído como as empresas securitizando seus valores a receber podem adquirir capital de giro, sem precisar de um intermediário financeiro no mercado de crédito tradicional e ainda mantendo seu nível de endividamento, e os investidores podem usar seus recursos para aplicar nesse fundo.

O interesse por esse tipo de investimento foi explicado pela ANBIMA (2015), a qual defende que consegue trazer rentabilidade acima dos ativos concorrentes presentes no mercado financeiro dado um nível de risco similar, que nesse tipo de

fundo tem modalidades de garantias, como a existência de cotas subordinadas, que buscam diminuir ainda mais o risco.

Além disso, Carvalho (2018) explica que o investidor deixa de correr o risco de crédito do cedente, passando a ter apenas a insegurança da falta de pagamento dos sacados.

No Brasil, a principal base para funcionamento e estruturação de um FIDC é a Instrução 356, que foi divulgada em 17 de dezembro de 2001 pela CVM e desde então vem sendo atualizada de acordo com as necessidades do mercado.

#### **4.1 Estrutura do FIDC**

A forma de organização dos fundos de investimentos em direitos creditórios é diferenciada visando se adaptar melhor às necessidades de seus cotistas e a dinâmica do mercado. Esse fundo é dividido por cotas que têm diferentes riscos e remunerações, isso acontece em decorrência dos FIDCs não contarem com o Fundo Garantidor de Crédito- FGC, que normalmente são uma garantia para os investidores de renda fixa.

É válido ressaltar que os agentes prestadores de serviços do fundo não podem ser responsabilizados por possíveis perdas, exceto em caso de falha por parte deste, foi moldada uma estrutura diferente, a qual visa proteger os cotistas.

Essa forma foi pensada na ideia que pessoas reagem a incentivos, logo para que um agente econômico esteja disposto a correr um maior risco, ele precisa ter uma maior recompensa, no caso de um fundo de investimento, se apresenta na forma de uma taxa de juros mais elevada, podendo ser destacado que a taxa analisada, geralmente, é em relação ao CDI daquele período. Assim, a estrutura de pirâmide busca demonstrar a relação de risco e rentabilidade, de acordo com o tipo de cota.

A figura abaixo traz a representação de como se organiza esse tipo de fundo:

Figura 4: Estrutura da subordinação das cotas de um FIDC



Fonte: elaborado pela autora

A cota Subordinada Júnior se apresenta na base da pirâmide, pois é a primeira a sofrer impacto em caso de inadimplência, ou seja, tem o maior risco e a rentabilidade mais variável do fundo, sendo subordinada a cota Mezanino e a cota Sênior. Ela também absorve todos os custos do fundo, todavia consegue a remuneração após ser deduzido as despesas e as rentabilidades das cotas a qual é subordinada.

Em relação à rentabilidade dessas cotas pode ser citada a análise de Pinheiro e Savoia (2009, p. 305), os quais afirmam que:

“Para o investidor em cotas subordinadas, geralmente adquiridas pela companhia que originou os recebíveis, o risco de que o retorno seja inferior à taxa de juros básica da economia é baixo, graças aos elevados spreads praticado no mercado financeiro brasileiro”.

Essa cota que se apresenta no meio da pirâmide, cota Mezanino, tem seu benchmark na maioria das vezes atrelada ao CDI, ou seja, a meta de rendimento buscado. Sendo este definido em assembleia pelos cotistas, podendo ser um percentual desse parâmetro ou  $\text{CDI} + X\%$ , essas duas cotas juntas representam a

classe subordinada, pois são a proteção da cota sênior. É importante entender que cada fundo define em seu regulamento o percentual mínimo que essas cotas devem representar do Patrimônio Líquido, ou pode até não ter essa proteção, dessa forma permite uma maior gama de possibilidades para o investidor escolher qual fundo se adapta melhor ao seu perfil.

Já a cota Sênior, a qual tem as duas cotas sendo suas subordinadas, apresentam uma menor rentabilidade e maior segurança, assim como a mezanino sua remuneração tem relação majoritariamente com o CDI, e no momento de liquidação ou pagamento, se inicia com os cotistas do topo da pirâmide e termina em caso de alguma sobra com o cotista da subordinada júnior, que geralmente absorve o maior impacto de inadimplência ou a maior rentabilidade. Assim, dentro do próprio fundo se mostra uma estrutura de segurança ao investidor e opções conforme sua aversão ao risco.

No trabalho de Pinheiro e Savoia (2009), os autores buscaram fazer simulações de situações que os cotistas seniores vinhessem receber menos do que o benchmark, e a análise desse estudo concluiu que o risco desse investidor ter prejuízos é remoto.

Exemplo da estrutura explicada anteriormente é o FIDC L'arca de acordo com Master (2022), o qual apresenta em seu regulamento publicado na CVM na data 28/07/2022, que a subordinação do fundo deve ser de 35% do Patrimônio Líquido Total, sendo que dessa razão de garantia, 44% devem ser de cotas subordinadas Junior. Já no FIDC Tradepay segundo BRL (2022), de acordo com regulamento postado na data 04/10/202, a parcela de cotas Junior e mezanino devem representar 20% do Patrimônio Líquido do fundo, e as subordinadas júnior devem ter pelo menos 10% do patrimônio total, contudo se não houver a presença de cotas mezanino, a sub Junior passa a ter razão de garantia de 20% do patrimônio líquido.

Sendo válido ressaltar que as rentabilidades associadas às cotas Mezanino e Sênior, não são uma garantia de pagamento, sendo explícita a regra da CVM de proibição de promessa de rendimentos por parte dos agentes dos fundos, pois as rentabilidades das cotas estabelecidas são a meta buscada pelo fundo. Desse modo, primeiro é pago todo o valor relacionado a cota Sênior, depois da cota

Mezanino, e o que sobra do Patrimônio do Fundo vai para os cotistas Junior, sendo ausente a possibilidade de cotistas com benchmark definido receberem algum valor acima daquele acordado, em que as sobras ou prejuízos são todos dos cotistas Júnior.

A Metodologia adotada para o cálculo do valor da cota pode variar em cada fundo, mas deve ser descrita no regulamento. Desse modo, pode ser citado as formas mais usadas pelo mercado, a qual pode ser o patrimônio daquela cota dividido pela quantidade disponível, ou então usar o valor da cota do dia anterior acrescido dos rendimentos gerados na variação do período. Sendo que a valorização que sobra após ser contabilizado as cotas sênior e mezanino deve ser atribuída aos cotistas juniores.

Outra característica dos FIDCs é que podem se apresentar como fundos abertos ou fechados, o primeiro se refere à opção que o investidor pode aplicar ou resgatar suas cotas a qualquer momento de funcionamento, já o segundo, tem prazo de encerramento que é o momento o qual o investidor pode resgatar suas cotas ou quando ocorre a liquidação do fundo. Contudo, neste último caso são permitidas as amortizações, onde o investidor não tem diminuição da sua quantidade de cotas quando há seu pagamento, caso o fundo tenha diferentes cotas, a amortização será prioritária para os cotistas sênior, depois os participantes do mezanino e no final das cotas juniores.

Sendo válido ressaltar que os prazos e questões burocráticas em relação aos resgates e amortizações são definidos previamente e publicadas no regulamento do fundo para os FIDCs de condomínio aberto e no suplemento para os FIDCs de condomínio fechado.

No caso do Fundo Aberto, o resgate de cotas deve ser solicitado para a Administradora, que deverá pagar em um prazo já definido no regulamento, caso não tenha recursos líquidos para efetuar a solicitação o agente deve suspender nova aquisição de direitos creditórios até que o investidor tenha seu pedido atendido ou então pode escolher negociar o pagamento através de alienação ou recebimento dos Ativos Financeiros pertencentes ao Fundo.

Os fundos também podem ser divididos em Padronizados ou Não-Padronizados (NP). O primeiro segue uma linha de padrão base estabelecida pela CVM, em que limites mais rígidos de qualidade dos direitos creditórios e concentração mais pulverizada de cedente e de sacado são estabelecidos.

O padrão básico estabelecido pela CVM consiste em 20% de concentração de maior sacado e de maior cedente, para que dessa forma os maiores agentes dos direitos creditórios tenham um limite de operações de acordo com o patrimônio líquido. Essa medida é voltada para diminuir o risco do fundo, caso algum destes não honre com os compromissos firmados. Ademais, os cotistas podem decidir reduzir esse número para gerar maior segurança, principalmente nos casos em que o Patrimônio Líquido não é tão expressivo, pois além do risco de o sacado não pagar, pode ocorrer à quitação da operação de forma adiantada, diminuindo a rentabilidade do fundo.

Já o Não-Padronizado teve início e caracterização com a Instrução 444, em que permitia o investimento sem limite de concentração pré-estabelecido, em direitos creditórios mais arriscados, como vencidos, de existência futura e montante desconhecido e originados de empresas em processo de recuperação judicial. Para poder comprar cotas nesse tipo de fundo, a Instrução 444 estabelece que deve ser investidor profissional, o qual deve assinar um termo que garante que recebeu exemplar do prospecto, entende dos riscos e da política de investimento do fundo e estar consciente da possibilidade de perdas.

No livro publicado pela ANBIMA (2015, p.14), o qual busca descrever o mercado de FIDCs, traz a seguinte definição para os fundos NP:

“... aqueles fundos voltados à aquisição de créditos com maior grau de complexidade e fatores de riscos específicos. Esses fundos são autorizados a adquirir direitos creditórios não-performados, vencidos e não pagos...”

Um forte atrativo dos NP é a maior liberdade que os cotistas podem ter em relação às regras de concentração, isso se torna vantajoso, caso um grupo específico queira fazer negociações e se sente seguro em se submeter a mais riscos, contudo o primeiro é interessante caso haja captação externa, uma vez que eles seguem um padrão estabelecido pela CVM com regras mais tradicionais, como

por exemplo, o maior devedor e sacado pode ter até 20% do patrimônio líquido do fundo. Nesse contexto, a variação do risco não está na possibilidade de rentabilidade, mas na confiança do investidor no seu conhecimento das negociações ocorridas.

Outro ponto que vale destacar é a distinção sobre a quantidade de cedentes e sacados em um fundo, pois pode ser dividido em 4 categorias:

- Monosacado: apenas um sacado por fundo
- Multi-sacado: diversos sacados por fundo
- Monocedente: um cedente por fundo
- Multicedente: diversos cedentes por fundo

Essa categorização é importante para o investidor observar na hora de aplicar seu dinheiro, pois quanto mais diversificado for, maior a segurança do fundo, assim para os investidores que não tenham tanta profundidade sobre a qualidade da empresa que está tendo negociação com o fundo, é preferível a diversificação como forma de mitigação de risco.

Todavia, em alguns casos, mesmo sendo monosacado ou monocedente, pode ser vantajoso para o cotista, por exemplo, se um grupo de empresas decide receber seus pagamentos através de um fundo, estaria sendo monocedente, mas por ser seus próprios parceiros de negócios o risco não aumentaria de forma preocupante. Nesse contexto, pode ser ressaltada a liberdade estrutural que se observa nos FIDCs, para que seus investidores possam escolher qual a melhor opção para seu perfil.

## **4.2 Funcionamento do Fundo**

Segundo a instrução 356 da CVM, para se dar início a um fundo, a administradora deve preparar os documentos necessários para enviar à CVM, dentre eles o regulamento, material de divulgação, documentos em relação ao administrador do fundo e a lista dos prestadores de serviços obrigatórios, que são estes: auditor independente, custodiante e agência classificadora de risco.

Além disso, no momento de abertura o fundo deve ser caracterizado como aberto ou fechado e ter em seu nome a descrição se é FICFIDC (Fundo de Investimento de cotas de fundo de investimentos em direitos creditórios) ou FIDC.



Nesse momento, deve ser acompanhado o regulamento do fundo, o qual consta as principais características e regras, sendo validado o documento quando postado na CVM de forma pública, e eventuais mudanças devem ser aprovadas pelos cotistas, contudo como a CVM atua como órgão fiscalizador, caso julgue necessário haver mudanças no regulamento, o administrador deve atender.

Sobre as principais características que devem ser descritas no regulamento, são considerados a política de investimento do fundo, a concentração de sacados e cedentes, o critério de escolha dos direitos creditórios, a duração do fundo, condições de cessão, possíveis riscos assumidos e outros. Desse modo, o investidor pode entender se o seu perfil é compatível com o fundo.

A Instrução 356 da CVM, também determina a obrigatoriedade que todo regulamento deve conter os custos do fundo, como a taxa de administração, se tem taxa de performance e eventuais taxas extras que diminuam a rentabilidade do fundo. Em relação a esses custos, deve ser ressaltado que são de responsabilidades dos cotistas subordinados júnior sempre que haja essas cotas em circulação, não podendo ser absorvidos por nenhum dos agentes prestadores de serviços, sendo mais comuns as seguintes despesas:

- Taxas, impostos ou contribuições seja para o estadual, federal, município e outros;
- Impressão, expedição e publicação de relatórios, formulários e informações periódicas;
- Honorários dos agentes prestadores de serviços sejam advogados, auditores e demais empregados do fundo;

Uma forma de incentivar os prestadores de serviços a buscar maior rentabilidade possível ao fundo é a adoção da taxa de performance, que consiste em estabelecer uma meta de retorno, caso seja ultrapassada, os agentes podem aumentar seu recebimento em cima desse comportamento positivo.

Sendo válido reforçar o impacto das regras de concentração de subordinação, como por exemplo, quem pode ser o maior sacado ou cedente do fundo, são de extrema importância, pois dará proteção aos cotistas em caso de inadimplência. Nos fundos padronizados, a CVM estabelece o teto máximo de 20% para cada um desses agentes, mas os cotistas podem diminuir esse valor, ou no caso dos fundos

não-padronizados, os investidores podem determinar o percentual que desejam. Além de que, é permitido que sejam impostos limites de concentração para os participantes de fundos, como os 5 maiores sacados e 21º maior cedente, reforçando a ideia de flexibilidade para se adaptar aos cotistas.

Além de que, no caso dos fundos fechados, deve ter o prazo de duração do fundo e os procedimentos envolvendo amortizações, pois os investidores não podem apenas resgatar suas cotas, se for desejado se desfazer delas devem recorrer ao mercado secundário para que outro agente compre suas cotas.

Caso seja desejável a dispensa da classificação de risco das cotas, deve também ser abordado no regulamento um termo de adesão aos riscos que esta escolha proporciona, valendo ressaltar que somente pode ser dispensada a classificação de risco caso a cota seja destinada a um único cotista ou há vários cotistas que tenham interesse único e indissociável.

Já nos fundos abertos, o cotista pode resgatar suas cotas a qualquer momento, o que torna atrativo em contextos mais incertos, pois em qualquer problema pode solicitar e sair do fundo assim que possível, ou então só reduzir sua participação nele. O procedimento para resgate deve estar descrito no regulamento, normalmente é visto um prazo para que a administradora providencie liquidez e pague ao investidor, todavia pode acontecer que no final do período estabelecido não ter o montante disponível para efetuar a transação, logo a administradora deve suspender a aquisição de direitos creditórios dentro de um prazo para pagar o resgate, contudo se ainda não tiver efetuado o pagamento após esses procedimentos, o fundo deve entrar em evento de avaliação.

Na Instrução 356 da CVM, foi estabelecido a regra que o administrador deve, pelo menos a cada três meses fazer um demonstrativo, o qual comprove que o fundo está condizente com seu regulamento, podendo ser escolhido por amostragem ou pelo acompanhamento completo das operações, dependendo do nível de operações do fundo. Assim, o administrador deve reunir as informações principais do trimestre e disponibilizá-las para os cotistas e um auditor independente.

Em relação às cotas, o artigo 11 da Instrução 356 estabelece que “as cotas devem ser escriturais, mantidas em conta de depósitos em nome de seus titulares”. Desse modo, ocorre a separação das contas da administradora e do fundo, de modo

que mesmo que essa prestadora de serviço entre em falência, os ativos do fundo irão permanecer intactos e nenhum investidor deve ser impactado, ou seja, o fundo tem seu CNPJ, despesas e ganhos independente da saúde financeira da administradora, assim precisam ter contas separadas e bem definidas.

Um ponto a ser comentado sobre a organização das cotas sênior e mezanino, é que elas podem ser divididas em séries. Dessa forma tem diferenciação de prazo de resgate, rentabilidade e amortização, se adequando melhor ao perfil do investidor, essas informações são definidas com as cotistas e disponibilizadas de forma pública na plataforma da CVM, caso decidam mudar alguma das informações acordadas, devem convocar assembleia. Pode ser ressaltada a influência que a taxa de CDI possui nesse momento, uma vez que esse benchmark é definido com taxas pós fixadas atreladas a essa métrica, caso ocorra mudanças consideráveis no valor do CDI no período de funcionamento do fundo, a administradora ou os cotistas podem considerar que é melhor ser revisto a rentabilidade acordada anteriormente.

Sendo válido abordar que as cotas não são líquidas de impostos, o fundo segue a regra geral de cobrança para Fundos de Renda Fixa. No caso de condomínio aberto, se faz distinção de acordo com o período que o cotista permanece investindo e no prazo da carteira, podendo esta ser dividida em duas categorias:

- Curto prazo: Com o prazo médio menor que 365 dias
- Longo prazo: Com o prazo médio maior que 365 dias

Tabela 1 - Tributação em Fundo Aberto de Longo Prazo

Fundo Aberto - Longo Prazo	
Prazo	Alíquotas
Até 180 dias	<b>22,5%</b>
Entre 181 a 360 dias	<b>20,0%</b>
Entre 361 dias a 720 dias	<b>17,50%</b>
Mais que 720 dias	<b>15%</b>
Semestralmente	<b>15%</b>

Fonte: Elaborado pela Autora com dados disponíveis pela ANBIMA (2015)

Tabela 2 - Tributação em Fundo Aberto de Curto Prazo

Fundo Aberto - Curto Prazo	
Prazo	Alíquotas
Até 180 dias	<b>22,5%</b>
Mais que 180 dias	<b>20,0%</b>
Semestralmente	<b>20%</b>

Fonte: Elaborado pela Autora com dados disponíveis pela ANBIMA (2015)

Desse modo, percebe-se um incentivo para o cotista permanecer mais tempo e para que os gestores escolham uma carteira com maior prazo médio. A ocorrência dos tributos semestrais, segundo ANBIMA (2015), é independente de ter ocorrido resgate ou não, geralmente ocorrendo nos meses de maio e novembro, todavia sua ocorrência é presente somente nos fundos abertos, no caso de condomínio fechado não ocorre essa incidência.

Em relação aos Fundos Fechados, eles não podem pedir resgate de suas cotas a qualquer momento, normalmente têm acesso a ter seu valor aplicado apenas no final do prazo do fundo. Por conta disso, a alíquota aplicada é no momento de encerramento ou na amortização, podendo variar entre 22,5% e 15%. (ANBIMA,2015)

Nesse contexto, se reforça o perfil que esse fundo exige para seus investidores, se limitando aos qualificados e profissionais, uma vez que Pavia (2014, p.176) explica as consequências dessa distinção para o público em geral.

“Ademais, a existência de diversas alíquotas para a incidência de imposto de renda, que dependem não apenas do tempo que o investidor mantém a aplicação no fundo, mas também da carteira mantida pelo gestor, torna o entendimento do produto fundo de investimento por parte dos investidores mais difícil do que outros ativos, especialmente os isentos, como a caderneta de poupança.”

A realização das Assembleias é obrigatória, nelas são discutidos os interesses dos investidores e tomadas decisões em relação ao regulamento, troca de administradora, a taxa de administração e em caso mais atípico se ocorrerá a liquidação, fusão ou cisão do fundo. Essa última situação se torna mais presente quando as regras definidas não estão sendo seguidas, como o maior cedente estar com uma concentração maior que a permitida pelo regulamento, além de que a CVM na instrução 356, artigo 27 define a ocorrência de uma reunião anual de prestação de contas.

Sendo válido ressaltar que alguns agentes também podem convocar a realização da AGC – Assembleia Geral de Cotistas para deliberar algumas pautas, são eles: a administradora e investidores que possuam mais de 5% das cotas do fundo, todavia a votação somente contabiliza a posição dos proprietários de cotas ou seus representantes legais, assim, é importante citar que a administradora e seus funcionários não possuem direito de voto.

Os investidores do Fundo ainda têm direito de poder decidir se desejam ter um ou mais representantes em Assembleia, está apto a assumir cargo se a pessoa jurídica ou física atender for cotista do fundo ou profissional, não exercer cargo na Administradora ou em alguma sociedade ligada a esta empresa e não ter função em alguma empresa cedente de direitos creditórios da carteira do fundo. Essa opção é para que esse representante possa trabalhar na fiscalização e controle gerencial do fundo, visando defender os interesses dos cotistas do fundo.

Em relação à carteira do fundo, ela é atualizada diariamente pela administradora, nela se tem informações acerca da posição dos valores do fundo, como a rentabilidade diária e mensal acumulada até então, também deve conter informações acerca dos tipos de ativos o fundo vem comprando, assim as informações mais comuns nos fundos são:

- Direitos Creditórios: são os principais ativos que o fundo compra, uma vez que a CVM estabelece, no mínimo, 50% do Patrimônio Líquido deve ser aplicado em DC, após decorridos 90 (noventa) dias de funcionamento do fundo, podendo ser prorrogado por mais 90 (noventa) dias a pedido da Administradora formalizado junto à CVM.

- Títulos Públicos: investimentos em renda fixa, que servem para alongar o prazo médio da carteira e gerar mais segurança.
- Caixa: montante que possui maior liquidez para as operações, como valores aplicados no fundo e disponíveis para pagamento de encargos.
- Cota Superior: Parte do Patrimônio aplicado em cotas que contém benchmark definido e tem uma cota subordinada como proteção
- Rentabilidade diária: percentual de variação no patrimônio do fundo em relação ao dia
- Rentabilidade mensal acumulada: percentual de variação no patrimônio do fundo até o dia analisado
- Provisão para Devedores Duvidosos - PDD: Parte que é voltado para a inadimplência do fundo, sendo que o Patrimônio Líquido já tem descontado esse valor
- Cota Subordinada: cota que gera proteção a cota superior, podendo ser vista como Júnior e Mezanino

Essas informações são importantes serem atualizadas diariamente para acompanhamento do fundo, pois a CVM procura fiscalizar os fundos para que estes sigam as regras estabelecidas pela instituição e pelo regulamento. Desse modo, fortalece a confiança dos investidores, uma vez que além de contar com a cadeia produtiva de seus agentes acompanhando os enquadramentos, tem um órgão analisando possíveis riscos de mercado.

#### **4.3 Prestadores de serviços de um FIDC**

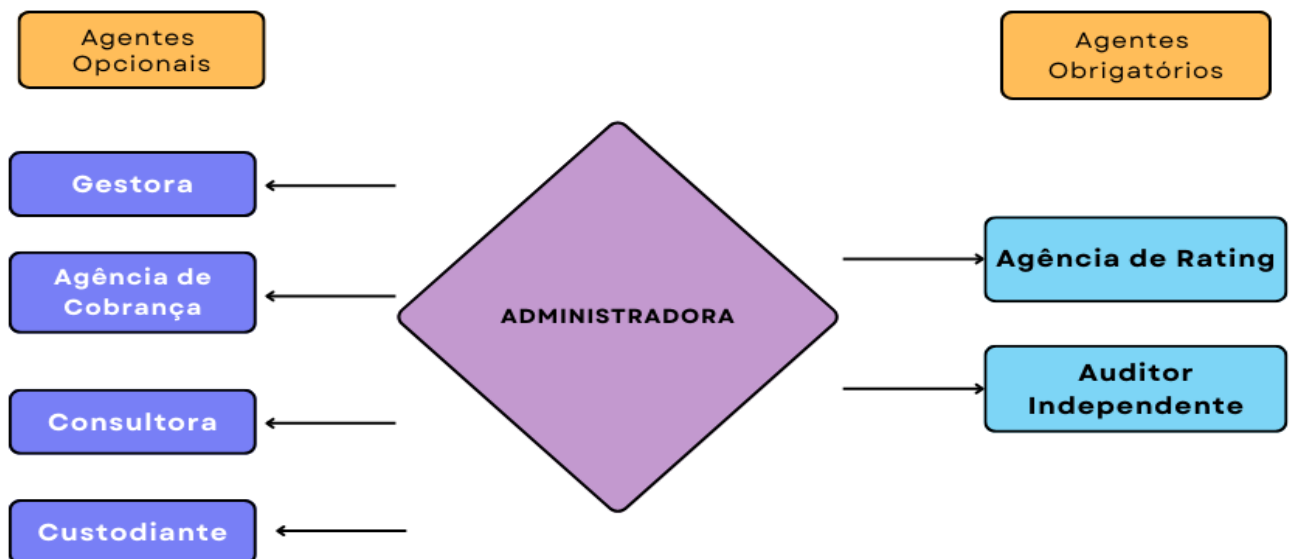
O principal agente é a Administradora, que é a principal responsável pelo fundo, tendo influência direta em sua abertura, diretamente responsável para proteger os interesses dos cotistas e respeitar as normas exigidas para funcionamento do FIDC, como manter atualizada a classificação de risco do fundo e os documentos exigidos pela CVM.

Outro ponto de influência direta da administradora é a decisão dos agentes que vão ser contratados para o fundo, uma vez que esta tem obrigação de contratar um agente classificador de risco, exceto em casos que as cotas são destinadas a mais de um investidor ou de vários investidores que não possuam interesse único e indissociável e um auditor independente, a exigência da participação desses outros

colaboradores está ligado a ideia que quanto mais descentralizada a análise sobre a saúde financeira do fundo, maior será o nível de confiança dos investidores.

Salienta-se que a administradora também pode contratar outros agentes não obrigatórios, mas que enxergam trazer maior eficiência no funcionamento do fundo sendo estes: Gestor, Agente de cobrança e consultor. Todavia quanto mais prestadores de serviços, maior será o custo sobre a rentabilidade dos cotistas, logo os investidores devem equilibrar a confiança no trabalho desses agentes com a taxa que deve ser paga a eles.

Figura 5: Estrutura dos Prestadores de Serviços.



Fonte: elaborado pela autora

Com a imagem acima demonstra-se que a Administradora controla a contratação dos prestadores de serviços do fundo, sendo importante ser ressaltado que a partir do momento em que se decide não contratar um outro agente, a Administradora passa a absorver as funções.

Segundo a Instrução 356, artigo 33, os agentes que são permitidos para a função de administradora:

“Pode ser exercida por banco múltiplo, por banco comercial, pela Caixa Econômica Federal, por banco de investimento, por sociedade de crédito, financiamento e investimento, por sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou por sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.”

Apesar de a Administradora ter grande influência, ela não tem plenos poderes para interferir no fundo, pois a CVM deixa explicitamente vedado que a servidora crie qualquer tipo de encargo sobre os Direitos Creditórios cedidos e os Ativos financeiros. Sua remuneração é através da taxa de administração, a qual normalmente é estabelecido de duas formas, sendo cobrado das duas a maior:

1. Taxa Mínima Fixa Mensal, que estabelece uma espécie de piso de pagamento.
2. Taxa baseada em Fórmula discriminada no Regulamento, a qual tem relação com o volume do Patrimônio do Fundo

É comum serem usados esses métodos para cálculo e o maior valor prevalece. Pode ser reforçado, que esse custo é definido com os cotistas subordinados júnior e independente da forma de cálculo escolhida, deve ser descrito no regulamento disponível para o público em geral na plataforma da CVM.

Sobre a contratação de serviços, como elencado acima, fica a responsabilidade para a administradora, a qual pode empregar os trabalhos fornecidos por uma consultora, o gestor, o de custodiante e o agente de cobrança. Sendo válido ressaltar que, dentro do mercado, é uma prática comum o administrador acumular o serviço de custodiante e que no momento da contratação do gestor, os dois trabalhem em conjunto para definir a divisão de suas atividades, dentro do que a CVM estabelece, principalmente através da Instrução 356, a qual é a regulamentação base em relação a FIDCs.

Visando uma maior transparência de comunicação para os investidores, é obrigatório serem divulgados demonstrativos contábeis anualmente, sendo que estes devem ser analisados por um auditor independente. Nesse contexto, o investidor deve prestar atenção aos dados fornecidos e na reputação da empresa que faz a auditoria, sendo obrigatório que a empresa de auditoria independente esteja autorizada pela CVM para exercer essas funções.

É importante ser citada a exigência de tratamento igualitário entre todos os cotistas, assim a administradora fica encarregada de divulgar amplamente e de forma condizente a essa regra para todos os investidores. Vale frisar que é estritamente proibido por parte de qualquer prestador de serviço, promessas em relação à rentabilidade do fundo, pois para os investidores de cotas superiores são



definidos benchmark, que se torna a meta de rentabilidade, mas não é garantia de rendimento.

A fim de um melhor acompanhamento por parte dos investidores, a administradora é obrigada a divulgar um informe mensal sobre a evolução do fundo, conforme o artigo 52 da Instrução 356 da CVM:

“Toda divulgação de rentabilidade deve informar, quando for o caso, a incidência de taxa de saída ou de performance que reduza o valor da cota ou número de cotas no resgate, esclarecendo o seu valor e sua forma de apuração.”

Além desses dados, é obrigatório descrever a evolução dos ativos investidos e os direitos creditórios, de modo discriminado e destacar que essa rentabilidade ocorrida não serve de garantia para o comportamento futuro do fundo.

Caso as regras estabelecidas sejam desrespeitadas e identificadas pela CVM, o procedimento padrão é a convocação de uma assembleia, à qual os cotistas podem decidir ou trocar a administradora ou fazer a liquidação do fundo.

O papel da agência classificadora de risco é analisar as cotas e as séries, entendendo como ocorrem as operações com os títulos e os riscos que eles podem gerar ao fundo. Assim, quanto maior a nota menor será considerada o valor da previsão de perda para aquele operador, por exemplo, no caso da classificação AA, o valor normalmente atribuído ao PDD será nulo e na nota mais baixa da empresa o seu valor presente deve ser igual ao valor da PDD.

A instrução 356 define o custodiante como “a pessoa jurídica credenciada na CVM para o exercício da atividade de prestador de serviço de custódia fungível”, ou seja, é o responsável pelas transações envolvendo os títulos, o chamado estoque/existência, em que se visualiza cada operação do fundo descrevendo por sacado, valor. Dentre as principais obrigações desse agente se destacam: validar o lastro dos direitos creditórios e se estão condizentes com o regulamento de seu fundo, realizar liquidação física e financeira dos direitos creditórios, cobrar e receber pagamentos na conta do fundo e fazer auditoria dos títulos dos fundos, no momento que entram e manter a rotina de checagem trimestralmente.

Em relação a consultora, no regulamento do FIDC TradePay, explica que ela auxilia na análise dos direitos creditórios, faz o cadastro dos cedentes e sacados,

além de avaliá-los, desse modo esse agente serve de reforço para testar a qualidade das operações que estão no fundo (BRL, 2022). Outro ponto que se vê presente no papel das consultoras, é a busca por operações que fazem o funcionamento do fundo.

Em virtude da taxa de inadimplência, pode ser vantajoso para o fundo contratar um agente de cobrança, o qual fica responsável por negociar com os devedores a forma possível de pagamento, visando diminuir o prejuízo do fundo, ou como é conhecido dentro da carteira, o valor da PDD. Além disso, deve estar trabalhando em parceria com a Administradora para apontar como as operações de cobrança estão sendo encaminhadas, podendo ser a própria consultora do fundo ou um terceiro a desempenhar essa função de Agente de Cobrança.

Sobre a participação da gestora, apesar da ANBIMA (2015) afirmar que não é obrigatória, sua importância para o funcionamento do fundo é importante, pois trabalha em parceria com a Administradora, principalmente na escolha dos ativos financeiros escolhidos para a carteira do Fundo. Todavia, também se pode ver sua presença na fiscalização do cumprimento das regras estabelecidas no regulamento e buscar as melhores opções representando os investidores.

Essa complexa estrutura aponta um trade-off para os investidores como apontado por Pavia (2014, p. 173): “Se, por um lado, a regulação reduz a liberdade dos agentes participantes da indústria e dos investidores, por outro, cria condições para que a indústria se desenvolva de forma segura, transparente e consistente.”

Pavia (2014), ainda explica que as exigências de divulgação de informações, segregação do mercado, a participação dos vários agentes e outros fatores, tornam a indústria brasileira de fundo de investimentos uma das mais seguras do mundo, principalmente pela sua transparência.

#### **4.4 Fatores de Riscos**

No regulamento, deve ser claro os possíveis riscos para o investidor, deixando claro que a Administradora não pode ser responsabilizada e nem os agentes contratados por ela. Desse modo, as principais ameaças à funcionalidade devem ser descritas para que o investidor tenha noção, sendo importante ressaltar que dependendo das operações, objetivo do fundo e outros esse risco pode mudar.

A seguir tem discriminado os principais riscos apresentados nos regulamentos dos fundos TradePay elaborado por BRL (2022) e OXSS produzido pela Singulare (2022).

#### I) Risco de mercado

- **Flutuação de Preço dos Ativos:** O preço e a rentabilidade dos ativos podem ao longo da trajetória do fundo oscilar devido a diversos fatores, como variação da liquidez e pela política fiscal. Assim, parte ou toda a carteira pode ser avaliada com um preço menor, reduzindo o Patrimônio do Fundo.
- **Descasamento de Rentabilidade:** Dado que os créditos são vendidos atrelados a uma taxa pré-fixada e a rentabilidade estabelecida para os investidores é ligado a uma taxa pós-fixada, se houver uma mudança grande no parâmetro utilizado, pode haver descasamento da rentabilidade.
- **Alteração da Política Econômica:** Toda estrutura do Fundo está submetida a política econômica do Governo Federal, assim mudanças na condição financeira dos devedores, os direitos creditórios, os ativos financeiros, dos cedentes podem ser afetados pela gestão do Governo, como mudanças na taxa SELIC e aumento de impostos, logo se compreende que é mais interessante que haja estabilidade para que os agentes possam decidir alocar seus recursos.

Assim, medidas incertas podem gerar um ambiente instável e aumentar a volatilidade do mercado de capitais, afetando a condição financeira dos sacados, podendo até gerar a liquidação dos direitos creditórios, afetando negativamente o patrimônio líquido.

#### II) Risco de Crédito

- **Fatores Macroeconômicos:** Para o Fundo pagar seus cotistas, é preciso que os devedores paguem suas dívidas, caso ocorra algum evento, como aumento da inflação e que afete negativamente a solvência dos sacados, pode aumentar a inadimplência do Fundo, e conseqüentemente, diminuir seu patrimônio.
- **Cobrança Judicial e Extrajudicial:** Caso um sacado não pague o fundo, pode haver cobrança judicial ou extrajudicial dos valores devidos, contudo nada

garante que o procedimento irá manter o patrimônio, por exemplo, em casos de a garantia ser um imóvel, ele prejudica a rentabilidade mensal do fundo.

- Risco de Originação: Ocorre quando não se consegue formar novas operações
- Riscos Relacionados à Adimplência do Cedente na Hipótese de Resolução de Cessão: Na resolução de cessão existem hipóteses que o Cedente pode não cumprir o pagamento no preço acordado, impactando negativamente o fundo.
- Ausência de garantias: A CVM deixa claro que os agentes contratados, como a Administradora e a Gestora, não podem ser responsabilizados por eventuais prejuízos, além da ausência do FGC (Fundo de Garantidor de Crédito). Assim, toda a proteção do fundo fica voltada a sua estrutura, sem garantia de terceiros.
- Risco de Concentração em Ativos Financeiros: Nos primeiros 90 dias, os recursos podem ser aplicados sem limites em ativos financeiros, caso os devedores sejam inadimplentes, o fundo pode ter sua rentabilidade afetada.
- Pré- Pagamento dos Direitos Creditórios: Os juros variam de acordo com o tempo da operação, assim, se o sacado paga de forma adiantada ele não terá sua remuneração reduzida, podendo afetar o patrimônio líquido.
- Renegociação dos Direitos Creditórios: Se houver mudanças nas condições estabelecidas na operação, como a taxa de juros cobrada, pode prejudicar a rentabilidade.

### III) Risco de Liquidez

- Mercado Secundário: No caso do fundo ser fechado, o cotista que quiser vender sua parte, deve fazer no mercado secundário. Todavia, o atual cenário desse mercado apresenta uma baixa liquidez, podendo prejudicar o tempo de venda da cota ou até ser vendida por um menor preço.
- Direitos Creditórios: Caso ocorra a venda de Direitos Creditórios, como em caso de liquidação do fundo, pode não ter compradores ou perda de valor na operação.
- Resgate Condicionado das quotas: No caso dos fundos abertos, são permitidos os resgates do valor aplicado. Todavia o montante do fundo depende do pagamento dos direitos creditórios e dos ativos financeiros, caso

os sacados não cumpram seus compromissos, os investidores podem ficar sem liquidez para receber seus resgates.

- Insuficiência de Recursos no Momento da Liquidação do Fundo: caso no momento de liquidação, o fundo não possua liquidez, o pagamento pode decorrer, pelas seguintes opções:
- À medida que os Direitos Creditórios forem vencendo e sendo pagos
- Venda para terceiros dos Direitos Creditórios, podendo perder valor
- Resgate de Cotas Sênior em Direitos Creditórios, caso de Liquidação

Nesse contexto, é válido ressaltar a explicação sobre o papel da gestão de risco em um FIDC segundo Mariani (2014, p. 42- 43):

“A avaliação de um fundo em Direito Creditório incorpora a qualidade dos recebíveis, o reforço de crédito para cobrir perdas eventuais das cotas seniores, o estabelecimento de cláusulas para a liquidação antecipada do fundo e uma estrutura jurídica que garanta a venda definitiva e irrevogável dos recebíveis de crédito.”

#### **4.5 Cenário Atual**

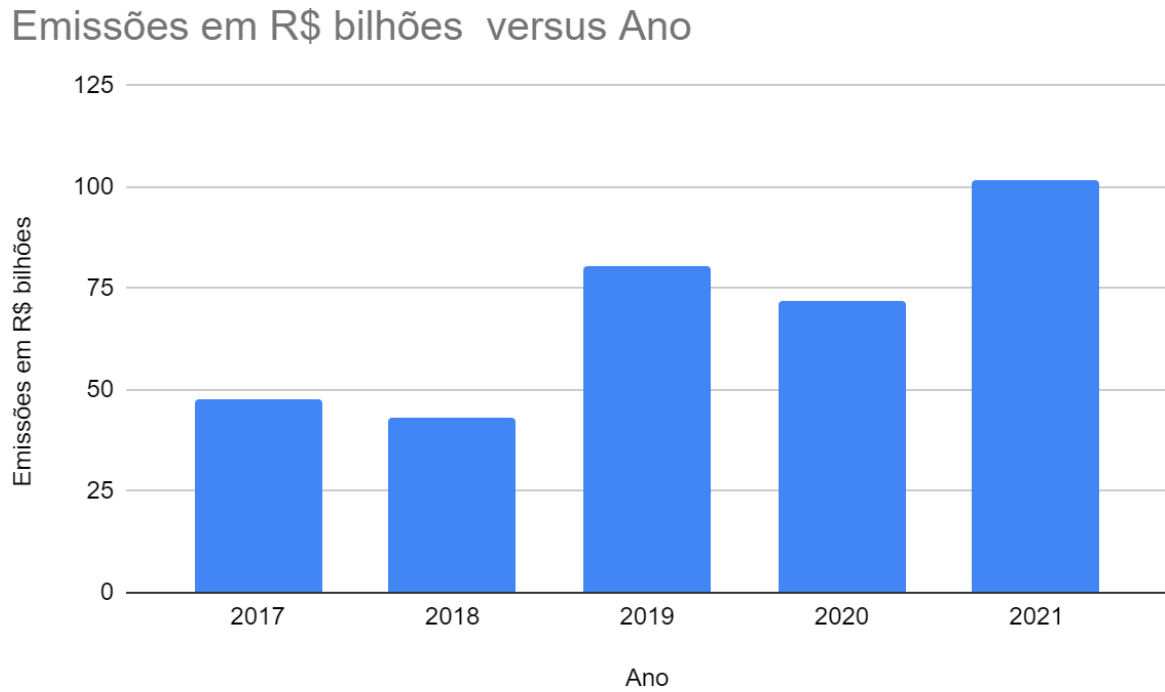
Sobre o cenário atual foram usados dados disponibilizados no Anuário da Uqbar (2022), a qual apresenta o comportamento apresentado pelo mercado de FIDC, que durante o período de 2017- 2018 tinha um volume relativamente estável, mas em 2019 teve um crescimento considerável emitindo 80,54 bilhões, mostrando um aumento de 53,67% em relação ao ano anterior.

O ano de 2020 foi um período de forte incerteza para a economia como um todo pela presença do coronavírus, em relação ao mercado de FIDCs foi visto uma contração nas operações criadas, uma vez que pela insegurança do momento juntamente com as quedas das vendas pelo distanciamento social, algumas empresas tiveram dificuldades de originar operações, refletindo em um menor volume de Patrimônio de FIDCs em 2020, se comparado com a tendência que o mercado vinha seguindo.

Esse fator pode ser entendido pela explicação de Maia (2009), o qual afirma que na presença de assimetrias de informações, característica forte no cenário de 2020, os

agentes visando maximizar suas utilidades tendem a equilíbrios com racionamento de crédito.

Figura 6: Patrimônio Líquido de Emissão de cotas de FIDC entre 2017 e 2021



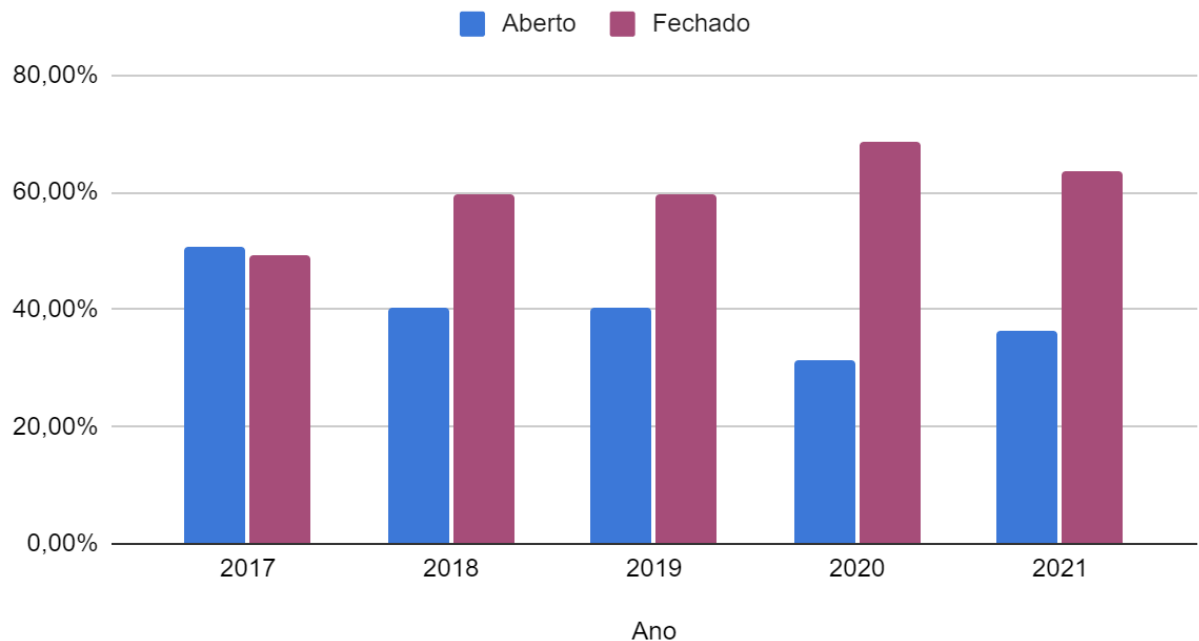
Fonte: Elaborado pela autora com dados disponíveis pela Uqbar (2022)

Já no ano de 2021, mesmo com o covid-19 ainda presente na realidade da população, com o avanço da vacinação, volta dos mercados e uma adaptação dos agentes ao cenário foram visto uma recuperação considerável, onde foi contabilizado um patrimônio emitido no mercado primário superior a 101 bilhões.

Outro ponto a ser levantado é em relação ao tipo de Condomínio, como dito anteriormente, são divididos em Fechados e Abertos, ao se observar os dados levantados pela Uqbar (2022), percebe-se que os agentes estão preferindo fundos fechados, apesar de tradicionalmente terem um maior risco, pois nos Fundos Abertos pode resgatar seu dinheiro se o cotista sentir necessidade.

Figura 7: Patrimônio Líquido de Emissão de cotas por tipo de condomínio entre 2017 e 2021

## Emissão por tipo de Condomínio



Fonte: Elaborado pela autora com dados disponíveis pela Uqbar (2022)

Sendo válido ressaltar a explicação de Machado (2013 p. 16): “O crédito assume fundamental importância para aumentar ou reduzir o nível de emprego e renda em um determinado país, afetando bastante o PIB (Produto Interno Bruto) através de sua dinâmica”.

Desse modo, pode ser entendido o impacto que redução desse mercado pode ter no nível de produção da economia, pois como dito anteriormente, os FIDCs se mostram como uma alternativa de captar liquidez para empresas, independente do seu porte e seu nível de endividamento, focando na qualidade dos seus recebíveis.

## 5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Para este trabalho foi visado entender a possibilidade de se buscar financiamento através da securitização dos recebíveis por empresas e a venda desses títulos para Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios, que consiste em fundos de investimentos que no mínimo 50% dos seus ativos são aplicados em direitos creditórios.

A necessidade de se perceber alternativas fora do mercado de crédito tradicional advém das problemáticas envolvendo esse segmento, principalmente pela forte presença do setor bancário, exemplo disso é que dentro do cenário brasileiro se tornou custoso adquirir um financiamento e com um prazo curto. Além de que, as falhas de mercado geram uma escassez de crédito, prejudicando principalmente empresas menores, situação que se agrava ainda mais em momentos de crise, pois o crédito tende a se retrair como explica a teoria pela preferência de liquidez.

Desse modo, entende-se que a evolução do sistema financeiro incentiva cada vez mais o desenvolvimento do mercado de capitais, buscando trazer alternativas sem a necessidade de intermediação financeira. Com o uso de securitização via FIDCs a relação se torna entre cedente, sacado e o fundo de investimentos, gerando um sistema menos burocrático, menos custoso e mais acessível.

Para as empresas, a vantagem de buscar financiamento via FIDC está na possibilidade de conseguir liquidez sem interferir no seu nível de endividamento, conseguindo eliminar ainda o risco de pagamento por parte dos sacados.

Para os investidores, é uma opção dentro do mercado de Renda Fixa altamente adaptável de acordo com o risco e rentabilidade do investidor, uma vez que o mercado apresenta diversas opções de fundos, com diferentes ativos, regras de concentração e outros fatores. Assim, ao tomar a decisão de investimento o agente deve observar o regulamento do fundo e analisar seus possíveis riscos, podendo ser citado que eventuais mudanças devem ser aprovadas pelos cotistas.

Buscando diminuir o risco causado pela ausência do FGC- Fundo Garantidor de Crédito, o FIDC buscou montar dentro de sua própria estrutura para estabelecer uma relação que atribuísse rentabilidade com risco da cota escolhida. Assim, a cota



subordinada júnior protege os cotistas da sênior e mezanino, ao mesmo tempo em que consegue uma rentabilidade variável, pois as cotas superiores têm um benchmark que funciona como um teto.

Ademais, foi visto como se forma a estrutura operacional de um FIDC, em que os prestadores de serviços buscam trabalhar visando a defesa do direito dos cotistas e fiscalizando a qualidade das operações entre si, focados em não somente uma carteira que proporciona uma alta rentabilidade, mas também com ativos com qualidade. Dessa forma, além de se ter a CVM (Comissão de Valores Mobiliários) como órgão fiscalizador, tem-se uma autoregulação dos investidores e dos agentes que trabalham prestando serviço para o Fundo.

Nesse contexto, pode-se ver o mercado dos fundos de investimento em direitos creditórios em uma crescente juntamente com o mercado de capitais, que mesmo sofrendo retração durante a pandemia do covid-19, está se recuperando e em 2021 bateu recorde de Patrimônio Líquido emitido.

## 6. REFERÊNCIAS

ALCAIRE, Mariana Rosa de Azevedo Basso. **Securitização de recebíveis**. Orientador: João Randolfo Pontes. 2013. 55 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Economia) - Universidade Federal de Santa Catarina, Florianópolis, 2013. Disponível em: <https://repositorio.ufsc.br>. Acesso em: 18 nov. 2022.

ANBIMA- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS FINANCEIROS E DE CAPITAIS. **Fundo de Investimento em Direitos Creditórios**. Rio de Janeiro: ANBIMA, 2015.

ARAKAKI, Fernando Crisol. **Securitização e Fidcs**. Orientador: Dr. Ricardo Rocha. 2008. 1-57 f. Monografia (Bacharel em Ciências Econômicas) -: Faculdade de Economia e Administração, São Paulo, 2008. Disponível em: <https://repositorio.insper.edu.br>. Acesso em: 7 jan. 2022.

BRASIL. Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. Regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditório. Diário Oficial da União, Brasília, n. 356, p. 2-25, 17 dez. 2001. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br>. Acesso em: 12 jul. 2022.

BRASIL. Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006. Dispõe sobre o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados. Diário Oficial da União, Brasília, n. 444, p. 1-2, 11 dez. 2006. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 set. 2022.

BRASIL. Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera os dispositivos nas Instruções 155/91, 209/94, 278/98, 332/00, 356/01, 391/03, 399/03, 414/04, 429/06, 444/06, 461/07, 472/08, 476/09 e 539/13. Diário Oficial da União, Brasília, n. 554, p. 2-15, 19 dez. 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br>. Acesso em: 23 set. 2022.

BRASIL. Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Inclui, revoga e altera os dispositivos nas Instruções 409/04; 411/04; 413/04; 522/12; 524/12; 536/13 e 549/14; os arts. 1º a 11 e 14 da Instrução 450/07; os arts. 1º a 3º da Instrução

456/07; os arts. 1º e 2º da Instrução 465/08 e os arts. 1º a 2º da Instrução 512/11. Diário Oficial da União, Brasília, n. 554, p. 2-15, 19 dez. 2014. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br>. Acesso em: 22 jul. 2022.

BRL Distribuidora De Títulos E Valores Mobiliários S/A. **Regulamento Do Fundo De Investimento Em Direitos Creditórios TradePay Varejo I**. São Paulo: CVM, 2022. Disponível em: <https://cvmweb.cvm.gov.br>. Acesso em: 20 out 2022.

CARVALHO, Raphael Luna. **Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios como uma alternativa de financiamento e investimento**. 2015. 38 f. Monografia (Bacharel em Economia) - Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <https://pantheon.ufrj.br>. Acesso em: 8 dez. 2021.

COELHO, Livia Sendra. **A Evolução do Mercado de Crédito Brasileiro**. Orientador: Luiz Roberto Cunha. 2006. 57 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Economia) - PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO, [S. l.], 2005. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br>. Acesso em: 28 out. 2022.

CVM- Comissão de Valores Mobiliários. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: CVM, 2014. Disponível em: <https://www.investidor.gov.br>. Acesso em: 04 fev 2022.

DANTAS, José Alves; MEDEIROS, Otávio Ribeiro de; PAULO, Edilson. Relação entre concentração e rentabilidade no setor bancário brasileiro. **Revista contabilidade & finanças**, São Paulo, v.22, n.55, p.5-28, 2011. Disponível em: <http://www.scielo.br>. Acesso em: 12 dez. 2021.

MAIA, GUILHERME B. DA S. Racionamento de Crédito e Crise Financeira: Uma Avaliação Keynesiana. **Créditos**, [s. l.], v. 16, ed. 31, p. 61-84, 1 jun. 2009. Disponível em: <https://web.bndes.gov.br>. Acesso em: 24 out. 2022.

NEGRI, Danny Malka y. **A Operação de Securitização de Créditos no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2018. 85 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Direito) - Universidade Católica do Rio de Janeiro, [S. l.], 2018.

GERHARDT, Tatiana Engel *et al.* Estrutura do Projeto de Pesquisa. *In*: GERHARDT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo (org.). **Métodos de Pesquisa**. 1. ed. Porto

Alegre: UFRGS, 2009. cap. 4, p. 65-88. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br>. Acesso em: 12 jan. 2022.

IVO, Gabriel de Andrade *et al.* A expansão do crédito no Brasil: uma ferramenta para o desenvolvimento socioeconômico. **Gestão & Regionalidade**, [S. l.], v. 32, n. 95, p. 160-174, 3 jun. 2016. Disponível em: <https://seer.uscs.edu.br>. Acesso em: 5 jan. 2022.

LUFT, Alison.; ZILLI, Julcemar Bruno. Concentração de mercado: uma análise para a oferta de crédito pelo setor bancário brasileiro. **Revista Teoria e Evidência Econômica**, v. 19, n. 41, 19 dez. 2013. Disponível em: < <http://seer.upf.br>>. Acesso em: 08 dez. 2021.

MACHADO, Lucas da Silva. **A Operação de Securitização de Créditos no Mercado de Capitais Brasileiro**. 2020. 65 f. Trabalho de conclusão de curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) - Universidade Federal da Bahia, Salvador, 2020.

MARIANI, Vinicius Ferreira de Lima. **A estrutura da securitização de recebíveis no Brasil e a formação de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC)**. [S. l.: s. n.], 2014. Disponível em: <https://acervodigital.ufpr.br/>. Acesso em: 17 ago. 2022.

MASTER S/A CORRETORA DE CAMBIO, TITULOS E VALORES MOBILIARIOS. **Regulamento do L'ARCA CAPITAL FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITARIOS**. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: <https://cvmweb.cvm.gov.br>. Acesso em: 13 nov 2022.

OLIVEIRA, Lucas Evangelista Freitas. **Fundos de investimento em direitos creditórios**. 2018. 42 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Finanças) - Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Fortaleza, 2018. Disponível em: <https://repositorio.ufc.br>. Acesso em: 03 jan 2022.

PAVIA, EDUARDO CHEREZ. **Fundos de investimentos: Estrutura Jurídica e Agentes de mercado proteção do investimento privado**. Orientador: Ivo

Waisberg. 2014. 183 f. Tese (Mestrado em Direito Comercial) - Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2014.

PRESENTE, Ronaldo. **Mercados Financeiros**. Salvador: Universidade Federal da Bahia, 2019. 119 p. Disponível em: <https://educapes.capes.gov.br>. Acesso em: 5 fev. 2022.

PINDYCK, Robert; RUBINFELD, Daniel. **Microeconomia**. 8. ed. São Paulo: Pearson, 2013. p.729.

PINHEIRO, Fernando Antonio Perrone; SAVOIA, José Roberto Ferreira. **Securitização de Recebíveis – Análise dos Riscos Inerentes**. Securitização, São Paulo, v. 7, n. 3, p. 305–326, 10 jul. 2009.

SANT'ANNA, André Albuquerque; BORÇA JUNIOR, Gilberto Rodrigues; ARAUJO, Pedro Quaresma de. **Mercado de crédito no Brasil: evolução recente e o papel do BNDES (2004-2008)**. In: Revista do BNDES. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social v.16, n.31, (jun. 2009), p. 41-59.

SILVA, Pedro Filipe Pereira da. **A viabilidade e funcionamento do fundo de investimento em direitos creditórios: estudo de caso do FIDC Lojas Renner II**. 2019. 69 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Administração) - Universidade Federal Fluminense, Faculdade de Administração e Ciências Contábeis, Niterói, 2019. Disponível em: <https://app.uff.br>. Acesso em: 25 nov 2022.

SILVA, Renata Rosada da. **Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCS) como uma alternativa ao financiamento de micro e pequenas empresas**. 2007. 85 f. Tese (Mestrado em Economia) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto, Ribeirão Preto, 2006. Disponível em: <https://www.teses.usp.br>. Acesso em: 7 dez. 2021.

SINGULARE CORRETORA DE TITULOS E VALORES MOBILIARIOS S.A. **Regulamento do OXSS FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITARIOS**. São Paulo: CVM, 2022. Disponível em: <https://cvmweb.cvm.gov.br>. Acesso em: 25 out 2022.

SOUSA, Marcelo dos Santos. **Fundos de direitos creditórios (FIDCs)**. 2020. 1-87 f. Tese (Mestre em Governança e Desenvolvimento) - ESCOLA NACIONAL DE ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA, Brasília, 2019. Disponível em: <https://repositorio.enap.gov.br>. Acesso em: 22 dez. 2021.

TOLFO, Denise; CÓRDOVA, Fernanda Peixoto. A pesquisa científica. *In*: GERHADT, Tatiana Engel; SILVEIRA, Denise Tolfo (org.). **Métodos de Pesquisa**. 1. ed. Porto Alegre: UFRGS, 2009. cap. 2, p. 31-42. Disponível em: <https://lume.ufrgs.br>. Acesso em: 11 jan. 2022.

UQBAR. **Anuário Uqbar FIDC**. 15 ed. Brasil: UQBAR, 2022. Disponível em: <https://lp.uqbar.com.br/anuarios2022/fidc.php>. Acesso em: 16 nov. 2022.