



UNIVERSIDADE FEDERAL DO CEARÁ
FACULDADE DE ECONOMIA, ADMINISTRAÇÃO, ATUÁRIA E CONTABILIDADE
- FEAAC
CURSO DE FINANÇAS

FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS: SUA
INFLUÊNCIA SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS

LUCAS EVANGELISTA FREITAS OLIVEIRA

Fortaleza

2018

LUCAS EVANGELISTA FREITAS OLIVEIRA

**FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS: SUA
INFLUÊNCIA SOBRE O MERCADO DE CAPITAIS**

Monografia apresentada ao Departamento de Finanças da Universidade Federal do Ceará, como requisito para obtenção do título de graduação em Finanças – Turma 2013. Professor Orientador: Dr. Paulo de Melo Jorge Neto.

Aprovada em: ___/___/___.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Paulo de Melo Jorge Neto (Orientador)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Prof. Dr. Vitor Borges Monteiro
Universidade Federal do Ceará (UFC)

MARÍLIA RODRIGUES FIRMIANO
Finanças - UFC e Mestre em Economia (CAEN-UFC)
Universidade Federal do Ceará (UFC)

Fortaleza

2018

Dados Internacionais de Catalogação na Publicação
Universidade Federal do Ceará
Biblioteca Universitária
Gerada automaticamente pelo módulo Catalog, mediante os dados fornecidos
pelo(a) autor(a)

O48f Oliveira, Lucas.

Fundo de Investimento em Direito Creditório : Sua influência sobre o
mercado de capitais

/ Lucas Oliveira. – 2018.

40 f. : il. color.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Universidade Federal do Ceará,
Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Curso de
Finanças,
Fortaleza, 2018.

Orientação: Prof. Dr. Paulo de Melo Jorge Neto.

1. FIDC. 3. Universidade Federal do Ceará. I. Título.

DEDICATÓRIA

Este trabalho é dedicado à minha família,
pelo apoio e carinho.

RESUMO.

Este trabalho tem por objetivo evidenciar a influência dos fundos de investimento em direito creditório sobre o mercado de capitais e suas perspectivas futuras, como uma nova opção das diferentes formas de investimento existentes no mercado. Com a leitura e compreensão dos dados será possível verificar o cenário, e o novo horizonte que o segmento oferece as empresas, abordando primeiramente o processo de securitização que deu origem ao seu surgimento, além de sua estrutura e evolução, avaliando seus riscos, retornos e rentabilidades, juntamente com as possibilidades de investimento que irão depender do perfil de cada investidor e das oportunidades que o mercado financeiro oferece.

Palavras-chave: Mercado Financeiro. FIDC. Investimento. Títulos Privados. Títulos de renda fixa. Securitização.

ABSTRACT

This paper have objective of this work is to highlight the influence of investment funds in credit law on the capital market and its future prospects, as a new option of the different forms of investment in the market. With the reading and understanding of the data, it will be possible to verify the scenario and the new horizon that the segment offers the companies, addressing first the securitization process that originated its emergence, as well as its structure and evolution, evaluating its risks, returns and profitability, along with the investment possibilities that will depend on the profile of each investor and the opportunities that the financial market offers.

Keywords: Financial Market. FIDC. Investment. Private Securities. Fixed income securities. Securitization.

LISTA DE SIGLAS

FIDC: Fundos de Investimento em Direito Creditório.

BACEN: Banco Central do Brasil.

BM&FBOVESPA: Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo.

CMN: Conselho Monetário Nacional.

CVM: Comissão de Valores Mobiliários.

SELIC: Sistema Especial de Liquidação e Custódia.

SFN: Sistema Financeiro Nacional.

STN: Secretaria do Tesouro Nacional.

ANBIMA: Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

FEBRABAN : Federação Brasileira de Bancos Investidor Qualificado.

OPEP: Organização dos Países Exportadores de Petróleo.

PIS: Programa de Integração Social.

COFINS: Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social.

IRPJ: Imposto de Renda - Pessoa Jurídica.

CSLL: Contribuição Social sobre o Lucro Líquido.

CPMF: Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO 1. SECURITIZAÇÃO	11
1.1. Conceito.....	11
1.2. História.....	12
1.3. SECURITIZAÇÃO NO BRASIL	14
CAPÍTULO 2. FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO.....	18
2.1. A ESTRUTURAÇÃO DOS FIDCs	19
2.2. A SECURITIZAÇÃO E OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO	23
2.3. CLASSIFICAÇÃO DAS COTAS	24
2.4. CLASSES DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO	26
2.5. FIDC NP (NÃO PADRONIZADO)	27
2.6. VANTAGENS X DESVANTAGENS	27
CAPÍTULO 3. A NOVA ALTERNATIVA DE INVESTIMENTO, E SUA RELEVÂNCIA PARA O MERCADO DE CAPITAIS	29
3.1. NOVO CENÁRIO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	32
CONCLUSÃO	39
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	40

INTRODUÇÃO

O Mercado financeiro é o ambiente no qual ocorrem operações de compra e venda de valores mobiliários, sendo esses representados por, ações, opções, títulos, câmbio e mercadorias. Nessas negociações, estão envolvidas as instituições financeiras, estas por sua vez são conhecidas por facilitarem o encontro entre os agentes que negociam no mercado, agindo como reguladores e fiscalizadores das transações, permitindo assim o devido fluxo da economia. Contudo o receio em se investir no mercado de títulos de dívida, tanto do setor público quanto do setor privado tornou-se algo cada vez mais notório, isso se dava devido à combinação de inflação galopante, baixo crescimento e crise fiscal e externa.

Assim somente a partir da reforma e estabilização monetária ocorrida na década de 90, com a estabilização da inflação devido à implantação do Plano Real, ocorreu o fortalecimento e amadurecimento das instituições financeiras e uma maior liberdade para as mesmas na busca por inovações.

Logo, o governo com o objetivo de promover maior estabilidade e confiabilidade ao mercado financeiro, estabeleceu formas de controle, políticas e diretrizes, para maior transparência e segurança aos investidores. Dessa forma deu-se início a um novo conceito no campo nacional, já utilizado em outros países, surgiu então no Brasil o conceito de securitização ou também conhecido como titularização. Essa prática financeira consiste em agrupar vários tipos de ativos financeiros em forma de títulos de crédito, tais como faturas emitidas e ainda não pagas, dívidas referentes a empréstimos entre outros. Dessa forma esses títulos poderiam ser convertidos em títulos padronizados que seriam negociáveis no mercado de capitais, interno e externo. Através do instrumento, as companhias eram capazes de pulverizar o risco de sua carteira, criando incentivos para expandir novos negócios e dar maior dinamismo à economia.

Diante dessas mudanças no campo macroeconômico, os fundos de investimento posicionavam-se no mercado financeiro como mais uma fonte de financiamento e investimento. Logo, em 2002 apresentando uma estrutura que busca proteger os investidores foram lançados os Fundos de investimento em direito creditório (FIDC), um Fundo de investimento que aplica em títulos de crédito criados a partir de contas a receber de uma determinada empresa.

O tema proposto por este trabalho tem por objetivo demonstrar a influência dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC) sobre o mercado financeiro como fonte alternativa de captação de recursos para financiamento, buscando identificar a origem do segmento de FIDC no mercado de capitais., demonstrando sua aplicabilidade como um método alternativo de financiamento de investimentos pelos agentes financeiros e abordando sua estrutura, bem como sua participação comparativamente aos outros segmentos de fundos de investimento, identificando assim as vantagens e desvantagens deste produto.

Ao fim de todo escopo teórico, busca-se determinar como os Fundos de investimento influenciaram no avanço do mercado de capitais dentro da economia nacional e suas perspectivas futuras, dando fundamental importância à compreensão do mecanismo de tal investimento. Abordando para tal, seu histórico evolutivo, abordando o cenário de fragilidade financeira enfrentado no período que antecede sua criação, buscando explicar o processo de securitização que deu origem ao segmento, identificando as dificuldades, vantagens e desvantagens do investimento, conhecendo sua estrutura, categorias e formas de investimento do fundo em direito creditório. Definindo quais são os riscos relacionados a este tipo de investimento, visando determinar quais os reflexos e evolução deste tipo investimento para o mercado de capitais.

No primeiro capítulo será realizada a apresentação teórica, introdução da problemática da fragilidade financeira, abordando a estruturação da securitização de recebíveis, base para sua constituição. No segundo capítulo tem como foco apresentar toda a estruturação do FIDC, bem como, seus participantes e os riscos intrínsecos inclusos nesse método de captação. O terceiro capítulo será apresentado o FIDC como alternativa para o financiamento das empresas, com o intuito de mostrar como o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios se torna relevante na captação de recursos pelas empresas. Por ultimo, depois de realizado o estudo, as conclusões serão apresentadas.

CAPÍTULO 1. SECURITIZAÇÃO

1.1. CONCEITO

A Operação de securitização de recebíveis consiste em uma operação onde, a empresa originadora, transfere seus créditos para outra empresa, essa operação é conhecida por “true sale”, nesse caso é criada uma entidade emissora unicamente responsável pela execução desta operação. Essa empresa emissora por sua vez adquirirá os créditos da originadora, obtendo-os através de lastro, e irá emití-los em forma de títulos ou valores mobiliários, que serão ofertados publicamente no mercado de capitais. Com a captação dos recursos obtidos por meio dessa oferta pública de títulos e valores mobiliários, a entidade emissora pagará a originadora pelos créditos a ela cedidos. Desta forma, a sociedade originadora conseguirá receber uma antecipação de seus créditos vincendos, graças a essa estrutura de captação e, por consequência, terá acesso a capital, obtendo rápida liquidez.

Em síntese a securitização nada mais é do que um processo através do qual uma variedade de ativos é "agrupada" na forma de títulos que devem ser vendidos aos investidores. Kothari (1999) cita que a securitização, “é a conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de absorção no mercado investidor”.

Como esperado, um dos benéficos desse processo é a criação de liquidez, entretanto outros benefícios também surgem através da securitização. Os riscos associados a um grupo de ativos do originador, por exemplo, são transferidos para terceiros uma vez que é realizado o processo de isolamento de ativos. Tal segregação consiste na remoção destes ativos do balanço do originador, esse processo é conhecido por “off balance”, e o mesmo os torna imunes do risco de crédito e do risco de falência do mesmo. A securitização de recebíveis abrange uma vasta gama de ativos que podem ser securitizados, isso se dá devido a sua grande flexibilidade, uma vez que todo e qualquer fluxo de recebíveis ou qualquer ativo que representa um crédito pode ser securitizado.

. Com o passar dos anos, a estrutura deste tipo de operação foi evoluindo e o volume captado por empresas através do instrumento aumentando. Com isso foi observando-se a importância da securitização para a evolução do mercado de

capitais e para o crescimento da economia em diversos países, consolidando assim o surgimento para tais operações.

Através do instrumento, as companhias eram capazes de pulverizar o risco de sua carteira, criando incentivos para expandir novos negócios e dar maior dinamismo à economia.

Ao mesmo tempo, devido à capacidade que as operações de securitização possuem de segregar o risco da própria companhia emissora do risco dos ativos securitizados, empresas e bancos que antes captavam a custos muito altos, devido a seu fraco desempenho econômico-financeiros, puderam contrair dívidas mais baratas, pois o investidor passou a olhar para os ativos que a companhia estava securitizando, e não para a sua capacidade de pagamento. Da mesma forma, pequenas e médias empresas, que tinham maior dificuldade de se financiar, encontrou na securitização de ativos uma boa maneira de suprir a sua necessidade de caixa.

1.2. HISTÓRIA

A história da securitização tem início em meados do século XII, onde começaram a ser realizadas nas comunas italianas, com o objetivo de levantar fundos para os seus empreendimentos, e principalmente para cobrir os custos de guerra. Eram organizados sindicatos de investidores, nos quais esses por sua vez eram denominados “compera securitas”. A comuna cedia aos investidores os direitos de crédito tributários, em contrapartida ao investimento realizado. No entanto a securitização alcançou grande crescimento, na década de 1970, nos Estados Unidos da América. Durante esse período na década de 70, com a grande transferência de riqueza dos países consumidores de petróleo para os países da OPEP (Organização dos Países Exportadores de Petróleo), uma boa parte dessa riqueza dos países consumidores de petróleo foi depositada no sistema bancário norte-americano e europeu. Os bancos, por sua vez, buscavam tomadores de empréstimos para esse grande fluxo de recursos. Foi então que as autoridades monetárias acabaram consentindo que bancos globais aumentassem a exposição ao risco dos países em desenvolvimento. Nessa época países em desenvolvimento como o Brasil tiveram seu nível de endividamento bancário alavancado, assim vários desses países se deparavam com uma situação financeira instável e volátil, necessitando, portanto,

estender as suas dívidas ao longo de um período maior. Para os bancos credores as principais consequências foram:

“a deterioração das suas carteiras de crédito, redução das atividades desses bancos em países em desenvolvimento, se voltando para clientes corporativos tradicionais em seus mercados internos, o que aumentou a competição por esses clientes, reduzindo as taxas cobradas nesses financiamentos; e a exigência, por parte de órgãos reguladores, de um maior nível de capitalização das instituições financeiras, no que ficou conhecido como Acordo de Basileia”.
CORRÊA, Antônio Coutinho (2012, p, 14),

O acordo tinha como objetivo obrigar os bancos a duas opções, reduzirem o nível de risco de suas carteiras de crédito, ou aumentar sua capitalização, isso se devia ao enquadramento proposto no novo nível exigido da relação capital/carteira de crédito que era ponderada pelo risco.

Logo era notório observar o enfraquecimento dos bancos durante a década de 80, os spreads bancários, que são basicamente a diferença entre o que os bancos cedem, e o que os mesmos recebem, eram apertados e não remuneravam adequadamente seu capital. Contudo, do outro lado, os órgãos reguladores exigiam cada vez mais aumento nos níveis de capitalização. “Com um cenário desses, os bancos só conseguiam emprestar para seus clientes corporativos a altos preços”.
Henara (2004, Apud CORRÊA , ANTONIO COUTINHO, 2012 p.14).

O termo Securitização foi utilizado para descrever o processo pelo qual empresas passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários deixando assim de tomar empréstimos no sistema bancário. Essas empresas então “securitizavam” suas dívidas, ou seja, seus passivos eram compostos por títulos (securities), esses por sua vez eram emitidos no mercado e não mais em forma de empréstimos. Somente na década de 1980, o mercado de securitização começou a se diversificar, criando-se então os primeiros ativos securitizados fora do âmbito hipotecário.

1.3. SECURITIZAÇÃO NO BRASIL

No âmbito brasileiro o mercado de securitização é ainda mais jovem e possui um crescente desenvolvimento. As primeiras operações semelhantes à securitização utilizavam os recebíveis como forma de caução na emissão de notas ou títulos. No entanto, o lastro em ativos da operação continuava no passivo do originador. Dessa forma, o investidor ficava exposto ao risco do originador em casos como o de inadimplência, pois não havia a separação entre o risco do ativo e o risco do risco do emissor, dificultando uma execução como a judicial. Visto isso era notória a percepção de que esse tipo de operação não resultava em uma verdadeira securitização, porém esse foi um importante passo para o desenvolvimento desta ferramenta no mercado brasileiro.

A primeira operação de securitização de recebíveis realizada por uma companhia brasileira foi feita pela Embratel e ocorreu na década de 1980. A mesma securitizou seus créditos futuros que eram provenientes de operações realizadas com a empresa americana AT&T. Possuindo assim maior segurança visto que, como os créditos a receber da Embratel possuíam origem fora do Brasil, o risco de inadimplência da operação era reduzido, isso se dava pelo fato de o recurso não entrar no país antes do pagamento da operação. A segunda empresa brasileira a realizar esse tipo de operação também no mercado internacional foi a Varig. A empresa por sua vez, possuía uma necessidade de financiamento de longo prazo, e utilizou como ativo lastro os recebíveis do cartão de crédito das vendas de passagens aéreas feitas no exterior para captação no mercado americano. A operação foi realizada pelo Banco J.P Morgan em conjunto com o Banco do Brasil.

No Brasil, a primeira securitização foi feita pela Mesbla S.A. estruturada em 1994, tendo como objeto os recebíveis da mesma em cartão de crédito provenientes das compras efetuadas pelo público com “cartão Mesbla”. De uma forma curiosa, a primeira operação se tornou - se um sinal de boa avaliação para o segmento, visto que o objetivo de segregar o risco de crédito da companhia fora atendido, isso foi comprovado devido ao fato de que a Mesbla viria a entrar em falência, contudo, como os riscos do título emitido estavam totalmente separados dos riscos da empresa emissora, os investidores não tiveram problemas e receberam seus pagamentos como programados.

Mas, foi a partir da resolução 2.907, de 2001, do Conselho Monetário Nacional (CMN), que autorizou a criação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, que a atividade se tornaria popular no mercado de capitais brasileiros. Simplesmente pelo fato de ser uma nova forma de captação de dívida, completamente distinta de todas as outras, a criação do instrumento já podia ser considerada benéfica para o mercado de crédito brasileiro. Além disso, o instrumento oferece uma estrutura fiscal favorecida em comparação às emissões de dívida que exigem a criação de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE), Essas por sua vez possuíam como objetivo fornecer organização empresarial pelo qual se constitui uma nova empresa, limitada ou sociedade anônima, com um objetivo específico, ou seja, cuja atividade é bastante restrita, podendo em alguns casos ter prazo de existência determinado. e uma estrutura de ativos “off balance-sheet”, isto é, uma vez emitida à dívida e securitizados os ativos, as contas a receber saem do balanço do originador dos créditos. E, mais importante, devido à segregação de risco do originador e dos próprios ativos securitizados, assim como ocorreu internacionalmente, os FIDCs criaram boas oportunidades de financiamento para pequenas e médias empresas.

Algumas outras operações vieram a mercado através da criação das Sociedades de Propósito Específico (SPE's), que intermediavam as operações. As SPE são utilizadas principalmente para grandes projetos de engenharia, com ou sem a participação do Estado, como, na construção de usinas hidroelétricas, redes de transmissão ou nos projetos de Parceria Público-Privada (PPP) ainda recente no Brasil. Não obstante, a modalidade de SPE pode ser aplicada nos empreendimentos coletivos de pequenos negócios. O funcionamento de uma SPE segue as normas e exigências para as sociedades limitadas em geral como, por exemplo, designação do administrador, poderes e obrigações dos sócios, quórum para votações, retirada de sócios, distribuição dos lucros etc.

Mas, foi com o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC's) a partir de 2001, que surgiu o mercado de securitização no Brasil começando assim uma trajetória de crescimento acentuado até hoje.

Ao estudarmos o funcionamento da economia brasileira, podemos perceber pelo contexto histórico e contemporâneo do mercado, que existem vários obstáculos ao desenvolvimento e funcionalidade do mercado de capitais, dentre eles valem

ressaltar, a elevada taxa de juros básica, a insuficiente proteção ao investidor, elevada carga tributária, altos custos de transação, obstáculos esses que dificultam o crescimento e acesso a esse mercado tão importante para o ambiente macroeconômico. O que nós podemos concluir desse fato é que o nosso mercado de capitais tem baixo potencial de mobilização, sendo assim, não consegue alocar recursos adequadamente de forma que incentivem o crescimento e democratizem as oportunidades e o capital.

O mercado brasileiro inicialmente assistiu às primeiras operações com características semelhantes às da securitização, sendo praticadas por companhias prestadoras de serviços públicos como, energia elétrica, de telefonia e água, etc. Em tais operações estruturadas dentro do mercado nacional, não havia a segregação de riscos da maneira como ela é feita na securitização dentro dos demais países. Essa separação de risco não ocorria, devido ao fato de que quem emitia os valores mobiliários era a própria empresa originadora dos créditos, emitindo assim debêntures no mercado de capitais como garantia real (penhor de créditos). Dessa forma para consolidar o pagamento das debêntures, eram dados como penhor os créditos que a empresa originadora possuía junto a seus clientes.

Nesse tipo de operação, não ocorria à segregação dos direitos creditórios do patrimônio da empresa originadora, expondo o investidor ao risco eminente do tomador de recursos. Essa lógica foi seguida pela operação realizada pela Varig, que acabou por securitizar seus créditos futuros que advinham das vendas de passagens aéreas feitas no exterior e pagas com cartões de crédito, onde esses titulares dos cartões eram clientes da empresa originadora dos valores mobiliários. Isso partia do pressuposto de que certas operações não se separavam com nitidez e clareza, ou seja, não havia uma separação clara dos riscos dos recebíveis e dos riscos de seu próprio originador, sendo assim esse tipo de operações não poderiam ser caracterizadas como verdadeiras operações de securitização. No caso em questão, parte dos riscos permanecia no ativo da empresa originadora e o endividamento no passivo, dessa forma expondo o risco ao investidor.

Foi então nesse contexto, viu-se que um dos escopos da securitização é possibilitar que a empresa obtenha recursos sem comprometer seu limite de crédito

e sem aumentar seu índice de endividamento, não comprometendo assim o balanço contábil, além de ser uma porta de acesso para o mercado de capitais.

O que se constata no Brasil é que de um lado houve o crescimento da intermediação financeira, e de outro, o fenômeno das experiências realizadas com a chamada “desintermediação financeira”. A explicação para tal fato recorrente está relacionada com o fim do período inflacionário na década de 1990 e com o crescimento das operações de créditos junto aos bancos (intermediação financeira), que não eram viáveis naquele período, antes de 1994, quando a principal fonte de recursos eram os ganhos inflacionários. Com isso as empresas acabavam optando por baixo nível de endividamento como estratégia para sua própria sobrevivência. Assim, as empresas têm tentado fugir da captação de recursos nos bancos, optando pela criação de novas operações financeiras que tragam vantagens, diferenças de taxas de juros, redução de riscos e diversificação.

O sentimento predominante nos mercados financeiros é de aversão ao risco, nesse cenário, a securitização de ativos é uma das respostas a se considerar, tendo como principal vantagem à desvinculação do risco de crédito da empresa em relação ao risco de crédito de seus ativos.

CAPÍTULO 2. FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO (FIDC)

Ofertado segundo o autorizado pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) segundo a resolução 2.907/01 definido pela instrução 356 de 17 de dezembro de 2001, sendo complementado pela instrução 393 de 21 de novembro de 2003, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em 2001 surgiu o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (ou, simplesmente FIDC). Antes do surgimento do FIDC o método mais usual utilizado como forma de empreendimento coletivo, visando compartilhar o risco financeiro da atividade desenvolvida, era a criação das (SPE) Sociedade de Propósito Específico.

. O FIDC por sua vez possui uma característica importante sobre as SPE, o mesmo é caracterizado pelo afastamento da carga fiscal, como também dos custos de criação e manutenção oriundos da abertura de uma empresa. Com isso impostos como, PIS, o COFINS, o IRPJ e a CSSL, não recaem sobre os FIDCs e suas operações. As operações realizadas pelo Fundo também estavam isentas da cobrança da CPMF o que era relevante na época do surgimento e consolidação do instrumento.

Os direitos creditórios que compõem a carteira de ativos de um FIDC são provenientes dos créditos que uma empresa tem a receber, como duplicatas, cheques e outros. Caracterizado como uma comunhão de recursos que destina porcentagem acima de 50% do seu respectivo patrimônio líquido para aplicações em direitos creditórios. Cabendo assim a um administrador, ou uma instituição financeira específica, constituir e estruturar o fundo para assim realizar o processo de captação de recursos junto aos investidores através da venda de cotas. Por exemplo, a empresa vende um produto a prazo para um consumidor através de cartão de crédito e estes recebíveis (as parcelas a serem pagas pelo consumidor) podem ser vendidos para um FIDC na forma de direitos creditórios, permitindo à empresa, antecipar o recebimento destes recursos em troca de um taxa de desconto que, por outro lado, remunera os investidores do fundo.

Tornam-se ativos de um FIDC os créditos originados de transações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de

arrendamento mercantil e de prestação de serviços, na forma de recebíveis, assim os investidores que adquirem essas cotas, são indiretamente expostos aos riscos e retornos do mercado de tais recebíveis. Todo FIDC é regido por um regulamento que, determina a política de investimento do fundo, suas características de atuação, entre as quais os critérios de composição e de diversificação da carteira, os riscos de crédito, de mercado e demais riscos envolvidos e, se for o caso, o segmento em que o fundo atuará.

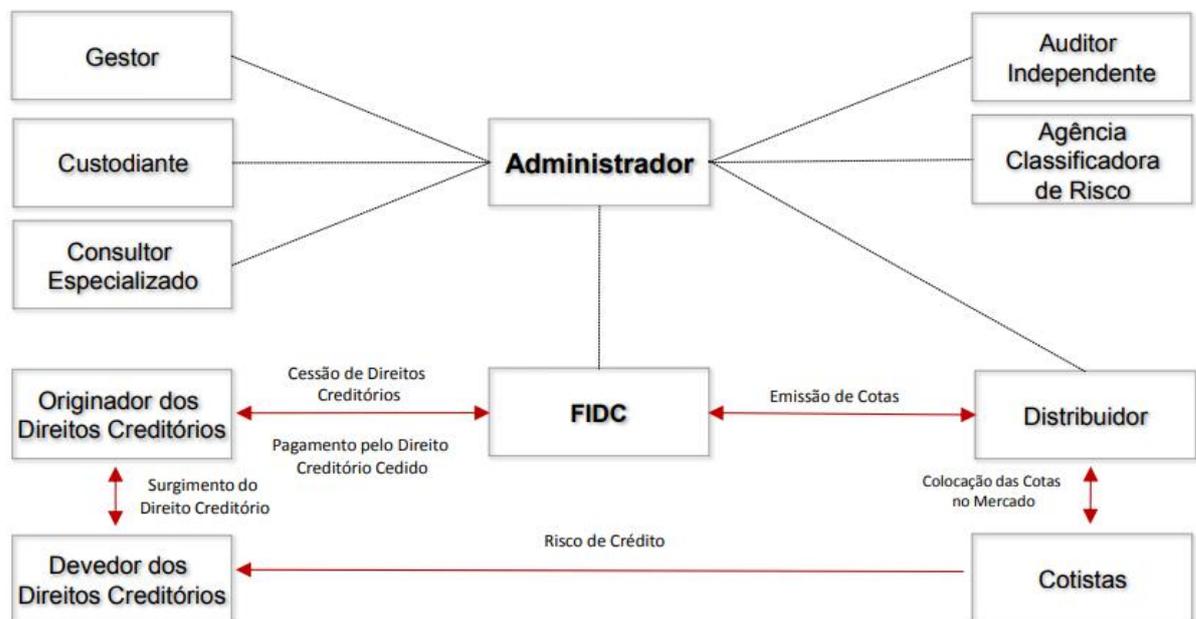
Os FIDCs são constituídos ainda sob a forma de condomínio aberto, na qual os cotistas podem de acordo com o disposto no regulamento do fundo solicitar o resgate de suas cotas, possibilitando assim o resgate das quotas a qualquer momento, observado antes um prazo de carência que pode vir a variar de 30 a 90 dias após a realização do pedido. Devido a esse fato, não há a necessidade de se estabelecer um prazo final para a amortização das quotas. Os FIDCs lançados sob a forma de condomínio fechado, ou seja, em que as cotas são resgatadas somente ao término do prazo de duração do fundo, conforme cada classe ou série de cotas conforme seu regulamento, ou em virtude de sua liquidação. Permitindo assim o resgate das quotas apenas em datas pré-determinadas. Também devem ser contratualmente estipuladas no regulamento a data final para amortização de principal e rendimento remanescente. Os FIDCs de condomínio fechado também podem utilizar o conceito "multi-séries" ocorre quando é permitida a emissão de diversas séries. Como essas séries possuem como lastro a carteira total de ativos e recebíveis do FIDC, isto possibilita que as séries sejam emitidas a qualquer momento, dentro do prazo normal de duração do FIDC. A amortização de cotas ainda pode ser realizada por disposição do regulamento ou por decisão da assembleia geral de cotistas.

2.1. A ESTRUTURAÇÃO DOS FIDCs

Em uma emissão através de um FIDC, a companhia originadora cede os recebíveis, chamada assim de cedente em caráter definitivo e irrevogável para o fundo nesta operação. Estes recebíveis são chamados direitos creditórios e representam, no mínimo, 50% do patrimônio líquido do fundo. O restante do patrimônio é aplicado, geralmente, em títulos do governo e fundos de investimento de renda fixa com baixo risco e liquidez imediata.

Ao ceder os seus direitos creditório, a companhia está entregando ao fundo, contas a receber por serviços prestados por ela. Quando os seus clientes forem efetuar o pagamento pelo serviço contratado, estes serão pagos ao fundo. Os investidores, por sua vez, adquirem cotas do FIDC, como forma de antecipação de liquidez. O volume total comprado em cotas é o quanto a companhia cedente estará captando em dívida. Ela deverá então ceder recebíveis no mesmo montante e, à medida que as contas a receber vão sendo pagas, os investidores são remunerados.

FIGURA 1: ESTRUTURA POR TRÁS DOS FIDC



Fonte: Santos JR. Consultoria Educacional

2.1.1. ORIGINADOR DOS DIREITOS CREDITÓRIOS

O originador é aquele responsável por captar o empréstimo junto ao mercado. Ele é o responsável por selecionar o conjunto de ativos a serem securitizados e ceder ao fundo. Uma vez feito isso, o seu dever será comprometer-se em continuar cedendo ao fundo recebíveis respeitando os critérios de elegibilidade definidos do mesmo.

2.1.2. AGÊNCIAS CLASSIFICADORAS DE RISCO

As agências de classificação de risco, ou rating, tem por sua função analisar a capacidade de pagamento das dívidas assumidas por uma empresa e/ou operação. Isto é, tratar e discutir sobre o risco que um investidor que tenha comprado papéis e/ou títulos de determinada empresa e/ou operação está exposto, considerando-se assim as condições de mercado onde a mesma está inserida. Baseando-se na análise da qualidade geral da carteira, dos riscos relacionados à taxa de juros, à qualidade de crédito, à liquidez, à concentração e ao risco cambial pertinente ao fundo. A agência deve compreender alguns pontos como os tipos de ativos a serem securitizados, a estrutura da operação, os riscos (inclusive os do devedor e os legais), o fluxo dos recursos e o pagamento dos custos, e ainda o mecanismo de proteção de crédito. As classificações de crédito não são permanentes, uma vez emitidas, estas classificações são revisadas periodicamente e podem ser modificadas positivamente (upgraded) ou negativamente (downgraded). As avaliações não são consideradas recomendações de compra, venda ou manutenção de um determinado título e nem avaliações da desempenho dos preços dos títulos no mercado secundário..

2.1.3. ADMINISTRADOR

O administrador tem a função de praticar todos os atos de gestão correspondentes ao fundo nos termos do regulamento, de modo a manter a boa ordem legal, operacional e administrativa, como as aplicações e resgates das cotas sênior e das cotas subordinadas, recebimento de reclamações e esclarecimento de dúvidas. Segundo o relatório de apresentação dos FIDCs, da CVM, de 2001, o administrador deve ser um banco múltiplo, banco comercial, banco de investimento, sociedade de crédito, corretora de títulos, valores mobiliários (CTVM) ou uma distribuidora de títulos e valores Mobiliários (DTVIM).

2.1.4. GESTOR

O gestor deve ser pessoa jurídica, integrante ou não do Sistema Financeiro Nacional, com sede no país. Suas atividades estão relacionadas à gestão dos ativos componentes da carteira do FIDC. É contratado pelo administrador, porém não assume todos os deveres do administrador do FIDC.

2.1.5. CUSTODIANTE

Entre as atribuições do custodiante estão definidas, receber, analisar e custodiar os documentos comprobatórios relativos aos direitos creditórios integrantes da carteira do FIDC. Operacionalizar os procedimentos referentes ao resgate de cotas, custodiar os ativos financeiros e demais modalidades operacionais integrantes da carteira; e, principalmente, conferir se os critérios de elegibilidade definidos no regulamento estão sendo respeitados. Os deveres e obrigações do custodiante encontram-se definidos no regulamento e no contrato de custódia, devendo ser uma pessoa jurídica credenciada pela CVM para o exercício da atividade de custódia. Os Bancos mais usados nas operações de FIDCs são o Banco Itaú e o Deutsche Bank.

2.1.6. AUDITOR

O auditor deve ser necessariamente contratado pelo FIDC. Ele é responsável por auditar as contas do FIDC e, em alguns casos, pode realizar procedimentos de auditoria nos recebíveis, em complemento ao custodiante. O nome do auditor deve ser informado à CVM no momento da constituição do FIDC, segundo a Instrução CVM no 356/01.

2.1.7. DISTRIBUIDOR

Responsável pela distribuição de cotas do fundo. Podendo ser o próprio Administrador ou um terceiro contratado, desde que o mesmo seja integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários.

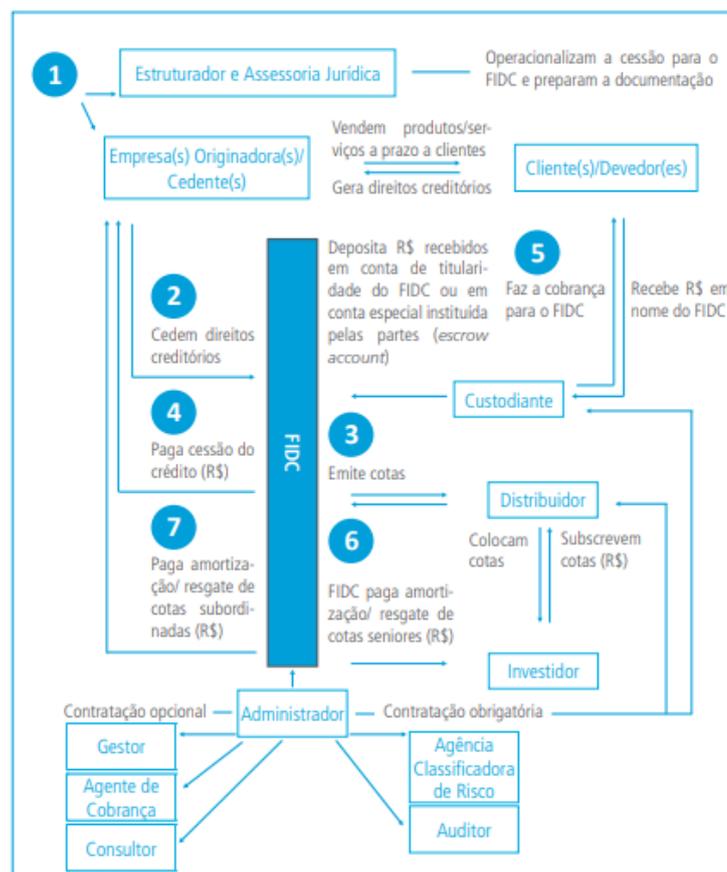
2.1.8. ASSESSORES LEGAIS

Geralmente os advogados estão envolvidos apenas na fase pré-constituição do FIDC. Atuando na discussão da estrutura do FIDC, na análise de possíveis problemas jurídicos decorrentes da estruturação do fundo, e na elaboração e discussão dos documentos relativos ao mesmo (prospecto de distribuição, regulamento, contrato de cessão de direitos creditórios, contratos com as demais partes envolvidas no processo, etc.).

2.2. A SECURITIZAÇÃO E OS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO

Os primeiros Fundos caracterizados como FIDCs estruturados, foram ofertados no final no ano de 2002, criados pela resolução CMN nº 2.907 de 2001, somente decorrido um ano após sua regulamentação pela CVM. Existem algumas opiniões que buscam explicar a demora nesse processo, a volatilidade do mercado financeiro em sentido amplo é uma delas, as incertezas relativas a mudanças no cenário político, e da própria limitação relativa à regulamentação do FIDC, tendo em vista seu desenvolvimento no mercado. Entretanto, ultrapassadas as incertezas após as eleições e com a edição da instrução 356 pela CVM em dezembro de 2001 elevou-se o nível de confiança desse produto, pois trouxe em seu escopo maior segurança ao investidor regulamentando a constituição e funcionamento dos FIDCs e Fundos investidores dos mesmos.

FIGURA 2: MECANISMO DE FUNCIONAMENTO DE UM FIDC



Fonte: Estudos Especiais Produtos de Captação, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (2015)

Antes da emissão, os estruturadores, juntamente com o cedente, devem definir critérios de elegibilidade a serem respeitados ao longo do prazo de duração do fundo. Esses critérios funcionam como um filtro da carteira de crédito do cedente, muitas vezes permitindo que uma carteira de maior qualidade seja cedida ao fundo. Por exemplo:

A empresa X, que atua no setor de financiamento de veículos, ao emitir um FIDC, pode definir como um dos critérios de elegibilidade a serem respeitados pelo fundo que somente poderão ser cedidos recebíveis oriundos de contratos cujas três primeiras parcelas já tenham sido quitadas e cujo devedor não possua histórico de inadimplência junto à emissora. Este critério de elegibilidade, portanto, reduz o risco de não pagamento por parte dos devedores e, conseqüentemente, reduz o risco de uma baixa desempenho do FIDC.

2.3. CLASSIFICAÇÃO DAS COTAS

Cotas Sênior: As cotas sênior caracterizam-se por serem preferenciais, ou seja, não se subordinam as demais cotas nos casos de amortização ou resgate. Sendo subdivididas em séries, as quais se diferenciam exclusivamente por prazos e valores, para amortização, resgate e remuneração. Caso haja a liquidação do FIDC, os cotistas seniores, esses terão o direito de partilhar o patrimônio do fundo na proporção na proporção dos valores previstos para amortização, resgate e remuneração da respectiva série. Só é possível adquirir este tipo de cota no momento em que o fundo é criado ou no mercado secundário onde as cotas são revendidas para outros investidores (Bolsa de Valores ou no Mercado de Balcão).

Cotas Subordinadas: São cotas não preferenciais. Cotas subscritas por Empresas ou instituições originadoras que cedem os recebíveis de crédito para os fundos, devendo subscrever parte de suas cotas subordinadas (cotas subordinadas são usadas para pagar as cotas sênior, servindo de garantia). Essas cotas possuem como característica principal o risco, sendo assim se assemelham a títulos de renda variável, ou seja, enquanto as cotas seniores possuem uma rentabilidade pré-estabelecida, as cotas subordinadas tem o seu retorno proporcional ao risco. Podendo assim ter uma rentabilidade que ultrapassa as demais cotas ou não.

Com o FIDC é possível formar diferentes combinações de risco e liquidez, através das diferentes combinações do direito creditório que compõem as carteiras do FIDC. Estes recebíveis podem ser classificados como, “a performar” ou “performados” e “revolventes” ou “estáticos”.

Operação “performada”: consiste na antecipação de um crédito, com base na existência de um contrato firmado entre empresa e o cliente, cuja mercadoria já tenha sido entregue ou que o serviço tenha sido prestado de forma antecipada. Nos vencimentos o devedor os liquida conforme indicação do banco.

- ✓ Cessão de crédito

Operação “a performar”: Essas operações permitem uma antecipação de mais de um crédito, através de contratos futuros de entrega. A condição é que o vencimento das operações fiquem em conformidade com o vencimento dos mesmos.

- ✓ Contas de Luz, Água e Telefone.
- ✓ Mensalidades Escolares

Performados revolventes: São correspondentes à entrega ou prestação de serviços que exigem reposição como exemplo temos os financiamentos de bens duráveis.

- ✓ Duplicatas
- ✓ Crédito Consignado
- ✓ CDC
- ✓ Financiamento de Veículos
- ✓ Cartão de Crédito

Performados estáticos: Correspondem aos financiamentos de projetos de longo prazo.

- ✓ Precatórios, Créditos Fiscais.
- ✓ FCVS
- ✓ NPL – Créditos Inadimplidos

Não performados estáticos:

- ✓ Fluxo de Royalties
- ✓ Project Finance

2.4. CLASSES DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITO CREDITÓRIO

Financeiro: Investimento em carteira de recebíveis de empresas nos setores de crédito imobiliário, consignado, financiamento de veículos, crédito pessoal e multicarteira financeira.

Mercantil: São realizados em carteiras de recebíveis pulverizadas com o objetivo de minimizar os riscos, originadas e vendidas por diversos cedentes que antecipam seus recebimentos por meio de um fomento mercantil através de títulos como cheques e duplicatas.

Comércio, Agronegócio, Indústria: Investimento em carteira de recebíveis de empresas nos setores de infraestrutura, indústria, agronegócio, crédito corporativo, multicarteira agros e recebíveis comerciais.

Outros: Investimento em carteiras de recebíveis ligadas ao poder público e multicarteiras.

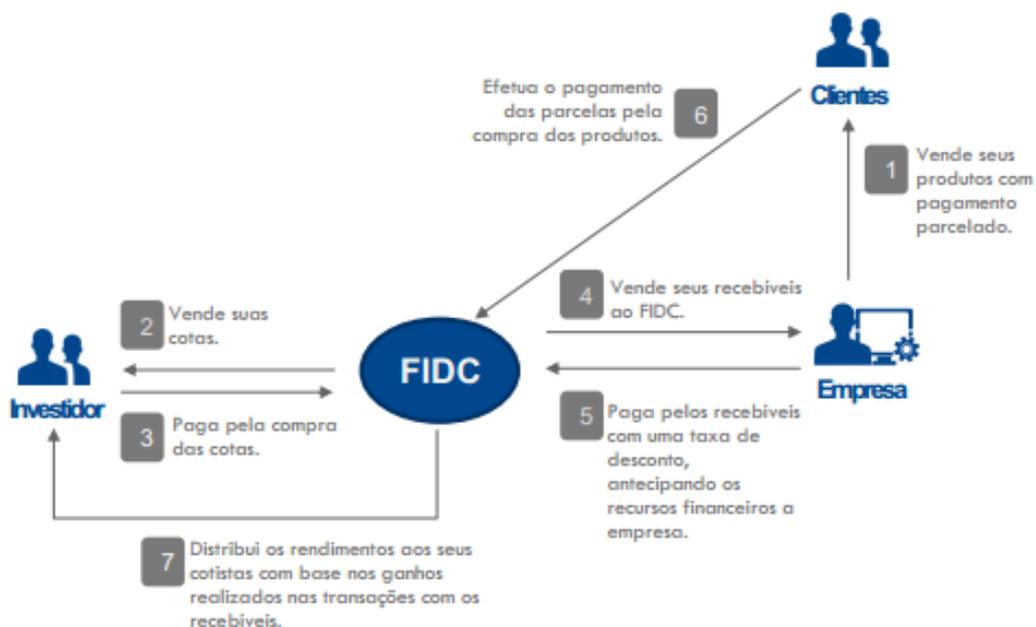
2.5. FIDC - NP (Não Padronizado)

É um tipo específico de FIDC permite a realização de aplicações em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido em direitos creditórios não padronizados. Direitos creditórios não padronizados são aqueles que, estão vencidos e pendentes de pagamento quando da sua cessão para o fundo. Podendo ser decorrentes de receitas públicas derivadas ou originárias da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações ou originários de empresa em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco, de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu

objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia. Será igualmente considerado não padronizado.

O FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a outros ativos, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco, ou aplicações em cotas do Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados (FIDC-NP).

FIGURA 3 - PASSOS DE UMA OPERAÇÃO



Fonte: Santos JR. Consultoria Educacional

2.7. VANTAGENS X DESVANTAGENS

O FIDC traz diversas vantagens na hora de investir. Para as empresas cedentes gera uma maior Liquidez em virtude da transferência de recebíveis para os fundos, possuindo uma maior centralização de caixa, e acesso ao mercado de capitais. Além de que para os investidores há uma remuneração compatível ao risco. Aumentando também a fiscalização e o acompanhamento constante das operações. Sendo assim os FIDC possuem maior rendimento em comparação com outros investimentos, a oportunidade para diversificação e o fato de as empresas poderem auxiliar a encontrar fundos mais seguros e confiáveis, também contam como fatos de vantagem para os FIDC, além de que os mesmos contam com as cotas

subordinadas (considerada mais segura na hora de investir). O fato de possuírem vantagem fiscal sobre as antigas formas de investimento coletivo como a SPE, por exemplo, também é tido como fator determinante. A tabela a seguir mostra as vantagens fiscais dos FIDC com relação a outras formas de securitização de investimento, para um investimento coletivo, utilizando as SPE como comparativo.

TABELA 1: VANTAGENS FISCAIS DOS FICS

Vantagens Fiscais FIDCS / SPEs		
TIPO	FIDCs	SPEs
PIS/COFINS	Isento	9,25% sobre a receita financeira
IR/CSLL	Isento	34% do lucro líquido
IOF	Isento	1,2% sobre o valor da operação financeira
Resgate de Quotas	20% sobre o rendimento	20% sobre o rendimento

Fonte: Elaborado pelo autor com dados MOODY'S

Em contra partida, há risco de atrasos no pagamento dos juros ou do principal por parte dos emissores dos ativos ou dos devedores dos direitos creditórios. Um FIDC também pode ter que enfrentar os efeitos de uma falência, fechamento de filiais, ou qualquer outro fator capaz de prejudicar os resultados do cedente dos recebíveis. Podendo não conseguir vender integralmente suas cotas no mercado secundário no prazo desejado. A falta de demanda pelos ativos que compõem a carteira do fundo pode restringir os resgates de suas cotas pelos cotistas, obrigando-os a aguardar o vencimento dos recebíveis. Sendo assim infere-se que os Fundos de Direito Creditório não são garantidos pelo fundo garantidor de crédito, taxas de administração podem ser altas, risco de crédito, aplicação mínima R\$ 25 mil e liquidez reduzida no mercado secundário.

Outra característica importante do FIDC é que ele destina-se apenas a investidores qualificados. Logo o que se pode analisar é que, o Fundo de Direitos Creditórios não é um investimento acessível a pequenos investidores. A tabela 2 tem como objetivo mostrar os tipos de investidores para o segmento. Que incluem:

TABELA 2: INVESTIDORES QUALIFICADOS PARA O FIDC

TIPOS DE INVESTIDORES (FIDC)
Investidores classificados como profissionais
Pessoas naturais que possuam certificação da CVM para registro de agentes autônomos, analistas, administradores de carteira e consultores de valores mobiliários.
Clubes de investimentos geridos por um ou mais cotistas que sejam investidores qualificados
Pessoa física ou jurídica que possa investimentos de mais de R\$1 milhão, comprovados por termo assinado.

Fonte: Elaborada pelo autor com dados BM&FBOVESPA.

Portanto, o investimento em Fundo de Direitos Creditórios não é acessível a pequenos investidores. Devido a isso, grande parte dos investimentos são feitos por investidores institucionais, como seguradoras, fundos e gestores de fundos.

CAPÍTULO 3. EVOLUÇÃO HISTÓRICA

Uma vez que todo e qualquer fluxo de recebíveis ou qualquer ativo que representa um crédito podem ser securitizados, o FIDC se apresenta como um instrumento bastante flexível. Alguns dos principais tipos de ativo-lastro que são comumente cedidos aos FIDCs são recebíveis de crédito à pessoa jurídica, recebíveis comerciais, recebíveis de empréstimos pessoais, recebíveis do agronegócio, recebíveis de prestação de serviço público, dentre outros. O Brasil

caminha para ter um mercado mais atrativo para a captação de recursos das empresas do que o mercado internacional, e a securitização de recebíveis irá constar como instrumento nessa nova etapa. Devido a preferência das empresas pela securitização, e mais precisamente os Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDCs), não só porque têm vantagens fiscais (em relação a outros investimentos), mas também porque oferecem garantias aos investidores, uma vez que o emissor não é a empresa em si, mas um “meio” que compra os créditos da empresa. Esse crescimento pode ser observado de forma explícita através de dados e estudos fornecidos para o segmento de fundos em direito creditório. Conforme mostra a tabela abaixo:

TABELA 3: CAPTAÇÃO LÍQUIDA DO FIDC

Captação Líquida FIDC	
Dados em R\$ milhões acumulados no ano até a data	
Período	Valor em R\$ milhões
dez-02	-
dez-03	972,4
dez-04	2.523,3
dez-05	7.038,1
dez-06	9.785,1
dez-07	10.789,1
dez-08	15.106,3
dez-09	10.170,3
dez-10	6.109,1
dez-11	15.018,1
dez-12	(8.726,4)
dez-13	13.394,9
dez-14	(10.120,1)
dez-15	2.962,4
dez-16	(6.513,8)
ago-17	4.898,3

Fonte: Elaborado pelo autor com dados AMBIMA

O que se observa é o grande aumento de captação de recursos por parte dos Fundos de investimento, tendo seu pico no ano de 2008. Isso se deu devido à notória procura dos investidores por outras formas de investimento, visando maior

segurança, e menores taxas de juros, no ano de 2008, com a crise da chamada “bolha imobiliária” no mercado externo.

TABELA 4: CAPTAÇÃO LÍQUIDA POR TIPO

Captação Líquida por Tipo FIDC									
Dados em R\$ milhões referente aos últimos 12 meses									
Tipos ANBIMA	dez-16	jan-17	fev-17	mar-17	abr-17	mai-17	jun-17	jul-17	ago-17
FIDC	1.072,2	(3.592,3)	3.689,6	1.298,4	(3.633,7)	(2.573,9)	1.027,6	(2.204,8)	10.887,3
FIDC Fomento Mercantil	58,9	(78,6)	120,7	(4,9)	118,8	231,2	(124,6)	326,1	65,7
FIDC Financeiro	211,8	(8,9)	(77,1)	(59,9)	33,4	(133,6)	(219,6)	49,9	(19,3)
FIDC Agro, Indústria e Comércio	657,9	(4.743,8)	2.828,4	2.201,8	(3.741,9)	(2.340,8)	1.412,2	(2.752,9)	10.638,1
FIDC Outros	143,6	1.239,0	817,7	(838,6)	(44,0)	(330,7)	(40,5)	172,1	202,9

Fonte: Elaborado pelo autor com dados AMBIMA

O que se observa é a diversificação da captação de investimento nos fundos, tendo seu maior lastro no setor de indústrias, comércio e agro. A criação dos FIDCs permitiu que um grande número de pequenas empresas e companhias de pequeno e médio porte pela primeira vez pudessem acessar o mercado de capitais de uma forma viável, proporcionando efetivamente uma alternativa ao financiamento bancário, que, devido às altas taxas de juros praticadas, ficou proibitivamente caro para este universo de companhias.

Um dos fatores que contribuíram para a solidificação dos FIDCs foi oferecer uma forma de otimizar o balanço de financeiras e bancos, as operações conhecidas como “off balance-sheet”. Usadas como meio de captação no mercado de capitais brasileiro, essas operações resultam em que, a partir do momento que a companhia cedeu os direitos de crédito ao fundo, essas contas a receber saem de seu balanço. Com isso aos poucos, companhias de maior porte e de outros setores fora do financeiro notaram os benefícios trazidos pela emissão através de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. O instrumento, além de reduzir ao mínimo o risco de crédito através da emissão de quotas as quais são distribuídas entre diversos investidores, é uma forma de antecipar recebíveis e reduzir o prazo médio das contas a receber, diminuindo a necessidade de capital de giro, tornado-se uma solução rápida e viável no curto prazo.

O momento de instabilidade da economia no contexto mundial com a incerteza dos mercados são variáveis importantes no entendimento desta oscilação. Dada a incerteza gerada devido as iminentes alterações na regulamentação a serem estabelecidas pela CVM, o mercado de FIDCs desacelera aguardando a definição dos novos parâmetros que irão nortear a estruturação deste produto, pois alterações levariam a uma perda de eficiência já que haveria a necessidade da readaptação dos regulamentos dos fundos “recém-iniciados”. No entanto, a retomada no crescimento seria verificada apenas no ano de 2013 após tal modernização instituída pelo órgão.

3.1. NOVO CENÁRIO DO MERCADO DE CAPITALIS

O mercado agora está mais preparado e fortalecido para adentrar na fase de expansão. Os FIDCs mais do que nunca se mostram como uma ferramenta de funding para as empresas, gerando oportunidades oriundas dos gaps de investimento, formando com os FIDC não padronizados uma boa opção para os investidores institucionais. Sua viabilização no mercado secundário foi obtida devido ao nível de transparência das operações e do processo de rating de crédito, além das vantagens atualmente oferecidas aos cedentes (originador dos recebíveis) e para o investidor.

Com o projeto do novo mercado de renda fixa finalizado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), o Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF) é tido como um marco na luta pela padronização do mercado de renda fixa e, principalmente, na busca por um mercado secundário mais desenvolvido. A partir de então as companhias que quiserem ter as suas debêntures emitidas com o selo do NMRF deverão respeitar determinadas exigências definidas no regulamento. As principais restrições são:

- ✓ Nível mínimo de pulverização, com pelo menos 10 investidores, e não mais do que 20% de participação individual na oferta;
- ✓ Atualização anual dos ratings;
- ✓ Padronização de documentos que facilitem o acesso à informação;
- ✓ Prazo de vencimento maior que quatro anos, e condições de recompra que caracterizem o título como de longo prazo;

- ✓ Remuneração atrelada a algum índice de preços, taxa prefixada, da versão brasileira da taxa interbancária de Londres da Associação Britânica dos Bancos, conhecida como Libor.

Outra forma de gerar maior confiança e transparência por parte do governo foi a criação da Central de Cessão de Crédito, mais conhecida como C3, começou a funcionar no dia 22 de agosto de 2011 como resposta do governo ao rombo financeiro descoberto no Banco Panamericano. O banco cedia uma mesma carteira de crédito a diferentes instituições e, obviamente, não possuía ativos suficientes para cobrir os seus passivos. Quando flagrado o rombo bancário, o mercado financeiro se assustou. Ações de todos os bancos despencaram e os investidores brasileiros e, principalmente estrangeiros, já não viam o Banco Central brasileiro, que vinha recebendo constantes elogios devido a sua suposta seriedade e rigidez no controle do sistema bancário e de crédito, ao contrario do Banco Central Americano (FED).

A C3 (Central de Cessão de Crédito) foi a forma encontrada pelo governo de conferir maior segurança às operações de cessão de carteira. Além de possuir o registro de todas as operações de compra e venda de carteira de crédito entre bancos, fonte tradicional entre pequenos e médios bancos para captação de recursos, o órgão tem como objetivo intermediar a compra e venda de ativos entre Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Operada pela Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP), ligada à FEBRABAN. O sistema da C3 cruza os dados de carteiras vendidas e, na outra ponta, de portfólios comprados, checando todas as informações. Esse processo tem por objetivo evitar a duplicidade na venda de ativos, como aquelas detectadas no escândalo do Panamericano, assegurando o comprador do crédito de que está, de fato, levando um ativo que não foi cedido para outro banco.

Além de funcionar como um mecanismo de controle dos bancos, assegurando maior proteção e transparência ao sistema bancário, a C3 é especialmente benéfica para os FIDCs. Pelo fato de os brasileiros ainda não serem muito familiarizados com a securitização e a cessão de recebíveis, ainda gera certa desconfiança em torno do mecanismo de funcionamento dos FIDCs, o que explica um pouco o excesso de prêmio em diversas emissões através do instrumento.

Um órgão como a C3, capaz de garantir a cessão de recebíveis de forma definitiva e garantida traz maior segurança aos investidores. Com a FEBRABAN monitorando toda a compra e venda de ativos entre FIDCs, o risco de a companhia emissora ceder os mesmos recebíveis a mais de uma parte é eliminado, bem como a possibilidade de alegar não terem cedido determinados recebíveis em momentos de dificuldade financeira, como ocorreu no caso do FIDC Parmalat, em 2003.

Cabe aqui ressaltar que o caso Parmalat é um bom exemplo da proteção oferecida pela estrutura dos FIDCs. A companhia entrou em crise financeira no final de 2003 e, além de diversas outras dívidas, tinha um FIDC em aberto. A empresa tentou de várias maneiras desviar o fluxo de recebíveis que era cedido ao fundo para o seu caixa, mas a estrutura legal do instrumento não permitiu e os investidores receberam o retorno de seu investimento.

Segundo estudo realizado por Legatti, Guilherme (2010), analisando a rentabilidade dos FIDCs-NP pode-se observar em uma amostra dos tipos de fundos no mesmo ano de 2010 que,

FIGURA 4 - Estatísticas

Estatísticas	No mês	No ano
Média	-5,13	-7,43
Máx	13,17	72,56
Min	-49,54	-89,24
Mediana	-0,025	-2,46
Variância	127,1	1016,7
Desvio Padrão	11,3	31,9

Fonte: Legatti, Guilherme (2010).

“A média da rentabilidade desses fundos é negativa, tanto no ano quanto no mês, mostrando que na média os gestores dessa amostra de fundos obtêm retornos negativos. E, a mediana nos mostra que existem mais fundos negativos que positivos nessa amostra. A variância de tal amostra é bastante alta, principalmente nos retornos do ano. Mesmo assim, os retornos de tais fundos podem vir a ser muito alto chegando a 72,56% no ano.”. Legatti, Guilherme (2010).

Tal resultado já era esperado, pois os FIDCs-NP possuem uma vasta gama de possibilidades de investimento. Porém, percebe-se que são de natureza mais complexa, ficando expostos a mais riscos que fundos de crédito simples.

Nesse processo a busca pela redução das taxas de juros é fator crucial, pois taxas menores permitem às companhias oferecerem uma remuneração menor na contratação da dívida, além de trazer mais investidores para esse mercado, aumentando a demanda pelos títulos privados, o que também contribui para a redução do prêmio oferecido pelas companhias emissoras (lei da oferta e da demanda). Ao verem a sua remuneração encolher, os investidores devem ter maior incentivo a sair da sua “zona de conforto” e atuar de forma mais ativa, tendendo a recorrerem cada vez mais ao mercado secundário, ao invés de carregar todos os seus papéis até o vencimento.

Durante estudo realizado por Prates, B com dados BMF&BOVESPA, em 2008, observou-se que as negociações relacionadas ao fundo de investimento em direito creditório atingiram apenas R\$ 17,2 milhões, enquanto que na CETIP foram negociados R\$ 180,9 milhões, atingindo um total de R\$ 198,1 milhões. Em um mercado em que os fundos são compostos por bilhões de reais.

Para expansão do segmento a padronização das emissões é fundamental, pois diminui a aversão ao risco do investidor. A inexistência de um padrão de emissão para os instrumentos de captação de dívida acaba por agravar o receio dos investidores no investimento, que muitas vezes acabam preferindo a segurança dos títulos públicos federais. Já o alongamento do perfil da dívida funciona como uma forma de incentivar o investidor a recorrer ao mercado secundário (tendo um ativo por mais tempo “em mãos”, a probabilidade de ele necessitar ou querer resgatá-lo por algum motivo se torna maior), além de permitir um planejamento mais eficiente por parte das companhias, que podem se endividar mais e pagar menos por um período de tempo maior e, conseqüentemente, podem realizar gastos maiores em investimentos.

O que se observa é que logo após experimentar esse expressivo crescimento desde a emissão do primeiro FIDC em 2002, os fundos de investimento em direitos creditórios tornaram-se um dos principais instrumentos de securitização do país. A

tabela abaixo mostra a evolução do volume de patrimônio líquido de FIDCs desde 2002.

TABELA 5: PATRIMÔNIO LÍQUIDO POR CLASSE

Patrimônio Líquido por Classe											
Dados em R\$ milhões referente último dia útil do período											
Período	Renda Fixa ⁴	Ações	Multimercados	Cambial	Previdência	ETF	FIDC	FIP	FII	OFF-SHORE	Total
dez-02	205.612,6	31.018,7	90.562,3	5.966,3	10.270,3	-	-	-	340,0	11.233,5	355.003,5
dez-03	284.298,5	40.588,6	141.984,6	6.777,2	22.231,4	-	1.014,5	-	347,9	18.373,7	515.616,4
dez-04	320.486,8	49.610,9	175.007,2	4.779,3	35.559,2	412,1	4.566,8	-	349,3	21.863,1	612.634,8
dez-05	465.910,9	59.023,9	127.360,4	2.152,5	50.629,1	2.453,6	12.246,3	-	337,5	18.858,8	738.973,1
dez-06	510.238,3	92.988,6	212.877,1	1.279,8	74.535,8	2.735,4	19.330,2	-	173,1	25.458,3	939.616,5
dez-07	545.333,9	176.141,3	275.705,2	694,2	92.560,1	3.747,2	28.688,4	-	292,7	36.738,2	1.159.901,2
dez-08	549.651,5	112.768,8	266.191,2	768,9	111.380,5	1.935,6	43.523,4	15.767,3	319,2	23.788,9	1.126.095,3
dez-09	618.919,6	166.119,3	335.970,1	650,8	148.969,3	2.904,0	53.288,3	24.898,6	758,3	50.623,0	1.403.101,2
dez-10	726.095,2	189.179,7	404.879,6	863,4	184.072,6	2.409,5	59.432,0	42.538,7	2.950,9	58.862,5	1.671.284,3
dez-11	911.217,9	181.582,8	399.741,2	924,3	230.951,9	3.249,2	78.431,3	69.951,7	9.334,3	56.002,5	1.941.387,1
dez-12	1.050.899,3	202.727,6	476.242,6	796,6	291.739,0	4.336,7	64.606,9	87.701,8	26.650,1	64.488,5	2.270.189,0
dez-13	1.121.208,1	206.249,2	508.516,9	2.192,8	330.907,0	3.120,2	77.546,0	124.631,5	35.061,3	59.644,6	2.469.077,6
dez-14	1.248.426,2	176.583,6	532.834,2	3.093,7	399.780,9	3.302,9	66.303,5	153.857,6	49.015,4	57.120,2	2.690.318,3
dez-15	1.412.368,0	139.847,2	591.167,2	6.381,0	490.246,8	2.723,9	74.547,9	171.462,9	59.639,5	45.323,4	2.993.707,8
dez-16	1.680.831,0	150.096,7	672.549,6	3.823,0	614.441,5	3.798,0	86.701,6	175.301,8	61.546,3	36.625,5	3.485.715,1
ago-17	1.915.221,8	173.538,7	798.687,9	3.312,0	691.937,8	5.536,1	97.085,1	198.031,5	61.646,8	37.137,4	3.982.134,9

Fonte: Elaborado pelo autor com dados AMBIMA

Após os anos de 2003 a 2011, o mercado apresenta forte desaceleração nos anos posteriores, conforme podemos verificar através do percentual de na tabela. Porém o que se observa é a crescente frente a outras formas de investimento já consolidadas no mercado financeiro, os Fundos de investimento estão em escala crescente e conquistando seu espaço no mercado financeiro.

O cenário nos últimos anos para o fundo foi de desaceleração, contudo os fundos de investimento mostram ter um importante papel de securitização no mercado financeiro, sendo cada vez mais procurados pelos investidores como forma de alternativa de investimento. Esse processo implicou a elevação de custos e a

redução do volume de ofertas nos últimos anos, como mostrado na figura abaixo:

FIGURA 6: OFERTA DE COTAS FIDC

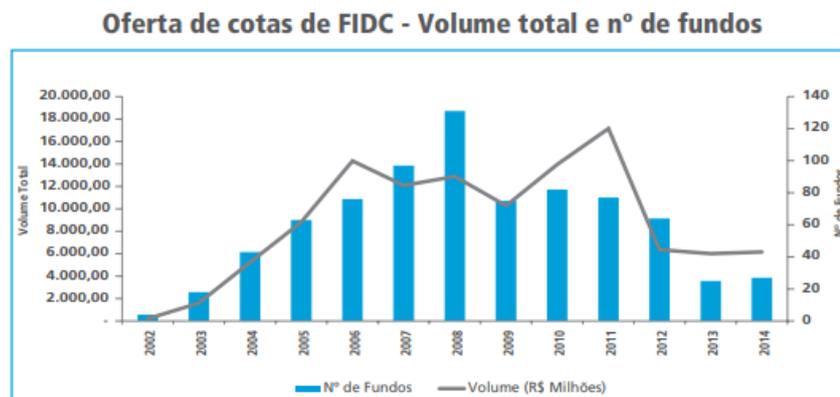
Ofertas de cotas de FIDC* - valores em R\$ milhões

Anos	Ofertas Registradas		Dispensa de Registro		Dispensa Esforços Restritos		Total	
	Nº	Volume	Nº	Volume	Nº	Volume	Nº	Volume
2002	3	200,00					3	200,00
2003	11	1.540,00	7	60,00			18	1.600,00
2004	32	5.134,65	11	100,00			43	5.234,65
2005	46	8.579,13	17	233,48			63	8.812,60
2006	63	12.777,40	13	1.484,60			76	14.262,00
2007	65	9.961,56	32	2.126,80			97	12.088,35
2008	63	10.020,85	68	2.857,18			131	12.878,03
2009	27	8.212,66	33	1.221,34	15	838,15	75	10.272,15
2010	33	10.233,60	27	2.064,90	22	1.652,36	82	13.950,86
2011	24	7.128,15	6	95,69	47	9.932,77	77	17.156,61
2012	16	3.917,75	13	160,32	35	2.281,10	64	6.359,17
2013	11	3.541,33	4	188,94	10	2.271,02	25	6.001,28
2014	11	1.796,20	2	100,00	14	4.257,51	27	6.153,70

(*) Inclui FIDC-NP e FIC-FIDC.

Fonte: Estudos Especiais: PRODUTOS DE CAPTAÇÃO 2015, AMBIMA.

FIGURA 7: VOLUME DE OFERTA DE COTAS



Fonte: Estudos Especiais: PRODUTOS DE CAPTAÇÃO 2015, AMBIMA

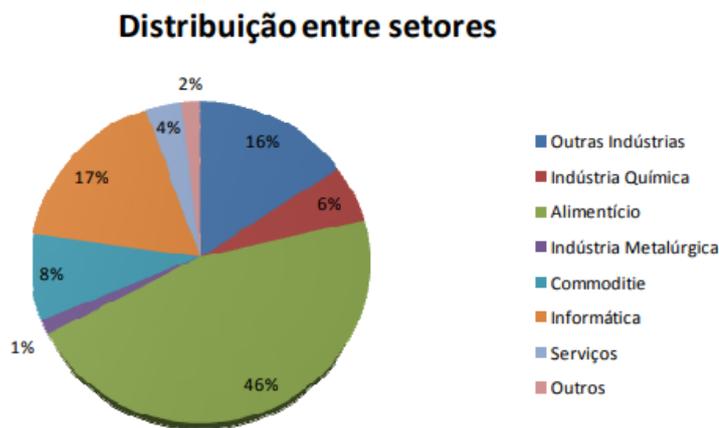
Essa desaceleração se deu devido a indústria de FIDCs ter que passar por um processo de transição regulatória que afetou a sua dinâmica de funcionamento, exigindo adaptações de estruturas e controles para o cumprimento das novas regras.

O que já se pode identificar através das informações apresentadas é que o mercado de crédito tem ótimo potencial para ser aproveitado pela empresa. Sabe-se que fundos de investimento em direitos creditórios são uma nova ferramenta para

atuar neste setor e com potencial de sucesso relativamente alto.

Na análise sobre a carteira dos FIDC feita por Gartner, Rafael, 2012, mostra a preferência clara do segmento por empresas ligadas a alimentos, visto que muitas dessas empresas precisam de capital para realizar suas operações no curto prazo, conforme pode-se analisar na figura abaixo :

FIGURA 5 - DITRIBUIÇÃO



Fonte: Gartner, Rafael (2012).

Com relação aos tipos de cotas no fundo, segundo estudo feito por Freund, alexius (2013), inferiu-se que os maiores efeitos de rentabilidade ocorrem pelas cotas subordinadas, devido a sua característica de regime de volatilidade crescente resultando em um aumento dos spreads bancários, decorrente do aumento no valor da opção de compra, enquanto que ao analisar um regime de volatilidade decrescente teve um efeito oposto.

CONCLUSÃO

Diante dos resultados apresentados nesse trabalho destacam-se os importantes obstáculos enfrentados pela indústria de FIDC. Alguns buscando afetar todos os ativos privados no Brasil, como a baixa liquidez dos negócios no mercado secundário e o desincentivo às emissões primárias nos momentos de piora no cenário macroeconômico, especialmente nos períodos de elevação das taxas de juros. Outros com respeito ao próprio produto, como a necessidade de ampliar a compreensão, junto aos investidores, em especial os institucionais, do menor risco envolvido nas variadas estruturas dos FIDCs, a despeito da maior complexidade desse tipo de investimento. Contudo o mesmo foi abordado com um aparato regulatório mais robusto e com estruturas mais flexíveis e abrangentes, os FIDCs colocaram-se como um instrumento de financiamento e investimento complementar às fontes tradicionais de recursos na economia brasileira.

Assim observou-se a securitização e seus instrumentos no Brasil, incluindo o FIDC, mostrando um significativo potencial de crescimento quando comparados ao volume do segmento no mercado internacional.

A reforma aumentou a compreensão dos agentes que atuam nesse mercado quanto à relevância da introdução de regras mais rigorosas. O novo arcabouço tem potencial para atrair novos cedentes e investidores em um contexto em que o mercado de crédito e a securitização, em particular, tendo em vista que o segmento ainda não alcançou todo o seu potencial de crescimento,

Nesse sentido e considerando-se as estimativas contidas no Planejamento Estratégico da CVM, que projetam que o patrimônio líquido dos FIDCs alcance R\$ 182 bilhões em 2023, equivalente a um crescimento médio anual de R\$ 12 bilhões entre 2015 e 2023, enfrentando assim grandes desafios e oportunidades à frente (Dados AMBIMA). Mantendo-se atualmente em evolução, o segmento apresenta novos FIDCs sendo registrados na CVM, demonstrando o atual crescimento deste mercado e sua importância como nova fonte de financiamento das empresas frente ao mercado de capitais.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ✓ CARVALHO, Raphael, **Os fundos de investimento em direitos creditórios como uma alternativa de financiamento e investimento**, Rio de Janeiro, 2015. Disponível em:
<http://pantheon.ufrj.br/bitstream/11422/704/1/Raphael_Luna_Monografia%20-%20106037072%20%28encerrada%29.pdf> , acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ FILGUEIRA, A.; CIDADE, M.; Texto para discussão 05 Agosto de 2015, São Paulo, In: **8º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento**, Inovar e crescer num ambiente em mudança, 2015. Disponível em:
<http://www.anbima.com.br/data/files/4E/01/8A/F3/9EB675106582A275862C16A8/Inovar-e-crescer-num-ambiente-em-mudanca_3_.pdf> acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ FERNANDES, Maurício Palmada, **O mercado de securitização no Brasil e suas fontes de valor**, São Paulo, 2010. Disponível em:
<<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/8333/66080100253.pdf?sequence=1&isAllowed=y>> acesso em: 13 de março de 2018.
- ✓ LIMA, A.; ARANTES, B.; BRASIL, C.; SILVA, J; **As formas de investimentos no mercado de capitais: uma abordagem dos títulos públicos e privados**, Belo Horizonte, 2009. Disponível em:
<http://sinescontabil.com.br/monografias/trab_profissionais/camila_viana.pdf>; acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ CORRÊA , ANTONIO COUTINHO. **Fundos de Investimento em Direitos Creditórios: Uma Análise de Sua Remuneração e Perspectivas Futuras**. Rio de Janeiro. 2012. Disponível em: <http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Antonio_Coutinho_Correa.pdf>; acesso em: 04 de junho de 2018.
- ✓ Prates, B. **Estudo de viabilidade de criação de um fundo de investimento em direitos creditórios proveniente da dívida do fundo de compensação de variações salariais**. Porto Alegre, 2008. Disponível em:
<<http://www.lume.ufrgs.br/bitstream/handle/10183/18100/000686587.pdf?sequence=1>> acesso em: 05 de julho de 2018

- ✓ GARTNER, RAFAEL. **ANÁLISE E PROPOSTAS PARA UM FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS**, São Paulo, 2011. Disponível em:
< <http://pro.poli.usp.br/wp-content/uploads/2012/pubs/analise-e-propostas-para-um-fundo-de-investimento-em-direitos-creditorios.pdf>> acesso em: 05 de julho de 2018
- ✓ Legatti, Guilherme. **O MERCADO DE CRÉDITOS DISTRESS E O FIDC-NP: A EVOLUÇÃO, POTÊNCIAL E INEFICIÊNCIAS**, Rio de Janeiro, 2010. Disponível em:
<http://www.econ.puc-rio.br/uploads/adm/trabalhos/files/Guilherme_Martins_Legatti.pdf> Acesso em: 05 de julho de 2018
- ✓ BACEN: Disponível em <<http://www.bcb.gov.br/busca/FIDC>>; acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ ANBIMA: Disponível em
<http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento>; acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ ANBIMA: Estudos Especiais Produtos de Captação, **Fundos de Investimento em Direitos Creditórios**, São Paulo, 2015. Disponível em
<http://www.anbima.com.br/data/files/89/A0/02/F5/EDB675106582A275862C16A8/FIDC_1_.pdf> acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ Fundação Getúlio Vargas: Disponível em:
<<http://bibliotecadigital.fgv.br/MPFE:Dissertações/MestradoProfissionalfinanceEconomia>>. acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ TORO RADAR Consultoria: Disponível em:
<<https://www.tororadar.com.br/Fundosdeinvestimentoemrendafixa>>. acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ CAPES PORTAL DE PERIÓDICOS. Disponível em:
<[http://www.periodicos.capes.gov.br/buscarperiodico/Securitizacaoderecebevisnosetorbancariobrasileiro:umestudoempirico.\(Report\)](http://www.periodicos.capes.gov.br/buscarperiodico/Securitizacaoderecebevisnosetorbancariobrasileiro:umestudoempirico.(Report))>; acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ MOODY'S: Disponível em: <<http://www.moody.com.br/Relatorios/FIDC>>; acesso em: 08 de janeiro de 2018.

- ✓ CVM: Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/sobre>>;
acesso em: 08 de janeiro de 2018.
- ✓ UQBAR. Disponível em:
<<http://www.uqbar.com.br/institucional/emque/securitizacao>>; acesso em: 08
de janeiro de 2018.