

UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ  
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E  
CONTABILIDADE – FEAAC  
DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO  
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

CLEITON SOUZA DE ARAÚJO

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: ESTUDO DA EVOLUÇÃO DESTA  
FERRAMENTA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.**

**CLEITON SOUZA DE ARAÚJO**

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: ESTUDO DA EVOLUÇÃO DESTA  
FERRAMENTA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia apresentada à Faculdade de  
Economia, Administração, Atuária,  
Contabilidade e Secretariado Executivo,  
como requisito parcial para obtenção do  
grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Carlos Manta P. Araújo.

**FORTALEZA**

**2010**

A688s

Araújo, Cleiton Souza de

Securitização de recebíveis: estudo da evolução desta ferramenta no mercado de capitais brasileiro. / Cleiton Souza de Araújo. – Fortaleza, 2010.  
49 f.; 30 cm

Orientador: Prof. Carlos Manta P. Araújo.

Monografia (Graduação) – Faculdade de Economia, Administração, Atuária, Contabilidade e Secretariado Executivo.. Fortaleza-CE, 2010.

1. Mercado de capitais brasileiro. 2. Securitização 3. Evolução I. Título.

CDD: 332.60981

CLEITON SOUZA DE ARAÚJO

**SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS: ESTUDO DA EVOLUÇÃO DESTA  
FERRAMENTA NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Esta monografia foi submetida à Coordenação do Curso de Administração, como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Administração, outorgado pela Universidade Federal do Ceará – UFC e encontra-se à disposição dos interessados na Biblioteca da referida Universidade.

A citação de qualquer trecho desta monografia é permitida, desde que feita de acordo com as normas de ética científica.

Data da Aprovação 30/06/2010

Nota

---

Prof. Carlos Manta Pinto de Araújo  
Prof. Orientador

Nota

---

Prof. Laudemiro Rabelo de Sousa e Moraes  
Membro da Banca Examinadora

Nota

---

Prof. Zorandy Lopes Oliveira  
Membro da Banca Examinadora

## AGRADECIMENTOS

A DEUS, que me deu a vida, inteligência, confiança e motivação para seguir em busca dos meus objetivos;

Aos meus pais, pela minha formação pessoal e educacional, além do constante apoio e estímulo para superar os obstáculos;

Ao professor Carlos Manta Pinto de Araújo, pela oportunidade de elaboração deste trabalho sob sua orientação;

À minha esposa, Viviane, pelo apoio e confiança depositados na minha pessoa;

À minha filha, Cíntia, pelo amor e carinho que me serviram de motivação para superar as dificuldades;

Ao meu amigo, Daniel Nogueira e sua família, que me apoiaram desde o primeiro momento e me incentivaram a continuar em busca dos meus sonhos;

Aos meus irmãos e amigos, que me apoiaram em diversos momentos de minha vida;

Ao Banco do Brasil S.A., que, por meio dos seus programas de desenvolvimento e aperfeiçoamento profissional, com base no tripé conhecimento, habilidades e atitudes, proporcionou-me um crescimento cultural e técnico, que contribuíram diretamente no desenvolvimento deste trabalho;

Aos professores Laudemiro Rabelo de Sousa e Moraes e Zorandy Lopes Oliveira, pela disponibilidade para participarem da banca examinadora;

E aos demais que, de alguma maneira, contribuíram na elaboração desta monografia.

## RESUMO

A evolução da securitização de recebíveis no Mercado de Capitais Brasileiro, é o foco do presente estudo. Por meio de pesquisa bibliográfica, de livros, sites oficiais e legislação, procurou-se analisar esta evolução. Os dados foram coletados em sites oficiais, principalmente o site da Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Diante da necessidade de capital por parte das empresas e da necessidade da sociedade como um todo por crédito, as ferramentas financeiras, necessitam cada vez mais de aperfeiçoamento e desenvolvimento, a securitização é resultado desta necessidade. Ao longo deste trabalho estudamos esta ferramenta, expondo seus conceitos e aspectos importantes para a sua concretização. Os resultados do estudo demonstram que ao longo dos últimos anos, este mercado tem evoluído em termos de volume, o que, demonstra a aceitabilidade do nosso mercado doméstico em relação a esta ferramenta.

Palavras-chave: Mercado de Capitais Brasileiro, securitização, evolução

## **ABSTRACT**

The evolution of securitization of receivables in the Brazilian Securities Market, is the focus of the present study. By means of literature, books, official websites and legislation, we tried to analyze this trend. Data were collected from official websites, especially the site of the Comissão de Valores Mobiliários – CVM (asset-backed securities assurance commission). Faced with the need for capital by firms and society as a necessity for all credit, financial tools, an increasing need of improvement and development, securitization is the result of this need. Throughout this paper we study the tool, exposing their concepts and issues important to their achievement. The study results show that over the past years, this market has been evolving in terms of volume, which demonstrates the acceptability of our domestic market for this tool.

Keywords: Brazilian Capital Markets, Securitization, evolution

## LISTA DE FIGURAS, QUADROS, TABELAS E GRÁFICOS

FIGURA 1 – Fluxo Financeiro Antes da Securitização	23
FIGURA 2 – Fluxo Financeiro Durante a Securitização	23
FIGURA 3 – Fluxo Financeiro após a Securitização	24
QUADRO 1 – Principais Ativos Securitizados no Mercado de Capitais Brasileiro	27
TABELA 1 – Volume de Emissões de CRI's Registradas Na CVM – 2000-2009	35
TABELA 2 – Volume de Emissões de Debêntures com finalidade de Securitização - Registradas Na CVM – 2000-2009	36
TABELA 3 – Volume de Emissões de Cotas de FIDC's - Registradas Na CVM – 2002-2009	37
TABELA 4 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2002-2009	39
GRÁFICO 1 – Volume de Emissões de CRI's Registradas Na CVM – 2000 – 2009	35
GRÁFICO 2 – Volume de Emissões de Debêntures com a finalidade de Securitização Registradas Na CVM – 2000-2009	37
GRÁFICO 3 – Volume de Emissões de Cotas de FIDC's Registradas Na CVM – 2002-2009	38
GRÁFICO 4 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2002	39
GRÁFICO 5 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2003	39
GRÁFICO 6 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2004	40
GRÁFICO 7 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2005	40
GRÁFICO 8 – Volume do Mercado de Securitização Registrado na CVM – 2002-2009	41

## **LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS**

BNDES – Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social

FNE – Fundo Constitucional do Nordeste

FCO – Fundo Constitucional do Centro-Oeste

FINOR – Fundo de Investimento do Nordeste

ORTN – Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional

SFN – Sistema Financeiro Nacional

CMN – Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

PIS – Programa de Integração Social

COFINS – Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social

CSLL – Contribuição Social Sindical

IRPJ – Imposto de Renda Pessoa Jurídica

IOF – Imposto sobre Operações Financeiras

FIDC – Fundo De Investimento Em Direitos Creditórios

CRI – Certificados De Recebíveis Imobiliários

SPE – Sociedade De Propósito Específico

## SUMÁRIO

LISTA DE FIGURAS, QUADROS, TABELAS E GRÁFICOS .....	6
LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS .....	7
INTRODUÇÃO.....	9
1 HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO .....	14
2 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS .....	17
2.1 Conceito.....	17
2.2 Principais Participantes da Securitização .....	20
2.3 Fluxo de uma Securitização.....	22
3 PRINCIPAIS VEÍCULOS E ATIVOS USADOS NA SECURITIZAÇÃO NO MERCADO BRASILEIRO.....	25
3.1 Sociedade de Propósito Específico – SPE .....	25
3.2 Companhias Securitizadoras.....	25
3.3 Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC .....	25
3.4 Principais Ativos Securitizados .....	26
4 A SECURITIZAÇÃO E O RISCO .....	28
4.1 Securitização e Pulverização do Risco .....	28
4.2 Securitização e outros mecanismos de controle do risco .....	29
4.3 Conceito e tipos de riscos .....	29
5 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL....	32
5.1 Marcos do desenvolvimento do mercado de securitização brasileiro .....	32
5.2 Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI’s.....	34
5.3 Sociedades de Propósito Específico – SPE’s .....	35
5.4 Fundos De Investimento Em Direitos Creditórios – FIDC’s .....	37
5.5 Desenvolvimento Do Mercado De Securitização Como Um Todo .....	41
6 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	43
REFERÊNCIAS .....	45
ANEXO A – GLOSSÁRIO.....	46

## INTRODUÇÃO

Conforme relata Freeney (1995 apud REIS, 2004), um dos primeiros passos para o nascimento do conceito de securitização foi a partir do desenvolvimento do mercado secundário de financiamento hipotecário, resultante do National Housing Act of 1934, nos Estados Unidos. Como o mercado de crédito imobiliário estava em colapso, bem como vários outros setores da economia norte-americana durante a Grande Depressão, o Congresso assinou o ato criando a Federal Housing Administration (FHA), que assegurava o empréstimo por investidores privados, que vislumbravam menores riscos, em função do lastro constituído a partir de hipoteca.

A FHA tinha e ainda tem, como um dos seus principais objetivos, permitir que o maior número de pessoas possíveis tenham acesso ao financiamento com garantia hipotecária, através de um seguro contra inadimplência, caso o mutuário não honre suas obrigações.

O sucesso da FHA, segundo Chaves (2006), impulsionou a constituição de associações e sociedades voltadas para o financiamento habitacional, com participação ativa nas operações de securitização de créditos.

Dentre as principais associações, merecem destaque a Federal National Mortgage Association (FNMA), primeira a ser instituída, em 1938, conhecida como Fannie Mae, e a Government National Mortgage Association (GNMA), chamada Ginnie Mae, surgida da cisão da Fannie Mae em 1968, que passou a ser totalmente privada.

FHA, Fannie Mae e Ginnie Mae foram as responsáveis pela consolidação do mercado primário e secundário de empréstimos hipotecários nos Estados Unidos.

Após a consolidação do mercado de empréstimos hipotecários, de acordo com Chaves (2006), estavam criadas as condições para a realização da securitização de créditos vinculada a empréstimos hipotecários.

A partir daí surgiu o Mortgage-Backed Securities – MBS, o primeiro ativo securitizado no mundo, o qual securitizava o financiamento hipotecário, que teve início na década de 1970. Em seguida a securitização foi realizada com diversos outros ativos, como faturas de cartões de crédito, direitos autorais, direitos sobre eventos (a copa do mundo, por exemplo), leasing e outros recebíveis futuros, que receberam o nome de Asset-Backed Securities – ABS no mercado norte-americano.

No Brasil, diferentemente dos Estados Unidos, as primeiras securitizações de crédito não foram impulsionadas pelas entidades governamentais, ou seja, não receberam inicialmente nem incentivo nem auxílio governamental para sua consolidação.

Tal observação, ainda conforme Chaves (2006), tem suma importância, explicando em parte, o fato da securitização não ter tido no Brasil o mesmo sucesso obtido nos Estados Unidos. A primeira operação de securitização no Brasil foi realizada pela Mesbla, no fim da década de 1980, quando estava passando por dificuldades financeiras. Não estava conseguindo captar recursos no mercado, devido as suas dificuldades. Para conseguir captar tais recursos ela criou uma Sociedade de Propósito Específico - SPE, a Mesbla Trust, para a qual repassou os recebíveis oriundos de suas vendas.

Com base nos recebíveis originados pela Mesbla, foram emitidas debêntures pela Mesbla Trust, que as ofertou ao mercado. O capital proveniente da emissão das debêntures foi repassado a Mesbla, por meio da compra dos seus títulos; com isso, ela conseguiu obter os recursos que precisava para equilibrar suas contas. Com o repasse das debêntures lastreadas nos recebíveis da Mesbla ao mercado, os investidores não precisaram se expor ao risco desta. Risco que se confirmou, pois a empresa em questão declarou falência tempos depois.

Outro marco importante na securitização no Brasil foi a criação da Companhia Brasileira de Securitização - CIBRASEC, em 1997. Em 1999, a CIBRASEC realizou uma operação de securitização com base em contratos dos recebíveis imobiliários da Caixa Econômica Federal – CEF no valor de R\$ 100.000.000,00 (Cem milhões). Esses contratos correspondiam a financiamentos de imóveis, com duração média de 12 a 15 anos e tinham baixa inadimplência. Com base nesses recebíveis, foram emitidos valores imobiliários (especificamente 250 CRI's) que foram subscritos integralmente pelo Itaú.

Através da operação, a Caixa obteve antecipação dos seus recebíveis, dispondo dos recursos imediatamente para novos investimentos. Após 1999, mais precisamente no ano de 2001, foram implementadas outras medidas, que modernizaram e alavancaram o mercado de securitização brasileiro.

Atualmente, a securitização de recebíveis no Brasil, comparativamente a outros mercados, tais como o norte-americano e o europeu, ainda é recente e pouco utilizada, embora esteja em expansão nos últimos anos. Com o objetivo de estimular o mercado de securitização

o Conselho Monetário Nacional - CMN, através da Resolução 2.907 de 29 de novembro de 2001, autorizou a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC’s e de Fundos de Investimentos em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC’s.

Posteriormente, em 17 de dezembro de 2001, A Comissão de Valores Mobiliários - CVM - emitiu a instrução 356, que regulamentou a constituição e o funcionamento de FIDC’s e de FIC-FIDC’s, os quais são instrumentos de grande flexibilidade.

A securitização é uma ferramenta recente no mercado de capitais global, sendo em muitos países, um importante instrumento de alavancagem do crédito, diante da sua importância e evolução no mercado global, surge a seguinte questão: o mercado de securitização vem evoluindo nos últimos anos dentro do Mercado de Capitais Brasileiro?

O presente trabalho tem como objetivo o estudo da Securitização de Recebíveis no Brasil e o seu desenvolvimento no Mercado de Capitais Brasileiro, abordando os diversos mecanismos para viabilizá-la, tais como:

- ✓ Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI’s;
- ✓ Sociedades de Propósitos Específicos – SPE’s;
- ✓ Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC’s.

Avaliando estas ferramentas e sua aceitabilidade no mercado de securitização, tendo em vista sua importância como mais uma alternativa de captação de recursos de longo prazo para as empresas em seus processos produtivos.

Assim, o objetivo específico do presente trabalho será estudar a securitização de recebíveis e o seu desenvolvimento dentro do Mercado de Capitais Brasileiro.

Segundo, Cançado e Garcia (2007, p. 48), “as operações de securitização e o desenvolvimento deste mercado podem trazer diversos benefícios a um país e aos participantes das operações”. O crescimento do mercado de securitização pode trazer os seguintes resultados: aumento da concorrência entre os agentes do mercado de capitais e financeiro, queda de *spreads* e custos de intermediação e conseqüentemente redução do custo de captação, influenciando diretamente a taxa de crescimento da economia como um todo, a

competitividade internacional por meio da ampliação de alternativas de financiamento do setor produtivo.

O presente tema, Securitização de Recebíveis no Mercado de Capitais Brasileiro, justifica-se por tratar de um assunto de relevada importância que até recentemente era uma engenharia financeira pouco disseminada no Brasil. Com isso, esta ferramenta tem grande potencial de crescimento, visto que o mercado brasileiro necessita de financiamento de longo prazo para o processo produtivo. Até pouco tempo atrás as fontes de recurso de longo prazo se restringiam àqueles disponibilizados pelos Bancos de Desenvolvimento e Econômico Social (BNDES), Fundos Constitucionais (FNE, FCO, FINOR e Bancos de Investimento) e organismos multilaterais (Banco Mundial, BID), além do mercado de capitais nacional e internacional, cujos recursos são restritos, onerosos e de grande complexidade.

A securitização de recebíveis, pode promover o processo de “desintermediação financeira”, propiciando maior liquidez ao mercado e diminuindo o seu risco sistêmico, devido à pulverização. Para o país a securitização de recebíveis pode fomentar o investimento em infra-estrutura, tais como, saneamento básico, geração de energia, rodovias, portos, ferrovias e telecomunicações.

A metodologia aplicada na realização deste trabalho se baseou em pesquisas bibliográficas, através de livros que abordam o assunto, coleta de dados em sites oficiais, manuais técnicos e aspectos legislativos.

### **Estrutura da Monografia**

A presente monografia está estruturada em seis capítulos. O primeiro capítulo contempla o histórico do Mercado de Capitais Brasileiro desde a década de 1960, até a década atual.

O segundo capítulo contempla informações sobre a securitização de recebíveis, buscando conceituar a operação de securitização, descrever os principais participantes no processo de securitização, além de descrever o fluxo financeiro, antes, durante e depois deste processo.

O terceiro capítulo traz informações mais detalhadas sobre os principais veículos e ativos utilizados na securitização em nosso mercado doméstico.

O quarto capítulo busca demonstrar a relação entre a securitização e os diversos tipos de risco, tais como risco de mercado, risco de liquidez, risco de crédito dentre outros, além de demonstrar que o processo de securitização beneficia todo o sistema financeiro ao diluir o risco entre diversos investidores.

O quinto capítulo apresenta a evolução do mercado de securitização no nosso mercado de capitais nos últimos anos, em termos de volume financeiro registrados na Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

O sexto capítulo representa a conclusão do trabalho, com a exposição das vantagens da securitização no processo de desintermediação financeira, pulverização do risco e diminuição do *spread*, além de destacar a consolidação desta ferramenta em nosso mercado de capitais.

## 1 HISTÓRICO DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO

O perfil do investidor brasileiro, até meados da década de 1960, era caracterizado por investimentos principalmente em ativos realizáveis de longo prazo, tais como imóveis e ouro, por exemplo. Este investidor, que poderia ser uma Pessoa Física ou Pessoa Jurídica, evitava a aplicação em títulos, quer fossem estes públicos ou privados. O perfil do investidor daquela época era diretamente influenciado por aspectos econômicos e legais, quais sejam uma inflação crescente e uma legislação que limitava os rendimentos de aplicações financeiras em 12% ao ano. Tal legislação era conhecida por Lei da Usura, que foi instituída pela lei nº 1.521, de 26 de dezembro de 1951. Como o rendimento máximo das aplicações financeiras definido pela Lei da Usura se equiparava a inflação da época, isto canalizava os investimentos para os ativos realizáveis de longo prazo.

Após o golpe militar de 1964, o Governo do então presidente Castelo Branco deu início a um programa de reforma na economia nacional, que englobou a reestruturação do mercado financeiro. Segundo a Comissão Nacional de Bolsa de Valores (1998), foram sancionadas diversas leis, dentre outras as:

- Lei 4.357/64 de 16/07/1964, da Correção Monetária – Estabeleceu normas de indexação dos débitos fiscais e criou os títulos públicos federais, com correção monetária e juros pelas Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional – ORTN's;
- Lei 4.594/64 de 29/12/1964, da Reforma Bancária – Reformulou o sistema nacional de intermediação financeira em termos de normas de procedimentos e funcionamento do mesmo, também criou órgãos importantes para o Sistema Financeiro Nacional - SFN, como o Conselho Monetário Nacional - CMN e o Banco Central - BACEN;
- Lei. 4.728/65 de 31/12/1964, do Mercado de Capitais Brasileiro – Disciplinou o mercado e estabeleceu medidas para o seu desenvolvimento, com a estruturação do sistema de investimentos;
- Lei 6.385/76 de 26/11/1976, da Comissão de Valores Mobiliários – CVM Criou este órgão responsável pela legislação, fiscalização, registros e regulamentação do mercado de valores mobiliários no Brasil;

- Lei 6.404/76 de 15/12/1976, das Sociedades Anônimas S/A's — Regulamentou as características das sociedades anônimas com estruturação de direitos e obrigações dos agentes deste setor.

Este conjunto de leis gerou diversas modificações no sistema brasileiro de intermediação, tais como:

- ✓ A reformulação da legislação sobre Bolsa de Valores;
- ✓ A mudança dos corretores de fundos públicos para Sociedades Corretoras;
- ✓ A criação de Bancos de Investimentos.

Visando ao desenvolvimento da indústria de fundos de investimento, com as mesmas funções exercidas hoje pela CVM, foi criada a Diretoria de Mercado de Capitais dentro do Banco Central.

Além destas modificações, foram criados incentivos para a aplicação no mercado acionário, tais como: Fundos 157, criados pelo Decreto Lei nº 157, de 10/02/67, nos quais a pessoa física ou jurídica poderiam utilizar parte do imposto devido na Declaração do Imposto de Renda, para comprar ações de companhias de capital aberto. Estas medidas proporcionaram o crescimento do mercado de capitais no país.

O rápido crescimento da demanda por ações não foi seguido por um aumento de novas emissões de ações. Isto desencadeou o “boom<sup>1</sup>” da Bolsa do Rio de Janeiro entre fins de 1970 e meados de 1971, pelo qual movimentos especulativos ocasionaram uma forte alta das ações, “uma bolha<sup>2</sup>”, alcançando seu ápice em julho de 1971. Neste momento, os investidores mais esclarecidos começaram a vender suas ações e a emissão de novas ações pelas empresas aconteceu simultaneamente, o que gerou um rápido e amplo movimento de baixa. Os investidores menos experientes, assustados com esse movimento, procuravam vender seus títulos o que agravou a situação. O “boom de 1971” teve curta duração, porém suas conseqüências para o mercado foram vários anos de depressão, devido aos grandes prejuízos gerados por algumas companhias, o que manchou, por muitos anos, o mercado de capitais.

Só a partir da década de 1990 o mercado de capitais brasileiro começou a se recuperar, pois, com a abertura da economia brasileira, aumentou o volume de investimentos

---

<sup>1</sup> Forte expansão do mercado em um curto espaço de tempo.

<sup>2</sup> Alta valorização de ativos, de forma artificial, ou seja, supervalorização de ativos “podres”, sem valor real.

estrangeiros no nosso mercado de capitais. Somando-se a isso, algumas empresas brasileiras começaram a lançar suas ações no mercado norte americano, sob a forma de American Depositary Receipts - ADR's, com objetivo de se capitalizarem.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir as regras impostas pelo Securities and Exchange Commission - SEC, uma espécie de Comissão de Valores Mobiliários - CVM do mercado americano, ou seja, o órgão regulador do mercado de capitais norte-americano. Este órgão emite regras relacionadas, dentre outras, a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, denominado como "Os Princípios de Governança Corporativa".

Desse momento em diante, as empresas brasileiras começaram a ter contato com investidores mais exigentes e sofisticados, habituados a investirem em empresas com práticas de governança corporativa mais avançada do que as do nosso mercado interno, o que resultou em maior qualidade para o mercado brasileiro. Ao mesmo tempo em que aumentava o número de investidores institucionais internos de grande porte e com plena consciência de seus direitos.

Apesar deste progresso, mesmo assim, com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro perdeu espaço para outros mercados devido a pouca proteção ao acionista minoritário e a grandes incertezas com relação às aplicações financeiras. Companhias com falta de gestão e transparência, poucos instrumentos de supervisão destas companhias influenciavam negativamente a percepção de risco, o que aumentava o custo de capital das empresas brasileiras.

A partir de 2001, algumas iniciativas governamentais e institucionais foram implementadas, para revitalizar o mercado brasileiro de capitais, aperfeiçoando a regulamentação ou regulação, e buscando assegurar maior proteção ao investidor e melhorar as práticas de governança das empresas listadas no mercado brasileiro de capitais. Podem-se destacar dentre elas a aprovação da Lei nº 10.303/01 de 31/10/2001 (A Reforma da Lei das Sociedades Anônimas) e a criação do Novo Mercado e dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa pela Bolsa de Valores de São Paulo - Bovespa. É dentro desse mercado que se dará nosso estudo sobre Securitização de Recebíveis.

## 2 SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

### 2.1 Conceito

No exercício de suas atividades, as empresas têm necessidade constante de capital para várias finalidades, tais como: compras diversas de insumos para produção, manutenção de estoques, capital de giro e financiamento. Tudo visando dar continuidade a suas atividades.

Num primeiro momento, esse financiamento pode ter três fontes, sendo a primeira através de aporte de capitais pelos próprios sócios; a segunda por meio de reinvestimentos dos lucros e a última através de capitais de terceiros.

Para captar recursos de terceiros, as formas mais tradicionais são a busca de empréstimos bancários (em suas diversas modalidades) para empresas em geral e lançamento de valores mobiliários no mercado de capitais, exclusivamente para as sociedades anônimas. Essas opções de financiamento têm um custo embutido, no empréstimo bancário é a taxa de juros cobrada, no mercado de capitais, além da taxa de retorno exigida pelo investidor existe o custo de operacionalizar os lançamentos dos valores mobiliários no mercado. Além dos custos dessas opções, outros fatores influenciam a busca por opções diferentes destas, tais como fatores legais, contábeis, de mercado e mesmo limite de crédito.

Empresas em situações financeiras difíceis encontram dificuldades e custos ainda maiores, e em muitos casos têm seus pedidos de empréstimos liberados muito aquém das suas necessidades, quando não, simplesmente negados, junto ao sistema bancário e seus títulos rejeitados no mercado de capitais. Portanto, eis o desafio: encontrar meios de obtenção de crédito e/ou financiamento oferecendo maiores garantias, buscando desvincular o risco dessas empresas da operação, obtendo assim um menor custo de captação de recursos.

Para superar os diversos desafios econômicos, o mercado financeiro está constantemente evoluindo e criando novas ferramentas num processo de engenharia financeira, dentro desse processo de evolução surgiu a operação de securitização de recebíveis, objeto de nosso estudo. Vejamos agora o que é securitização; seguem algumas de suas definições, na visão de outros autores.

Segundo Caminha (2007, p. 38):

Do ponto de vista financeiro, a securitização em sentido estrito é uma operação por meio da qual se mobilizam ativos – presentes ou futuros – que, de outra maneira, não teriam a possibilidade de se autofinanciar ou gerar renda presente. A possibilidade de se emitirem títulos ou valores mobiliários a partir de uma operação de cessão ordinária é uma forma de se mobilizarem créditos gerados nas mais diversas operações, ainda que tais créditos só venham a ser realizados no futuro.

Percebe-se que o enfoque adotado por Caminha, é o da securitização como forma de financiamento das atividades produtivas.

Segundo Chaves (2006, p. 10):

Consagrada, em sentido estrito, como operação de antecipação do recebimento de créditos, mediante a sua cessão a uma entidade que emitirá títulos ou valores mobiliários no mercado, a securitização introduziu um novo conceito de circulação do crédito. Conjugando cessão e emissão de valores mobiliários, a securitização eliminou riscos e obstáculos atinentes a ambos os negócios, criando um eficiente mecanismo de disseminação de capitais.

O enfoque adotado por Chaves é o da securitização como meio de circulação do crédito no mercado. Com certeza, a securitização impulsiona a alavancagem do crédito, a medida que antecipa o fluxo de caixa das empresas, que podem investirem mais em suas atividades, e, financiarem seus consumidores finais.

Segundo Gaggini (2003, p. 19):

Consiste a securitização de recebíveis em uma operação na qual uma empresa, que chamaremos de originadora, transfere seus créditos para outra empresa, que chamaremos de securitizadora, constituída especificamente para execução deste projeto. Essa empresa adquirirá os créditos da originadora e, tendo-os por lastro, emitirá títulos e valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com os recursos obtidos por meio dessa oferta pública de títulos e valores mobiliários, a securitizadora pagará a originadora pelos créditos a ela cedidos.

A securitização como lastreamento de operações em título, é o enfoque adotado por Gaggini. A securitização depende da originação de recebíveis, por parte do setor produtivo, para sua concretização, pois a operação consiste basicamente em transformar esses recebíveis, em valores mobiliários.

Segundo Cançado e Garcia (2007, p. 5), “securitização pode ser definida como a “monetização” de títulos de crédito, ou seja, o processo de transformação de ativos de dívida em títulos negociáveis no mercado de capitais, através da utilização de determinados veículos.”

A busca de liquidez através da operação de securitização é o enfoque adotado por Cançado e Garcia. Essa liquidez é alcançada, a medida que, se transformam recebíveis não-negociáveis em ativos negociáveis no mercado de capitais.

Em suma, a securitização é o processo por meio do qual o Credor, através de um veículo<sup>3</sup>, agrupa seus recebíveis e o oferta ao mercado, pulverizando o risco dos mesmos, entre os diversos investidores.

Segundo Cançado e Garcia (2007), o mercado de securitização no Brasil ainda encontra-se em um estágio inicial. Este instrumento financeiro possui um aspecto de diversificação e flexibilidade, podendo vir a gerar benefícios para o mercado e seus diversos agentes, bem como o país como um todo.

A operação de securitização pode e deve beneficiar o sistema como um todo, ou seja, essa operação pode trazer benefícios para os diversos agentes do mercado como bancos, sociedades de crédito, financiamento e investimento, sociedades de crédito imobiliário, sociedades de arrendamento mercantil, companhias hipotecárias, corretoras, distribuidoras, fundos de pensão, governo e sociedade.

A securitização de recebíveis é um instrumento financeiro bastante flexível, tanto quanto aos ativos passíveis de securitização (direitos autorais, direitos sobre eventos futuros, faturas de cartão de crédito, financiamento imobiliário, financiamento de veículos), quanto às atividades que podem ser abrangidas (setor de serviços, comércio, financeiro, industrial, governamental) o que permite aos agentes do mercado oferecer diversas soluções a seus clientes.

Segundo Gaggini (2003), é a securitização, portanto, uma operação por meio da qual uma empresa agrupa determinados créditos futuros e os transfere a um veículo que, tendo por base tais créditos, efetuará a emissão de títulos e valores mobiliários no mercado de capitais, repassando os recursos obtidos para a empresa originadora.

---

<sup>3</sup> Outras empresas ou ferramentas financeiras, criados com o objetivo único de adquirir os recebíveis do credor/originador, e tendo-os como lastros efetuar a emissão de títulos(valores mobiliários) no mercado de capitais.

## **2.2 Principais Participantes da Securitização**

Para que ocorra a securitização, são necessários agentes, quais sejam: o originador (cedente), o veículo e o investidor, os quais são considerados os três principais agentes no processo de securitização.

### **2.2.1 Originadores/Cedentes**

Os originadores/cedentes geralmente, são empresas dos diversos mercados, tais como, serviços, indústria, comércio dentre outros ramos de atividade, que possuem contas a receber provenientes de suas atividades com vencimento futuro.

### **2.2.2 Veículos**

Para Cançado e Garcia (2007), os veículos: são outras empresas ou ferramentas financeiras, criados com o objetivo único de adquirir os ativos do originador, e tendo-os como lastros efetuará a emissão de títulos no mercado de capitais. No Brasil, os veículos mais utilizados são: Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios - FIDC's, Sociedades de Propósito Específico – SPE's - e as Companhias Securitizadoras (financeiras e imobiliárias).

### **2.2.3 Investidores**

Os investidores são pessoas que aplicam seu dinheiro em algum negócio/ativo financeiro esperando obter lucros, sendo que o principal investidor no mercado de securitização é o investidor qualificado.

São considerados investidores qualificados: i) instituições financeiras; ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização; iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar; iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

## 2.2.4 Intervenientes da Securitização

É a denominação dada aos diversos níveis de relacionamento, os quais podem ser:

### a) Agente Fiduciário (*Trustee*)

O agente fiduciário, Segundo Cançado e Garcia (2007), é o responsável pela proteção dos direitos dos titulares dos valores mobiliários, sendo sua contratação obrigatória, quando da instituição do regime fiduciário sobre os créditos que dão lastro aos títulos imobiliários. Aos agentes fiduciários, são conferidos poderes de representação dos titulares dos valores mobiliários, inclusive podendo dar quitação após o recebimento dos valores gerados pela operação, tendo, entre outras atribuições, a de administrar o patrimônio em separado da securitização, no caso de insolvência da securitizadora.

Ainda, segundo Cançado e Garcia (2007, p. 35):

No mercado de securitização mundial, existe uma figura similar ao agente fiduciário, conhecida como trustee, cujo trabalho no processo de securitização é mais amplo em relação às atribuições do agente fiduciário, pois assume, além das obrigações legais, obrigações adicionais impostas pela estrutura de securitização.

### b) Gestor dos ativos da securitização (*Servicer*)

*Servicer*, ou gestor dos ativos da securitização, segundo Cançado e Garcia (2007), é a empresa contratada pela securitizadora para administração da carteira de créditos, análise, auditoria e formalização dos créditos, subscrição (*underwriting*), suporte a formalização dos contratos, atendimento a clientes. O principal papel do *servicer* é de ser responsável pela cobrança e processamento dos recebíveis.

### c) Substituto do gestor dos ativos da securitização (*back-up servicer*)

É a empresa que substituirá o *servicer* em caso de impossibilidade do mesmo em continuar exercendo esse papel. O *back-up servicer* deve manter um arquivo idêntico ao do *servicer* para que em caso de necessidade possa substituí-lo tempestivamente.

### d) Auditores

A legislação exige que os veículos sejam auditados por auditores independentes registrados na Comissão de Valores Mobiliários - CVM, os quais são responsáveis pela verificação de suas demonstrações financeiras anuais e trimestrais.

e) Custodiante

É a entidade responsável pelo pagamento dos valores provenientes do fluxo gerado pelo veículo aos investidores.

f) Empresa de classificação de risco (agência de *rating*)

Ainda conforme Cançado e Garcia (2007), a agência de *rating* é uma empresa independente e especializada, que por meio de diversos métodos estatísticos de análise econômica, de mercado, atribui um determinado grau de risco à carteira que será objeto de securitização. Após a classificação do risco, os investidores terão mais informações para decidir se devem aplicar nos títulos emitidos pelo veículo e qual a taxa mínima esperada de retorno comparativamente ao risco do investimento. Esse processo de atribuição de *rating* (nota com relação ao grau de risco) não é efetuado apenas no lançamento, mas sim durante todo o tempo da operação de securitização.

### **2.3 Fluxo de uma Securitização**

A securitização tem início quando o cedente, desejando realizar seus recebíveis futuros no presente, transfere-os ao veículo. Essa transferência se dar por um contrato de cessão de créditos desses ativos, do cedente para o veículo, recebendo os recursos equivalentes ao valor presente de sua carteira de ativos, com um certo deságio, o qual será a taxa de retorno que esses ativos irão proporcionar aos investidores.

Por sua vez, o veículo, de posse dos ativos, lançará títulos no mercado de capitais lastreados por esses ativos, todos os recursos provenientes dos ativos, sejam de amortização de juros ou de capital, serão repassados aos investidores, na forma de dividendos e amortização do capital investido.

Para os devedores ou mutuários, aqueles que devem pagar as dívidas, todo esse processo é transparente, ou seja, não são afetados pela operação de securitização, pois suas dívidas continuam a obedecer às condições negociadas inicialmente, no que se refere a prazos e taxas, através dos esquemas seguintes iremos deixar mais claro o processo de securitização.

### 2.3.1 Esquema de uma Securitização

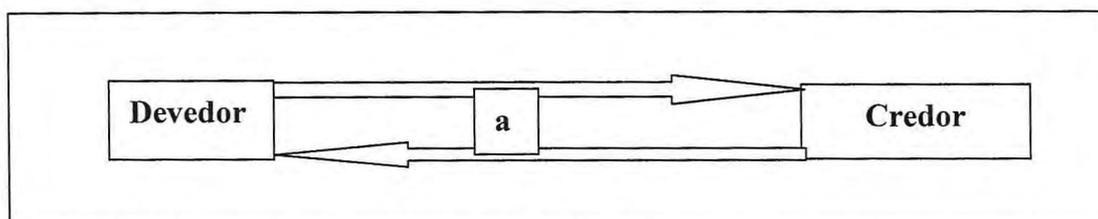


Figura 1 – Fluxo Financeiro Antes da Securitização

Fonte: Elaborado Pelo Autor

Na Figura 1, temos em “a” o fluxo de recebíveis, gerado através da venda de mercadorias ou prestações de serviços pelo Credor, que origina uma obrigação de pagamento por parte do Devedor, antes da operação de securitização. Neste fluxo, o Credor emite os títulos em nome do Devedor e este por sua vez, ao pagá-los, gera receita diretamente ao Credor.

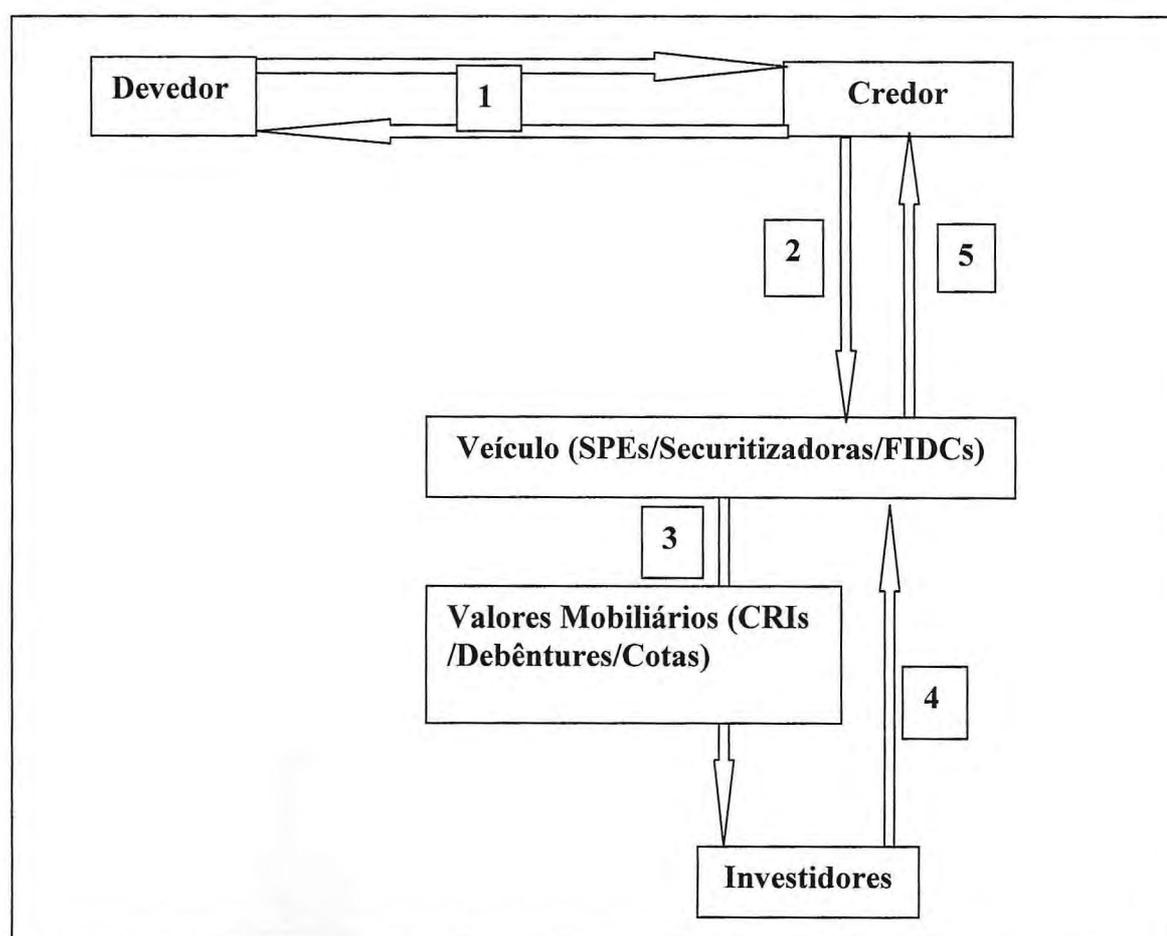


Figura 2 – Fluxo Financeiro Durante a Securitização

Fonte: Elaborado Pelo Autor

A Figura 2 mostra o fluxo financeiro durante o processo de securitização. A empresa Credora possui direitos de crédito contra o Devedor, que gera um fluxo financeiro futuro.

1. O Credor gera recebíveis através da venda de mercadorias ou prestação de serviços tendo como sacado o Devedor.
2. O Credor cede os direitos de crédito, através do qual ele configura como cedente, e, portanto, o fluxo financeiro, para o Veículo.
3. O veículo emite valores mobiliários lastreados nos direitos de crédito cedidos e os coloca no mercado.
4. A colocação dos valores mobiliários capta recursos dos investidores para o veículo.
5. O veículo utiliza os recursos captados para pagar à empresa credora pela cessão dos direitos de crédito.
6. Após o processo de securitização, os fluxos financeiros dos direitos de crédito são pagos diretamente ao veículo, que utiliza os recursos para remunerar os investidores de acordo com o estabelecido no Termo de Securitização.

Após a conclusão do processo de securitização, o fluxo financeiro fica como na Figura

3.

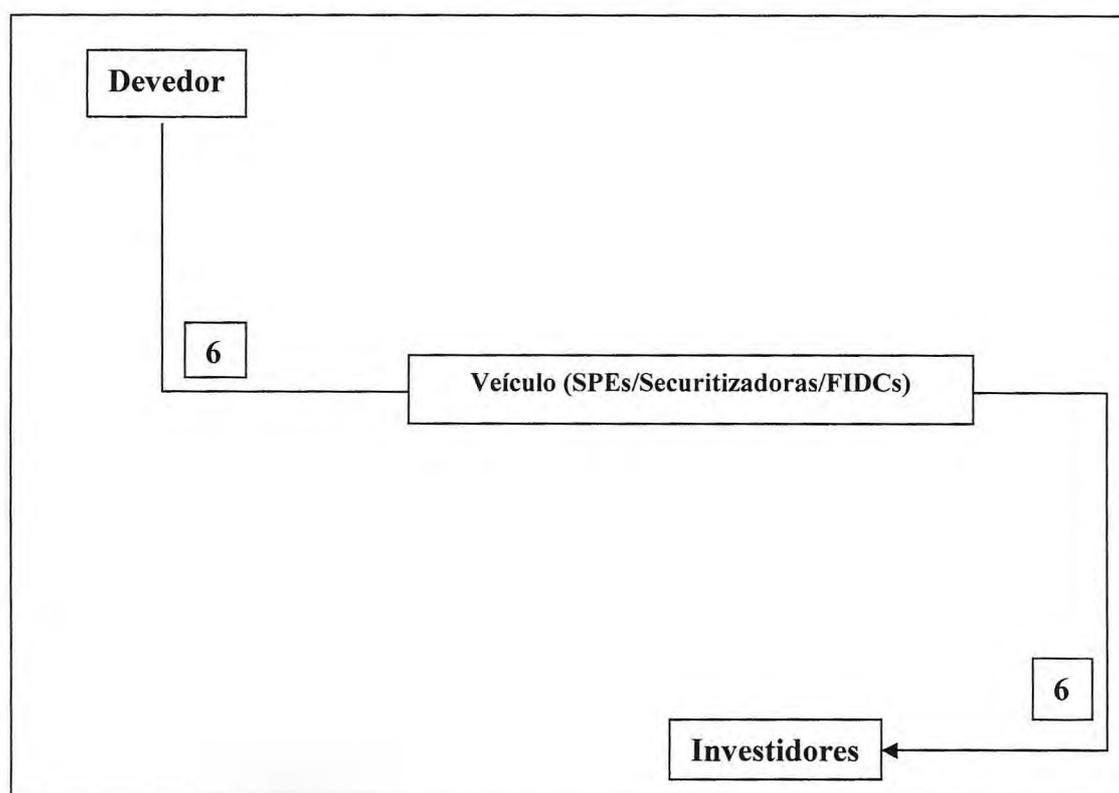


Figura 3 – Fluxo Financeiro após a Securitização

Fonte: Elaborado Pelo Autor

### **3 PRINCIPAIS VEÍCULOS E ATIVOS USADOS NA SECURITIZAÇÃO NO MERCADO BRASILEIRO**

Conforme visto anteriormente, os principais veículos utilizados na securitização no mercado brasileiro são os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC’s, as Sociedades de Propósito Específico – SPE’s e as Companhias Securitizadoras (financeiras e imobiliárias).

#### **3.1 Sociedade de Propósito Específico – SPE**

A Sociedade de Propósito Específico é uma empresa, regida pela Lei 6.404/76, das S/As, criada para assumir o papel de entidade emissora de uma operação de securitização. Uma SPE financia a compra de uma carteira de ativos-lastros do cedente mediante a emissão de instrumentos de dívida como debêntures simples e debêntures com participação de lucros. Apesar de algumas SPE’s terem sido reutilizadas para novas emissões, é comum que estas sejam dissolvidas após a liquidação completa das obrigações emitidas. As SPE’s não têm objetivo de gerar lucro.

#### **3.2 Companhias Securitizadoras**

São entidades emissoras constituídas sob a forma de sociedade por ações, não-financeira, podendo ter por finalidade a aquisição de: créditos oriundos de operações de empréstimo, de financiamento, de arrendamento mercantil, de créditos imobiliários, de direitos creditórios do agronegócio, os tipos de créditos e de emissões permitidas varia de acordo com o tipo de companhia securitizadora (de créditos financeiros, de créditos imobiliários e de direitos creditórios do agronegócio).

#### **3.3 Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios – FIDC**

Comunhão de recursos administrados que por determinação da CVM destina parcela mínima de 50% do patrimônio líquido para a aplicação em direitos creditórios. Os FIDC’s podem ser constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado e só captam recursos

mediante distribuição de cotas, cuja remuneração e resgate estão atrelados fundamentalmente ao desempenho dos direitos creditórios integrantes do fundo. Não há regime fiduciário para o patrimônio do fundo, de forma que todos os cotistas têm direitos sobre o patrimônio líquido total. Estes direitos, no entanto, estão divididos de acordo com os dois tipos de cotas que um FIDC pode emitir: sênior, aquela que não se subordina as demais para efeito de amortização e resgate, e subordinadas, aquela que se subordina a cota sênior ou outras cotas subordinadas para efeito de amortização e resgate. A regulamentação limita, de forma rígida, os gastos de um FIDC. Os recursos do fundo só podem ser utilizados para pagar despesas inerentes à atividade básica de comprar e vender os ativos especificados no regulamento. Quaisquer outras despesas não previstas como encargos do fundo correm por conta do administrador. O Conselho Monetário Nacional autorizou e a CVM regulamentou a constituição e o funcionamento destes fundos.

### **3.4 Principais Ativos Securitizados**

Todo tipo de fluxo-de-caixa, atual ou futuro, que é gerado por ativos, pode ser securitizado. À medida que o mercado de securitização vem se expandindo e tornando-se cada vez mais sofisticado, a variedade de ativos securitizados tem se diversificado.

Ativos securitizados são os ativos-lastros (ativos que servem de lastro) da operação de securitização e cujo fluxo de caixa constitui a principal fonte de pagamento do principal e da remuneração dos títulos securitizados. Os ativos-lastros são agrupados em classes. Algumas das classes mais comuns no mercado brasileiro são recebíveis comerciais, crédito imobiliário, crédito pessoal, financiamento de veículos recebíveis de cartões de crédito, leasing de aeronaves, leasing de equipamentos, empréstimos educacionais. Veja no Quadro 1, os principais ativos securitizados no Mercado de Capitais Brasileiro:

<b>Exemplos de Ativos Securitizados</b>
Leasings de Aeronaves
Financiamento de Automóveis
Financiamentos de Imóveis
Leasings de Automóveis
Leasing de vagões
Recebíveis de Cartões de Crédito
Duplicatas
Empréstimos garantidos por Imóveis
Financiamentos de Caminhões

Quadro 1 – Principais Ativos Securitizados no Mercado de Capitais Brasileiro

Fonte: Elaborado Pelo Autor

Existem outros tipos menos comuns, tais como: empréstimos para franqueados, financiamentos para taxistas. Também existe um número crescente de transações com ativos operacionais onde os ativos securitizados, tais como vagões ferroviários ou containers marítimos, fazem parte das operações da companhia.

## 4 A SECURITIZAÇÃO E O RISCO

Para Caminha (2007), o processo de desintermediação financeira, promovido pelo mercado de capitais global, por si só diminui o risco do sistema como um todo, pois distribui o risco de todas as operações entre todos os investidores, diferentemente do risco no sistema bancário que se concentra em uma ou algumas instituições.

No sistema bancário tradicional, são usadas basicamente duas ferramentas com relação ao risco: análise de crédito, antes do empréstimo e monitoramento do comportamento do devedor, após o empréstimo. Todo o risco de determinada operação é absorvido pela instituição financeira detentora dos recursos ora emprestados.

Bancos Centrais de todo o mundo exigem que, para assumir tais riscos, as instituições devem se enquadrar em certos níveis de adequação, proporção de risco e capital, de modo que aumentem o capital próprio, à medida que aumentarem o volume de empréstimos, esse é um dos princípios básicos do acordo de Basileia, do qual a maioria dos bancos centrais são signatários.

### 4.1 Securitização e Pulverização do Risco

Segundo Caminha (2007, p. 54):

A securitização tem função extremamente relevante no que diz respeito à alocação de risco, podendo ajudar no gerenciamento, em diferentes graus, da maioria dos tipos de risco a que estão sujeitas instituições financeiras ou outros originadores de natureza diversa. Essa função, se utilizada, adequadamente, pode refletir no fortalecimento do mercado financeiro como um todo. Por seu intermédio, o risco envolvido em determinados financiamentos pode ser dividido e dirigido a quem possa analisá-lo e entendê-lo melhor, e, por conseguinte, demandar retorno menor para assumi-lo.

Na securitização de créditos, ainda segundo Caminha (2007), tudo ocorre como no processo tradicional de análise de crédito, análise e depois monitoramento, mas na securitização o risco não é assumido por uma única instituição/investidor e sim pulverizado entre diversos investidores, que compram títulos que representam dívidas e que são lastreados a um ativo correspondente a tais dívidas.

Na securitização, o credor do veículo emissor dos títulos tem a medida exata da garantia de pagamento de seu crédito, que é o ativo lastro da operação do veículo. Não existe

a concorrência de outros credores, que não aqueles que detêm títulos oriundos da securitização, que não estão sujeitos ao risco da originadora, devido à segregação. No processo de securitização, todos têm responsabilidades bem determinadas; a originadora não responde pelas dívidas do veículo e este tem responsabilidade limitada aos bens segregados.

#### **4.2 Securitização e outros mecanismos de controle do risco**

Além da securitização, existem outros mecanismos mais tradicionais de controle e redução de risco, os quais são aplicados com uma frequência maior. Temos o contrato de seguro, os contratos futuros, as opções de compra e venda. No caso do seguro, é previsto uma indenização, caso o sinistro ocorra, e nos contratos futuros e opções, o que se busca é manter uma situação econômica em patamares aceitáveis, buscando diminuir a oscilação e incerteza daqueles que estão no processo produtivo.

A securitização, diferentemente do seguro, dos contratos futuros e das opções, atua de forma diversa na busca do controle do risco, pois procurar mitigar os efeitos do risco, simplesmente pulverizando-o no mercado, entre os diversos investidores.

Segundo Caminha (2007), trata-se de mecanismo pelo qual o risco envolvido em determinada operação é fracionado e diluído, de forma a se tornar irrelevante ou pelo menos aceitável para cada um dos agentes envolvidos, o que seria impossível, se tal risco estivesse concentrado em uma única instituição.

A securitização pode controlar ou mitigar os diversos riscos envolvidos nas atividades financeiras, o que se verá adiante.

#### **4.3 Conceito e tipos de riscos**

Risco, em finanças, pode ser definido como “probabilidade de perda”. Risco de ativos diz respeito à probabilidade de um ativo apresentar um resultado diferente do esperado.

Segundo Ross, Westerrfield e Jordan (2000, p. 295):

A parte não antecipada do retorno, ou seja, a que resulta de surpresas, é o verdadeiro risco de um investimento. Afinal de contas, se recebêssemos sempre exatamente o

que estávamos esperando, o investimento seria perfeitamente previsível e, por definição, livre de risco. Em outras palavras, o risco de possuir um ativo é originado pelas surpresas – os eventos não antecipados.

Porém, existem diferenças importantes entre os vários tipos de risco. Podemos fazer uma classificação dos tipos de risco, uma classificação geral seria entre risco sistemático (aquele que tem a capacidade de afetar grande número de ativos, tem amplo efeito no mercado) e não-sistemático (aquele que afeta um único ativo ou poucos ativos, como é um risco específico a empresa ou a ativos individuais, algumas vezes o chamamos de risco específico), porém iremos falar também de outros tipos de risco, tais como:

#### a) Risco de Mercado

Risco de mercado é o risco de perdas resultantes de variação dos preços de mercado dos ativos: risco de títulos de dívida, de ações e outros instrumentos de participação societária, de câmbio e de mercadorias. O risco de mercado também se refere à possibilidade de que ocorram movimentos adversos nos valores da carteira negociável (*trading book*) de uma instituição/investidor por causa de variações nos preços dos títulos que a compõem.

#### b) Risco de Liquidez

Risco de liquidez é o risco de não se conseguir mobilizar recursos monetários para honrar obrigações quando apresentadas para liquidação. É o mais característico dos riscos incorridos por novos instrumentos financeiros, pois, devido ao pouco tempo de existência, esses novos instrumentos ainda não têm um mercado secundário dinâmico.

Existe um segundo fator muito importante para risco de liquidez. É a possibilidade de faltar contrapartes em número suficiente para negociar a quantidade desejada de ativos financeiros, ou da falta de interesse do mercado em negociá-las, afetando de forma anormal o valor das mesmas.

#### c) Risco de Crédito

O risco de crédito engloba quatro tipos de eventos:

- A incapacidade final do tomador em honrar o contrato de dívida, parcial ou inteiramente, no pagamento do principal e/ou dos juros (*default*);
- O atraso no pagamento dos valores contratados;

- A migração de crédito, isto é, a mudança de avaliação da probabilidade de pagamento do contrato por parte de avaliadores de crédito, como as agências de *rating*; e
- A renegociação do contrato forçada, sob estresse, impondo perdas ao credor.

#### d) Risco Legal

Risco legal é o risco de perdas pela falta de cumprimento das leis, normas e regulamentos. É a possibilidade de perdas decorrentes da inobservância de dispositivos legais ou regulamentos.

O risco legal subdivide-se em:

- Risco tributário – quando envolve inadequação na incidência de tributos; e
- Risco de legislação – quando ocorre a violação da legislação ou de regulamentos vigentes.

#### e) Risco País

O termo risco-país foi criado em 1992 pelo banco americano JP Morgan para permitir, a seus clientes, condições mensuráveis de avaliação da capacidade de um país falir. A partir dessa avaliação, gestores de fundos decidem investir em um determinado país ou papel de uma empresa de risco semelhante. A taxa é medida em pontos e calculada a partir de uma cesta de títulos negociados no mercado. Cada ponto significa 0,01 pontos percentuais de prêmio acima do rendimento dos papéis da dívida dos EUA, considerada de risco zero de calote.

## **5 DESENVOLVIMENTO DO MERCADO DE SECURITIZAÇÃO NO BRASIL**

Neste capítulo, buscaremos demonstrar, que ao longo dos últimos anos, o mercado de securitização brasileiro sofreu uma série de mudanças, através de legislação, resoluções e normas lançadas por órgãos responsáveis pela área financeira. Esse mercado tem sido incentivado, e poderemos verificar que tem respondido de forma positiva a esses incentivos.

### **5.1 Marcos do desenvolvimento do mercado de securitização brasileiro**

Como foi citado anteriormente, a primeira operação de securitização no mercado brasileiro foi realizada pela Mesbla, através da criação da Mesbla Trust de Recebíveis de Cartão de Crédito S/A (Mesbla Trust), que teve início em 01 de Outubro de 1992. Após essa emissão pioneira, houve outros casos, porém todos com baixo volume em relação ao mercado de capitais, não tendo, portanto, grande expressão. Além disso, essas emissões não possuíam nenhuma característica ou poucas características em comum, não existindo na época uma legislação específica sobre a securitização.

Em 1997 foi promulgada a Lei Nº 9.514, de 20 de Novembro de 1997. Que instituiu um novo modelo de financiamento imobiliário no país, baseado na securitização de créditos imobiliários e instituiu a alienação fiduciária de coisa imóvel. A partir desta Lei, segundo Chaves (2006), surgiu um novo modelo de financiamento imobiliário, baseado na securitização de créditos imobiliários, que, a princípio, foi realizado pela CIBRASEC e, posteriormente, por outras companhias.

Em 1998, as atenções voltaram-se para as instituições financeiras. Em 7 de maio daquele ano, o CMN publicou a resolução nº 2.493, que autorizava a cessão de créditos decorrentes de empréstimo, financiamento e arrendamento mercantil com instituições financeiras a sociedades anônimas que tivessem por objeto exclusivo a aquisição de tais créditos, as companhias securitizadoras de créditos financeiros.

Essa medida possibilitou as instituições financeiras autorizadas por essa resolução a securitização de seus próprios créditos. Antes dessa resolução, as instituições financeiras não podiam ceder seus créditos a pessoas não integrantes do sistema financeiro nacional, ressalvadas raras exceções, com autorização expressa do Banco Central do Brasil (BACEN).

Embora não se possa negar que a resolução nº 2.493/1998, segundo Chaves (2006), tenha contribuído para a ampliação na utilização da securitização de créditos, pelo que tudo indica, seu objetivo principal foi facilitar o procedimento de liquidação extrajudicial de instituições financeiras. Mas a resolução 2.493/1998 não contribuiu apenas para a aceleração das liquidações extrajudiciais, proporcionou também a reestruturação societária de diversas instituições financeiras (fusão, incorporação, cisão), mediante o isolamento de ativos indesejáveis nas companhias securitadoras de créditos financeiros. Esse entendimento é reforçado pelo contexto político econômico do Brasil na década de 1990, especialmente no início do governo FHC.

Desde 1995, segundo (FIDC, 2006, p.9):

foram iniciados estudos com vistas a possibilitar a constituição, em nosso país, de Fundos de Investimento cujas carteiras seriam representadas por direitos creditórios. Naquele momento, vislumbrava-se o crescimento de nosso mercado de crédito, e, a exemplo de países mais avançados, a criação dos referidos condomínios já se mostrava de grande potencialidade para o desenvolvimento de nosso mercado financeiro e de capitais. Por fatores conjunturais, os estudos levados a efeito não foram concretizados na oportunidade, apesar de todos os esforços desenvolvidos, permanecendo a convicção, entretanto, de que seria um tema a ser abordado tão logo as condições econômicas se mostrassem mais propícias ao seu desenvolvimento.

Como afirmado, apesar dos esforços, a criação desses fundos não foi possível em 1995, devido a fatores conjunturais, mas, Após 1999, segundo (FIDIC, 2006), foi efetivada a implantação desses fundos, sendo considerado um dos acontecimentos mais marcantes no desenvolvimento da securitização de recebíveis brasileira, e tal implantação se deu em 29 de novembro de 2001, data da Resolução nº 2.907 do CMN, que autorizava a criação e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC's. Tais fundos modernizaram o procedimento de securitização no Brasil, pois dispensavam a constituição de uma Sociedade de Propósito Específico – SPE e, como se verá mais adiante, atualmente são os veículos que representam o maior volume de securitização em nosso mercado.

Em 11 de setembro de 2003, foi promulgada a Lei. nº 10.735, que, em seu art. 4º, autorizou a instituição do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social (PIPS), a ser realizado através de FIDC', conhecidos como FIDC-PIPS. De acordo com a referida Lei, a União concederá recursos a instituições financeiras para fins de aquisição de cotas de FIDC's originados de projetos voltados para a criação e implementação de núcleos habitacionais; é a securitização, por meio de incentivos governamentais, sendo usada como instrumento de desenvolvimento social.

## 5.2 Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI's

Os CRI's estão diretamente relacionados com o crédito imobiliário; como a demanda por crédito imobiliário no nosso país tem crescido, a tendência é de crescimento também nas emissões de CRI's, pois o Sistema Financeiro de Habitação – SFH, não é capaz de atender toda a demanda, sendo necessário o financiamento através da iniciativa privada. A seguir, mostramos as emissões de CRI's públicas, apesar do volume bastante expressivo, essas emissões não refletem o volume total do mercado, visto que existe no mercado um volume muito alto de emissões privadas, as quais são dispensadas de registros junto a CVM.

Para se ter idéia da força desse mercado, nem mesmo a crise de 2009 foi capaz de frear a evolução do mercado de financiamento imobiliário brasileiro; pelo contrário, em 2009, segundo dados do Banco Central - BACEN e dos agentes do Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo - SBPE, que opera com recursos das cadernetas de poupança. O efeito da crise sobre o setor foi, em parte, compensado por medidas de estímulo, como a redução do IPI de materiais de construção e da tributação para a construção de imóveis de até R\$ 100 mil.

Os dados da tabela 1, referentes às emissões de CRI's registrados na CVM, demonstram que, em 2005, houve um recorde de emissões e, nos anos subsequentes, apesar da redução, não voltaram ao patamar de antes de 2005, onde o volume máximo atingido, no ano de 2004, foi da ordem de 400 milhões; nos anos pós 2005, o menor volume de emissão de CRI's foi da ordem de 800 milhões, ou seja, de pelo menos o dobro dos anos pré 2005.

A estabilidade econômica, juntamente com o aumento da renda do brasileiro e a maior demanda por empréstimos imobiliários, com certeza, têm forte influência na manutenção e evolução desse nível de emissões. No Relatório de Inflação de março de 2010, o BACEN justifica essa evolução, mostrando que de mais de 50 bilhões de emissões no mercado primário, os CRI's representam em torno de 2%.

Tabela 1 – Volume de Emissões de CRI's Registradas Na CVM – 2000-2009

Ano	Valor (Milhões – R\$)
2000	171,67
2001	222,80
2002	142,18
2003	287,60
2004	403,08
2005	2.102,32
2006	1.071,44
2007	868,30
2008	860,74
2009	1.223,98

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários-CVM

O Gráfico 1, originado dos dados da Tabela 1, deixa mais claro, a evolução do mercado de CRI's.

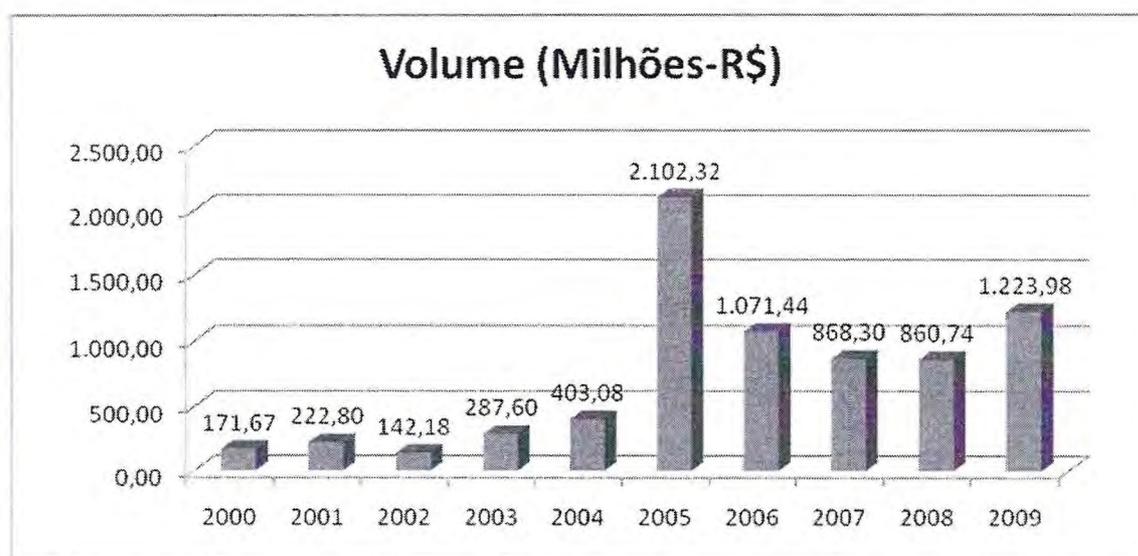


Gráfico 1 – Volume de Emissões de CRI's Registradas Na CVM – 2000-2009

Fonte: Dados originários da Tabela 1.

### 5.3 Sociedades de Propósito Específico – SPE's

Apesar de terem sido um dos primeiros veículos utilizados para implementar uma operação de securitização em nosso país, as SPE's, atualmente são pouco utilizadas, pois cada operação efetuada através de uma SPE é específica, não tendo, portanto uma padronização. Não existe também legislação específica para as securitizações realizadas através de uma SPE, além, é claro, dos benefícios fiscais oferecidos aos demais veículos; todos esses fatores influenciaram e continuam influenciando o desuso deste veículo no processo de securitização.

Logo abaixo, mostramos na Tabela 2, as emissões de debêntures através de SPE's com o objetivo de operacionalizar securitizações, igualmente ao caso dos CRI's, os dados não refletem o mercado como um todo, pois esses dados se referem a ofertas públicas, cujo registro na CVM é obrigatório, porém existem ofertas privadas, cujo registro é dispensado junto a CVM, tornando esses dados de difícil acesso por parte do mercado.

Tabela 2 – Volume de Emissões de Debêntures com finalidade de Securitização - Registradas Na CVM – 2000-2009

Ano	Valor (R\$)
2000	265.260.000,00
2001	48.900.000,00
2002	0,00
2003	0,00
2004	0,00
2005	120.000.000,00
2006	40.000.000,00
2007	0,00
2008	0,00
2009	0,00

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários-CVM

Como explicado anteriormente, as SPE's são pouco utilizadas para efetuarem securitização. Percebe-se que, ao longo do período em análise, foram efetuadas emissões em apenas 4 (quatro) dos 10 (dez) anos em análise, além do baixo volume, comparativamente aos demais veículos, as SPE's são utilizadas esporadicamente e com finalidade bem específica.

O Gráfico 2, originado dos dados da Tabela 2, deixa mais claras as emissões de debêntures com finalidade de securitização, além de deixar mais clara a sua utilização esporádica. E não é coincidência, sua utilização após 2001 ter sido nula em alguns anos e pouco expressiva nos demais, pois é justamente a partir de 2001 que os outros veículos são fortalecidos por meio de legislações específicas.

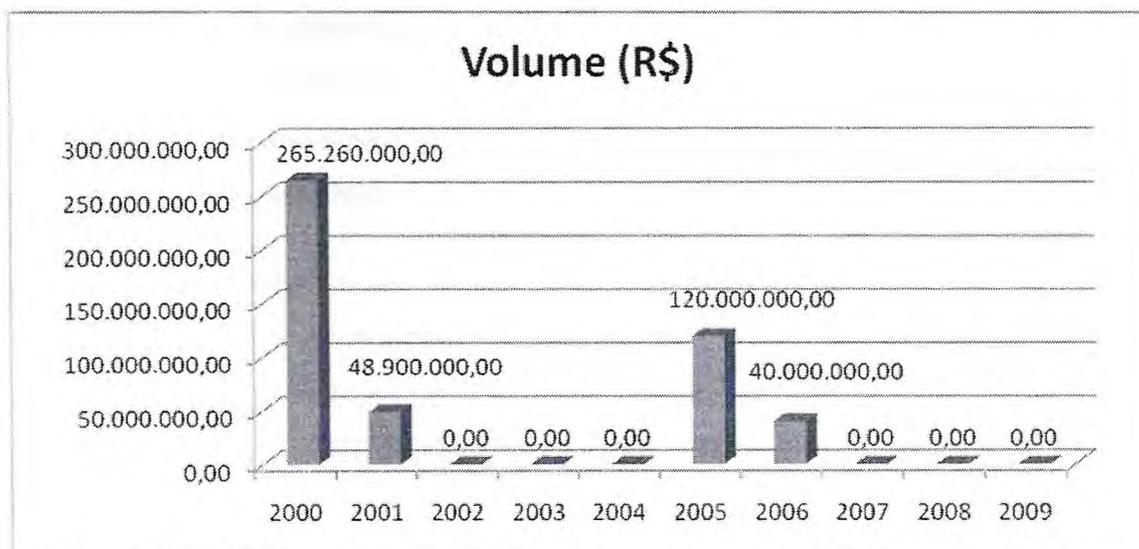


Gráfico 2 – Volume de Emissões de Debêntures com a finalidade de Securitização Registradas Na CVM – 2000-2009

Fonte: Dados originários da Tabela 2.

#### 5.4 Fundos De Investimento Em Direitos Creditórios – FIDC's

Como visto anteriormente, desde 1995, havia estudos para a implementação de fundos lastreados em recebíveis, porém, por motivos conjunturais naquela época, ela não foi possível, apesar de vários estudos e esforços, mas ficou claro para os envolvidos que a discussão e criação desses fundos deveriam ser retomadas em um momento oportuno.

No ano de 2001, o FIDC foi criado com o objetivo de alavancar o mercado de securitização brasileiro, através dos dados que se seguem, veremos que tal objetivo vem sendo alcançado, pois o FIDC representa o maior volume do mercado de securitização em nosso mercado.

Na Tabela 3, podemos verificar os dados referentes a essa evolução.

Tabela 3 – Volume de Emissões de Cotas de FIDC's - Registradas Na CVM – 2002-2009

Ano	Valor (Milhões - R\$)
2002	200,00
2003	1.540,00
2004	5.134,65
2005	8.579,13
2006	12.777,40
2007	9.961,56
2008	10.020,85
2009	8.212,66

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários-CVM

Apesar de ter sido criado e normatizado em 2001, podemos verificar que a primeira emissão de cotas de FIDC's se deu no ano de 2002. Verificamos ainda que, apesar da primeira emissão ter tido baixo volume, sendo apenas de 200 milhões, as emissões subseqüentes, todas chegaram às cifras de bilhões de reais.

Comparativamente aos demais veículos, o FIDC possui um volume expressivo no mercado de securitização brasileiro. Alguns dos fatores que podemos identificar ao longo de nosso estudo, e que podemos citar, são: normatização clara, através de resoluções da CVM, alto nível de informações disponibilizadas ao mercado, além de vantagens tributárias em relação às SPE's, sendo isento de PIS, COFINS, CSLL, IRPJ e IOF, do ponto de vista do emissor, do ponto de vista do investidor, este paga impostos regressivos, quanto mais tempo de aplicação menor o percentual de tributação, sobre os rendimentos.

O Gráfico 3, originado dos dados da Tabela 3, demonstra o desenvolvimento do mercado de FIDC's. Percebemos claramente, relacionando os dados da Tabela 2 e 3, que as SPE's foram substituídas como veículos de securitização pelos FIDC's.

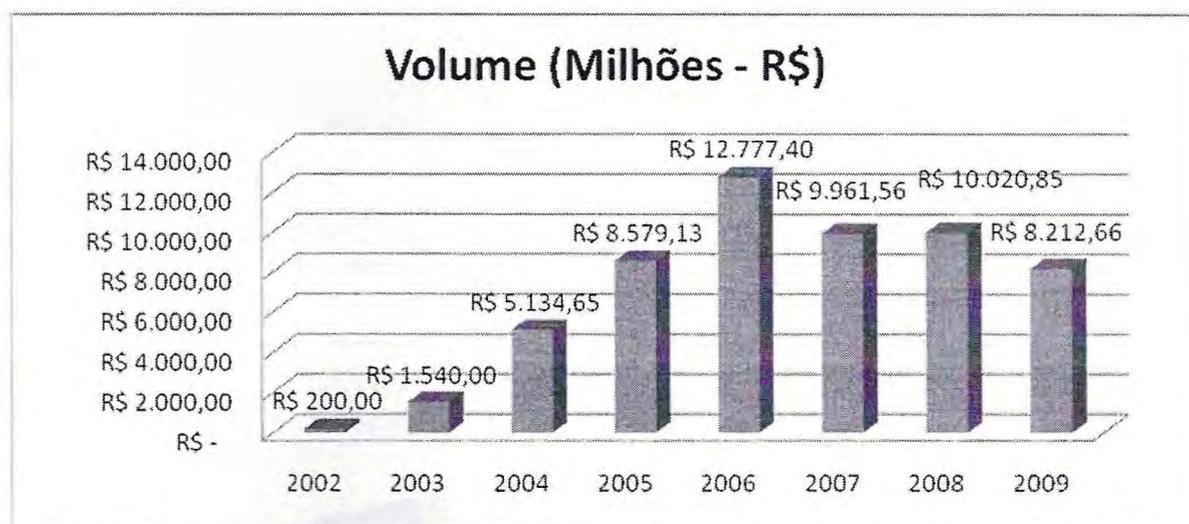


Gráfico 3 – Volume de Emissões de Cotas de FIDC's Registradas Na CVM – 2002-2009  
Fonte: Dados originários da Tabela 3.

No início, as emissões de FIDC's tinham cotas subordinadas; o objetivo, ao que tudo indica, era obter uma melhor avaliação das agências de *rating*, além, é claro, de passar maior credibilidade aos investidores, visto que o FIDC era um produto recente e pouco conhecido no mercado de capitais brasileiro.

Tabela 4 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2002-2009

Ano	Valor (%)
2002	12,50
2003	17,37
2004	2,78
2005	0,19
2006	0,00
2007	0,00
2008	0,00
2009	0,00

Fonte: Comissão de Valores Mobiliários-CVM

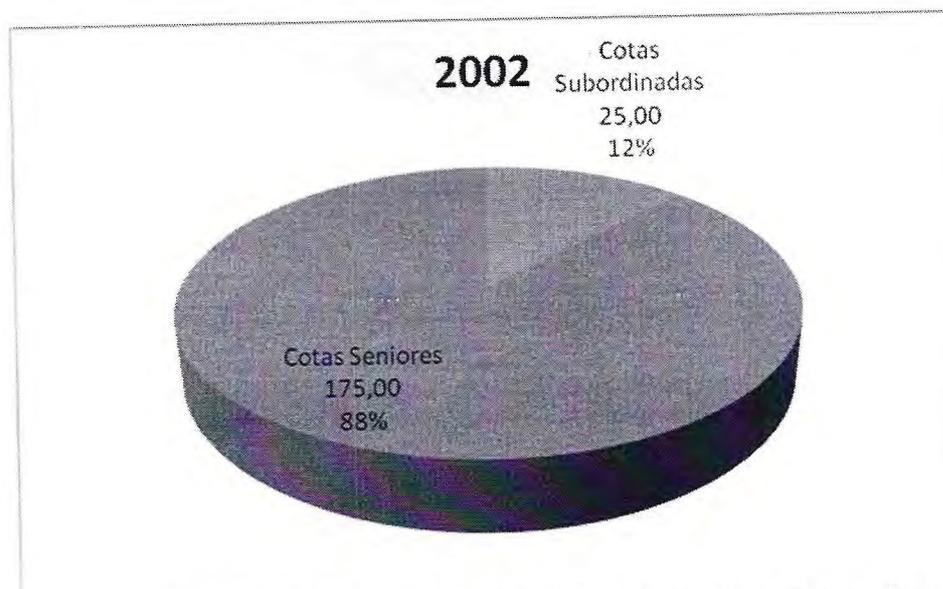


Gráfico 4 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2002  
Fonte: Dados originários da Tabela 4.

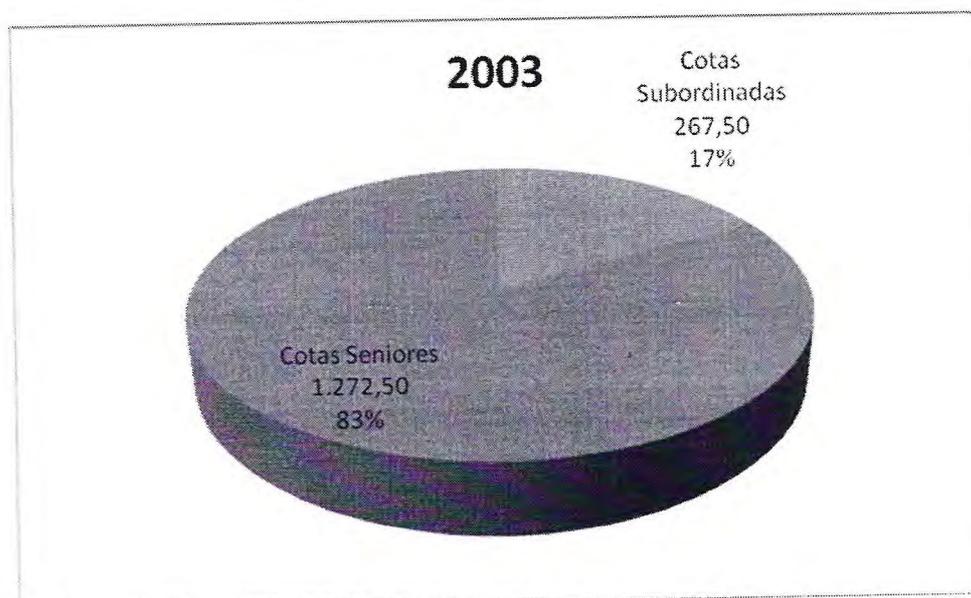


Gráfico 5 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2003  
Fonte: Dados originários da Tabela 4.

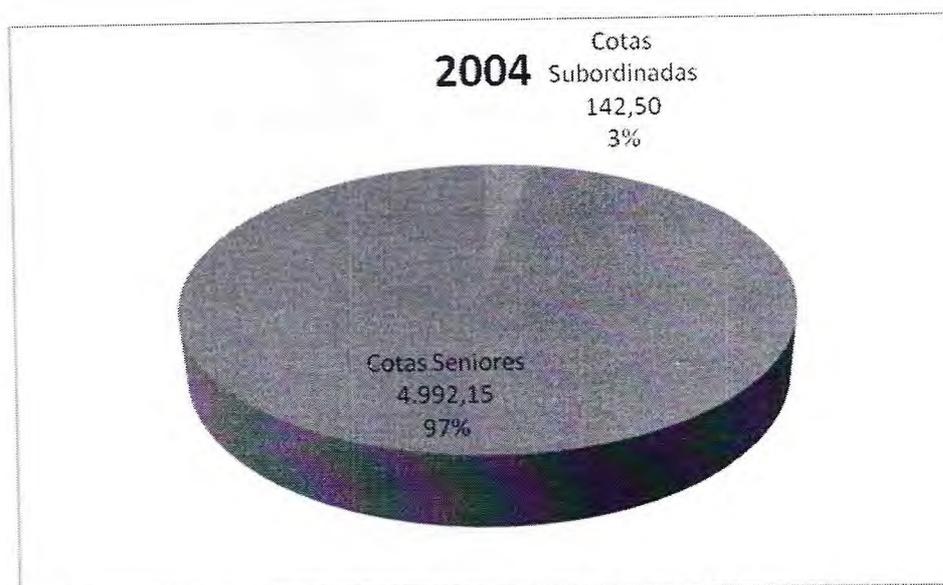


Gráfico 6 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2004  
Fonte: Dados originários da Tabela 4.

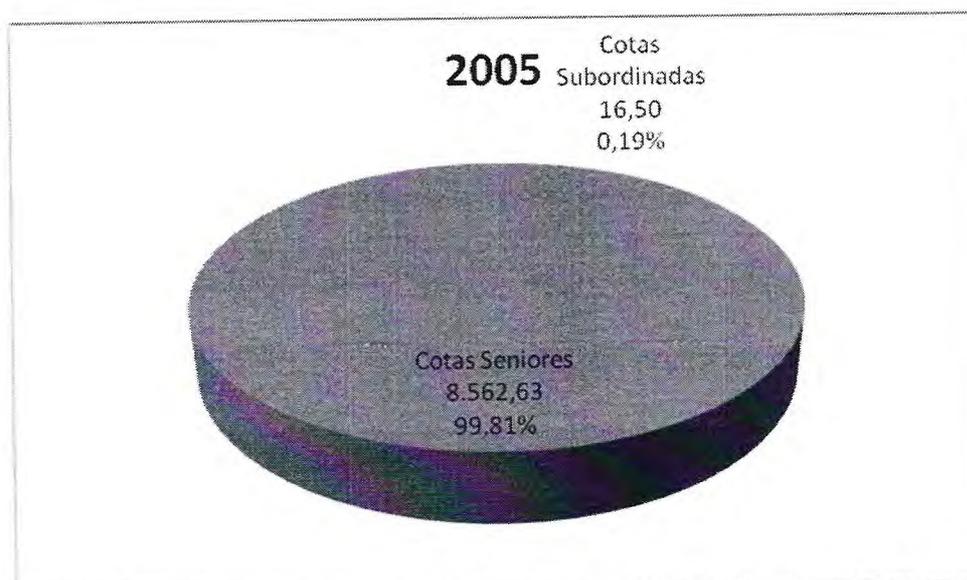


Gráfico 7 – Percentual de Cotas Subordinadas nos FIDC's - Registrados Na CVM – 2005  
Fonte: Dados originários da Tabela 4.

A partir do ano de 2006, com a consolidação do FIDC no mercado de capitais brasileiro, a emissão de cotas subordinadas' caiu em desuso, porém ainda existe essa possibilidade, apesar de nos últimos anos ela não ter sido utilizada.

Apesar do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios ser um produto relativamente novo, vem mostrando ao longo do tempo um bom potencial de crescimento, tendo em vista a necessidade de financiamento das empresas, a tendência é que ele continue

crecendo, tendo em vista a necessidade de oferta de crédito no mercado e o elevado custo do crédito bancário brasileiro.

À medida que o FIDC for se consolidando, o mercado tenderá a ficar mais pulverizado e, com a maior disseminação do FIDC e a entrada mais significativa de investidores institucionais, como as entidades de previdência privada, e um maior nível de exigência por parte destes investidores, espera-se uma redução das imperfeições do mercado e uma maior padronização.

Com a maior disseminação do FIDC e a entrada mais significativa de investidores institucionais como as entidades de previdência privada, espera-se a redução das imperfeições de mercado – especialmente no que se refere à rentabilidade paga –, maior padronização dos contratos; o surgimento de novos formatos de fundo envolvendo estruturas mais sofisticadas e de maior risco; o desenvolvimento do mercado secundário de cotas e uma maior divulgação de informações, ampliando a transparência da indústria, essencial para o desenvolvimento consistente de quaisquer novos produtos financeiros.

### 5.5 Desenvolvimento Do Mercado De Securitização Como Um Todo

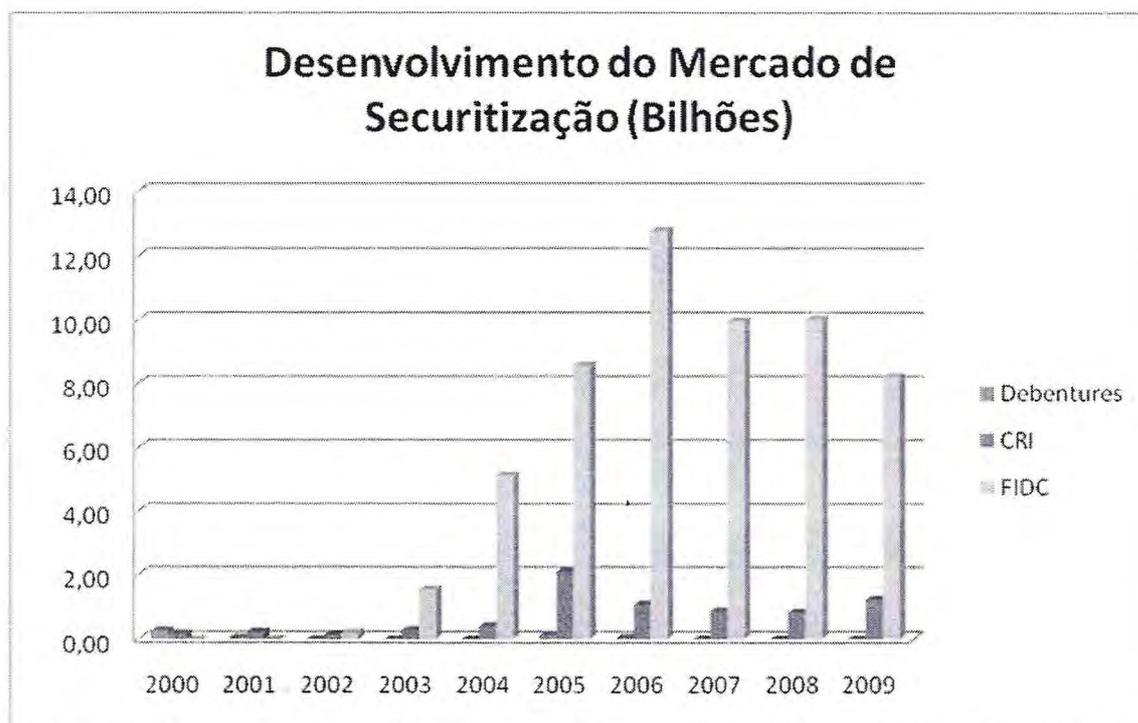


Gráfico 8 – Volume do Mercado de Securitização Registrado na CVM – 2002-2009  
Fonte: Dados originários da Tabela 1,2 e 3.

Como podemos visualizar no Gráfico 8, o mercado de securitização vem evoluindo ao longo dos anos, porém os veículos disponíveis em nosso mercado não são utilizados de forma uniforme; pelo contrário: podemos perceber a ascensão dos FIDC's como os veículos mais utilizados em ofertas públicas, desde 2002, ano seguinte a sua criação. Mas, independente do veículo utilizado, podemos perceber que, desde 2004, esse mercado vem sofrendo expansão, atingindo seu pico em 2006 um ano de grande estabilidade política e econômica, com baixa inflação, 3,14% a.a. e uma taxa de crescimento do PIB de 4,0%, o que é elevado para os padrões brasileiro, Esse cenário de estabilidade política e econômica, possibilitou um ambiente muito favorável, com boas expectativas de taxas de juros. Além disso, contribuiu muito para a redução dos spreads, e, conseqüentemente, beneficiou os cedentes dos créditos (empresas, bancos e governo), além de gerar atratividade para os investidores (melhores taxas e boas garantias).com mais de 12 bilhões de reais em ofertas públicas registradas na CVM e mantendo nos anos seguintes um patamar superior aos 8 bilhões de reais, mesmo em 2009, ano de crise financeira mundial.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve como objetivo principal demonstrar que o mercado de securitização vem evoluindo ao longo dos anos no Mercado de Capitais Brasileiro. Ao longo deste trabalho, foi percebido que a securitização é uma ferramenta financeira muito flexível e que cada vez mais vem sendo utilizada.

Surgida na década de 1970 no Mercado de Capitais norte-americano, resultado de incentivos do governo e da consolidação do mercado hipotecário americano e sua necessidade de financiamento, a securitização foi evoluindo e sendo utilizada para outras finalidades, além desta, tendo como lastro diversos outros ativos, como faturas de cartões de crédito, direitos autorais, direitos sobre eventos.

No Brasil, as primeiras operações de securitização não tiveram estímulo de nosso governo, sendo fruto das necessidades de capitais das empresas privadas, o que justifica em parte, essa ferramenta não ter o mesmo grau de evolução de outros mercados, onde seu surgimento foi impulsionado pelo governo, tal como o mercado norte-americano. Porém, nos últimos anos o Governo Brasileiro, vem incentivando este mercado, através de legislação e normatização.

Aliado aos incentivos governamentais, podemos citar a estabilidade econômica alcançada por nosso país, a partir da década de 1990, o que é fator determinante para evolução do mercado de capitais como um todo e em especial o mercado de securitização.

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 diminuição do spread, pulverização do risco, dividindo o risco entre os diversos investidores, ao contrário de concentrá-lo em uma única instituição financeira, porém, como todo investimento financeiro, esta operação está sujeita aos diversos tipos de riscos.

Em nosso mercado, os principais veículos utilizados para operacionalizar a securitização são: Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI's, Sociedades de Propósito Específico – SPE's e Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC's, sendo este último, atualmente o mais utilizado.

O Mercado de Capitais Brasileiro vem consolidando o uso dessa nova ferramenta. Podemos concluir, pelo presente estudo, que a securitização vem se desenvolvendo ao longo dos últimos anos em nosso mercado, prova disto é sua evolução em termos de volume financeiro.

Por se tratar, de uma nova e complexa ferramenta, e da sua importância, no mercado de capitais global, a securitização merece ser tema de outros estudos, com outros focos de abordagem, além dos abordados no presente estudo.

## REFERÊNCIAS

Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro - Câmara de Custódia e Liquidação. **Produtos de captação: FIDC: Fundo de Investimento em Direitos Creditórios.** Rio de Janeiro: ANDIMA, CETIP, 2006.

BRASIL – Ministério da Fazenda. **Banco Central do Brasil.** Disponível em: <<http://www.bacen.gov.br>>. Acesso em: 11 de junho de 2010.

BRASIL – Ministério da Fazenda. **Comissão de Valores Mobiliários.** Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 11 de junho de 2010.

CAMINHA, Uinie. **Securitização.** 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

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

CHAVES, Natália Cristina. **Direito empresarial: securitização de crédito.** Belo Horizonte: Del Rey, 2006.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços.** 17. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

GAGGINI, Fernando Schwatz. **Securitização de recebíveis.** São Paulo: Liv. e Ed. Universitária de Direito, 2003.

Portal do Investidor. **Glossário.** Disponível em: <<http://www.portaldoinvestidor.gov.br/Serviços/Glossario/tabid/160/Default.aspx>>. Acesso em: 21 de junho de 2010.

REIS, Erica Akemi Kimura. **Securitização de créditos no Brasil – Estratégia de Captação de Recursos para Grandes Empresas – Uma Aplicação Prática.** Brasília, UNB, Programa de Pós-Graduação em Gestão Econômica de Negócios, 2004.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira.** São Paulo: Atlas, 2000, 2a edição.

UQBAR. **Dicionário de finanças.** Disponível em: <[http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2FS%2Fsociedade\\_de\\_proposito\\_especifico\\_spe.html](http://manual.uqbar.com.br/portal/Manual/default/Content?action=2&uri=%2FManual%2FS%2Fsociedade_de_proposito_especifico_spe.html)>. Acesso em: 11 de junho de 2010.

## ANEXO A – GLOSSÁRIO

**Alavancagem:** operações de compra e venda de ativos, títulos e valores mobiliários para liquidação no futuro, com depósito prévio de margens de garantia. Um fundo é considerado alavancado sempre que existir possibilidade (diferente de zero) de perda superior ao patrimônio do fundo, desconsiderando-se casos de falha no pagamento de principal ou de juros relativos aos ativos do fundo.

**Alienação:** transferência ou cessão de bens.

**Ativos:** bens e direitos possuídos por uma empresa ou fundo de investimento. Para fundos de investimento, representa todos os títulos (títulos públicos, títulos privados, ações, commodities, cotas de fundo de investimento dentre outros.) que compõe a carteira do fundo.

**Bolsa de Valores:** ambiente de negociação em local físico definido, com sistema de negociação eletrônico (ou viva-voz) e regras adequadas à realização de operações de compra e venda de títulos e valores mobiliários, bem como à divulgação das mesmas.

**Carteira:** é uma cesta de ativos quaisquer dentro de uma mesma estrutura. Esta estrutura pode ser um fundo, o seu patrimônio pessoal ou mesmo a tesouraria de um banco.

**Companhia Aberta:** são consideradas empresas abertas aquelas que possuem títulos negociados em bolsa de valores ou em mercado de balcão. Entende-se por títulos: ações, direitos de subscrição, debêntures e notas promissórias.

**Companhia Securitizadora:** companhia de natureza não financeira cuja finalidade é a aquisição e securitização de Créditos. Estão autorizadas a emitir CRI's, debêntures e outros títulos e valores mobiliários, a fim de captar recursos no mercado financeiro.

**Condomínio aberto:** em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas a qualquer tempo.

**Condomínio fechado:** em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.

**Cota:** partes iguais que dividem o patrimônio líquido de um fundo de investimento. O valor da cota é determinado pela divisão do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo de investimento.

**Emissões Públicas:** diz-se das colocações de títulos e valores mobiliários emitidos por companhia aberta efetuadas para o público em geral e não para um grupo restrito, como é no caso das Emissões Privadas.

**Especulador:** investidor que assume o risco da variação de preços da mercadoria ou ativo financeiro visando realizar lucro, mas arriscando-se, em contrapartida, a apurar prejuízo. É o elemento fundamental para a eficiência e a liquidez dos mercados em que atua.

**Gestão da carteira:** gestão profissional de recursos ou valores mobiliários, entregues ao administrador, com autorização para que este, discricionariamente, compre ou venda títulos e valores mobiliários por conta do fundo. Constitui atividade sujeita à fiscalização da CVM.

**Gestor:** pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM e responsável pela execução da política de investimento de um fundo, decindo o momento adequado, o nível de risco e os tipos de ativos utilizados para posicionamento em mercado.

**Instituições Administradoras:** pessoa jurídica responsável por comprar ou vender ativos em nome de um fundo/investidor. É o responsável também pelo cálculo da cota do fundo.

**Investidor qualificado:** são considerados: :i)instituições financeiras; ii)companhias seguradoras e sociedades de capitalização; iii)entidades abertas e fechadas de previdência complementar; iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio; i; v)fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e vi)administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

**IOF:** imposto sobre Operações Financeiras: incide em operações de crédito, câmbio, seguro e títulos e valores mobiliários. O resgate de cotas' de fundos de investimento é isento de IOF a partir do 30º dia. O IOF não incide sobre os fundos de investimento em ações.

**Liquidez:** maior ou menor facilidade de se negociar um título, convertendo-o em dinheiro.

**Negociável:** modalidade na qual a titularidade (propriedade) pode ser objeto de cessão ou transferência.

**Nominativa:** modalidade na qual o título contém o nome de seu titular (proprietário).

**Patrimônio Líquido:** soma de todos os ativos do fundo de investimento subtraindo-se as despesas provenientes da administração do fundo (auditoria e emolumentos) assim como a remuneração do administrador

**Performance:** desempenho (rentabilidade) obtido através da gestão da carteira.

**Rating:** classificação de risco de um banco, de um país ou de um ativo feita por uma empresa especializada

**Rentabilidade:** é a valorização (ou desvalorização) de um certo investimento em determinado período. A rentabilidade pode ser nominal (ver Rentabilidade Nominal) ou relativa, quando é comparada à rentabilidade de algum outro ativo ou índice.

**Risco de crédito:** consiste no risco dos emissores de títulos e valores mobiliários que integram a carteira do Fundo não cumprirem com suas obrigações de pagar tanto o principal como os respectivos juros de suas dívidas. O risco de crédito está relacionado aos títulos de emissores privados.

**Risco de Mercado:** apuração do potencial de perda financeira de uma carteira associada única e exclusivamente à oscilação das variáveis de mercado.

**Securitização:** é a operação na qual uma empresa geradora de crédito (Originadora) vende seus créditos para um terceiro (Entidade Emissora) e este capta recursos para financiar a sua compra, por meio da emissão e colocação de títulos e valores mobiliários, lastreados nos créditos por ele adquiridos.

**Spread:** a definição mais básica é a diferença entre o preço de compra e de venda de um ativo. No mercado futuro de commodities, é a diferença entre os meses de entrega nos mesmos ou em diferentes mercados correlatos. No mercado de renda fixa, a diferença entre os rendimentos de valores mobiliários da mesma qualidade, mas com diferentes vencimentos. No mercado de câmbio, dentro da terminologia de arbitragem, é uma diferença maior que a normal nas taxas de câmbio entre dois mercados.

**Subscrever:** obrigar-se, por escrito, a certa contribuição. Se comprometer a contribuir com certa quantia para a empresa.

**Taxa de administração:** taxa cobrada ao cotista do fundo pela instituição administradora em referência aos serviços prestados, direta ou indiretamente, ao fundo.

**Títulos Públicos:** são títulos de dívida emitidos pelo tesouro nacional, cujo risco de crédito é soberano (governo brasileiro). Os títulos públicos podem estar atrelados a indexadores como inflação, taxa de câmbio ou taxa de juros. Ou ainda simplesmente serem pré-fixados.