

**Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro**

**Departamento de Economia**

**Monografia de Final de Curso**

**Fundos de Investimento em Direitos Creditórios: Uma Análise de  
Sua Remuneração e Perspectivas Futuras.**

**Antonio Coutinho Corrêa**

**No. de Matrícula: 0811370**

**Orientadora: Maria de Nazareth Maciel**

**Rio de Janeiro, Junho de 2012**

**Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não  
recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto  
quando autorizado pelo professor tutor.**

**ANTONIO COUTINHO CORRÊA, JUN 2012**

**As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor.**

**Dedico este trabalho aos meus pais. Este momento jamais seria possível sem o apoio e carinho deles.**

**ÍNDICE**

<b>Resumo.....</b>	<b>06</b>
<b>1.1 Introdução.....</b>	<b>07</b>
<b>1.2 Motivação.....</b>	<b>09</b>
<b>2. Securitização.....</b>	<b>13</b>
<b>2.1. Conceito.....</b>	<b>13</b>
<b>2.2. História.....</b>	<b>13</b>
<b>3. FIDCs.....</b>	<b>18</b>
<b>3.1. Surgimento.....</b>	<b>18</b>
<b>3.2.1. A Estrutura dos FIDCs.....</b>	<b>20</b>
<b>3.2.2. Tipos de Fundo.....</b>	<b>21</b>
<b>3.2.3. Classes de Cotas.....</b>	<b>21</b>
<b>3.2.4. Os Eventos de Avaliação e de Liquidação Antecipada.....</b>	<b>22</b>
<b>3.2.5. As Partes Envolvidas.....</b>	<b>23</b>
<b>3.2.5.1. Originador.....</b>	<b>23</b>
<b>3.2.5.2. Agências de Classificação de Risco.....</b>	<b>23</b>
<b>3.2.5.3. Administrador.....</b>	<b>24</b>
<b>3.2.5.4. Gestor.....</b>	<b>24</b>
<b>3.2.5.5. Custodiante.....</b>	<b>24</b>
<b>3.2.5.6. Auditor.....</b>	<b>25</b>
<b>3.2.5.7. Assessores Legais.....</b>	<b>25</b>
<b>3.2.6. Origem dos Recebíveis.....</b>	<b>25</b>
<b>4. Dados.....</b>	<b>27</b>
<b>5. Metodologia.....</b>	<b>28</b>
<b>6. Resultados.....</b>	<b>30</b>
<b>6.1. Análise dos Resultados.....</b>	<b>31</b>

<b>7. Avanços.....</b>	<b>36</b>
<b>7.1. Novo Mercado de Renda Fixa.....</b>	<b>36</b>
<b>7.2. O Novo Arcabouço Legal para as Debêntures de Longo Prazo.....</b>	<b>36</b>
<b>7.3. Central de Cessão de Crédito.....</b>	<b>38</b>
<b>7.4. Queda das Taxas de Juros da Economia.....</b>	<b>40</b>
<b>8. Sugestão para Trabalhos Futuros.....</b>	<b>43</b>
<b>9. Conclusão.....</b>	<b>44</b>
<b>10. Referências Bibliográficas.....</b>	<b>48</b>

Este trabalho se propõe a estudar a remuneração dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs), passando pela descrição do ativo, criado em 2002, e apresentando perspectivas futuras.

O trabalho irá se dividir, basicamente, em três partes. Na primeira delas, será apresentado o conceito de securitização, bem como o seu histórico, para que se possa chegar ao surgimento dos FIDCs no Brasil, detalhando as suas principais características.

Na segunda parte, serão apresentadas variáveis que se acredita exercerem impacto significativo na remuneração oferecida pelos FIDCs e será realizado um estudo econométrico para analisar o efeito de tais variáveis.

Na última parte do estudo, será realizada uma análise dos resultados e serão destacados pontos importantes para a evolução do instrumento, o que está sendo feito no que diz respeito ao desenvolvimento do mercado de crédito privado brasileiro e quais são as perspectivas futuras.

## **Abstract**

This work aims to examine the remuneration of the Receivables Investment Funds (FIDCs), through the description of the asset, created in 2002, and presenting future perspectives.

The work will be divided basically into three parts. In the first, it will present the concept of securitization, as well as its history, so you can get to the emergence of the FIDC in Brazil, detailing its key features.

In the second part will be presented variables believed to exert significant impact on compensation offered by FIDCs and will be conducted an econometric study to examine the effect of these variables.

The last part of the study is an analysis of the results and will be highlighted important points for the evolution of the instrument, what is being done with regard to the development of the private credit market in Brazil and what are the future prospects.

## **1. O Problema**

## 1.1. Introdução

O mecanismo de funcionamento da securitização foi primeiramente utilizado há muito tempo atrás, no século XII, pelas comunas italianas. No entanto, foi nos Estados Unidos da América, na década de 1970, que o termo securitização surgiu (através do termo em inglês, *securities*). Com o passar dos anos, a estrutura deste tipo de operação foi evoluindo e o volume captado por empresas através do instrumento aumentando.

Foi de suma importância para o a evolução do mercado de capitais e para o crescimento da economia de diversos países, especialmente dos Estados Unidos da América, o surgimento das operações de securitização.

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

Ao mesmo tempo, devido a 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-financeiro, puderam contrair dívidas mais baratas, pois o investidor passou a olhar para os ativos que a companhia estava securitizando, mas não para a sua capacidade de pagamento. Da mesma forma, pequenas e médias empresas, que tinham maior dificuldade de se financiar, encontraram na securitização de ativos uma boa maneira de suprir a sua necessidade de caixa.

No final de 2005, nos EUA, a indústria de securitização já apresentava um saldo de aproximadamente US\$ 7 trilhões, equivalente a 60% do PIB (*JP Morgan Securities Inc.*). Este número mostra a importância do surgimento deste tipo de operação para o crescimento do volume de crédito no país e, conseqüentemente, para o crescimento da economia.

No Brasil, as primeiras empresas a securitizar seus ativos foram a Embratel e a Varig, realizando emissões fora do país, na década de 1980, e a Mesbla, primeira companhia a realizar este tipo de operação domesticamente, em 1994.

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 as emissões de dívida que exigem a criação de uma Sociedade de Propósito Específico (SPE) e uma estrutura de ativos “*off balance-sheet*”, isto é, uma vez emitida a 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.

Enfim, o FIDC parece ser um instrumento capaz de ajudar o Brasil a crescer o nível de crédito dado a empresas e bancos através da iniciativa privada, dando mais liquidez ao mercado. Segundo Kendall (KENDALL, FISHMAN, 1996, p.10): “securitização é o processo de converter ativos ilíquidos em títulos negociáveis”.

O mercado de crédito no Brasil vem apresentando constante evolução desde a estabilização da inflação iniciada desde a criação do Plano Real. Com investidores menos avessos ao risco e incertezas menores quanto a economia, as empresas e as pessoas têm encontrado maior facilidade em se financiar.

No entanto, se comparamos a relação crédito/PIB do Brasil, com outros países cujo mercado de capitais e de crédito se encontram em um estágio mais avançado, esse valor ainda é muito baixo. No Brasil, hoje, essa razão é de aproximadamente 50%, enquanto em países como os EUA, ela chega a ser 150% e no Chile, 90%. A tabela abaixo mostra a evolução da razão entre crédito total na economia brasileira e o seu PIB.

**GRÁFICO 1: Razão Crédito Total no Sistema Financeiro/PIB (%)**

Fonte: Banco Central do Brasil

A taxa de investimento na economia brasileira ainda é muito baixa e dinamizar o mercado de capitais é essencial. Diante desse cenário, os FIDCs parecem ser um instrumento capaz de ajudar o país a preencher essa lacuna.

## 1.2. Motivação

Os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios apresentam uma estrutura que busca proteger os investidores do risco de crédito da companhia. Em especial, esse instrumento conta com uma classe de cotas subordinadas e outra de cotas seniores. As últimas, são adquiridas pelos investidores, enquanto as primeiras são totalmente integralizadas pela própria companhia emissora. Essa subordinação protege a remuneração dos detentores de cotas seniores em cenários adversos.

Seguindo o exemplo de uma companhia de distribuição de energia que realiza uma emissão de dívida através de um FIDC, caso ao longo do prazo de duração do Fundo o índice de perda de energia (devido ao desvio de energia por consumidores) ou a inadimplência no pagamento na conta de luz aumentem, existem as cotas subordinadas para absorverem esse impacto, não prejudicando a remuneração dos investidores detentores de cotas seniores. A regulação não define um intervalo para o nível de regulação. Teoricamente, as cotas subordinadas podem representar entre 0% 100% do patrimônio do fundo (apesar de que esta situação nunca ocorreria, pois a companhia não estaria captando nenhuma dívida).

Em geral, companhias mais eficientes, e, conseqüentemente, que oferecem menor risco no investimento, tendem a emitir FIDCs com menor percentual em cotas subordinadas, enquanto companhias com performance econômico-financeira mais fraca

têm um maior incentivo a emitir com um volume de cotas subordinadas mais elevado, de forma a reduzir o risco do investimento.

Sendo assim, caso uma empresa decida captar dívida no mercado de crédito privado brasileiro, a nota atribuída pelas agências de classificação de *rating* para uma emissão de um FIDC provavelmente seria mais elevada do que a de uma debênture emitida por essa mesma companhia. Ao passo que a emissão de debêntures tende a possuir o mesmo *rating* da companhia emissora, os FIDCs, por apresentarem uma complexa estrutura de proteção ao investidor, especialmente a subordinação, em geral contam com *rating* mais elevado do que a própria originadora dos créditos.

Tomando o *rating* atribuído pelas agências como uma boa *proxy* para a qualidade do investimento, isto é, para o nível de risco que o investidor está incorrendo ao investir em determinado ativo, seria razoável que os investidores, em uma média, exigissem um prêmio menor no investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios do que em debêntures. No entanto, o histórico de emissões desde 2002 mostra outra realidade. A remuneração média das debêntures emitidas neste período são inferiores à remuneração média dos FIDC's.

É importante ressaltar que o prazo médio das emissões, que poderia ser o fator responsável por essa incoerência, não é muito distinto entre emissões dos dois tipos de ativos no período analisado.

Analisando as emissões de FIDCs e debêntures durante o ano de 2010 (tabelas 2 e 3 em anexo), podemos ver esse fato de forma mais clara. No período, foram emitidas 34 debêntures cuja remuneração era atrelada ao CDI. O prazo médio dessas emissões é de 4,52 anos e a remuneração média é de 111,3% do CDI. Quanto a nota dos ativos, utilizando as ponderações sugeridas por Sheng e Saito em seu estudo sobre os determinantes dos *spreads* das debêntures no mercado brasileiro, em 2005 (tabela 4, em anexo), a média foi de 8,83.

O prazo médio considerado foi simplesmente a média dos prazos de cada emissão, em anos, sem ponderar pelo volume. O mesmo foi feito para a remuneração. Já para a nota média, foi realizada a ponderação pelo *rating*. Por exemplo, um *rating* AAA, maior na escala global, equivale a uma nota 10, ao passo que um *rating* BBB+ equivale a uma nota 8. Após transformar cada *rating* em uma nota, foi realizada e

média, considerando o número de emissões. Quando havia mais de uma Agência de Classificação atribuindo *ratings* para as emissões, deu-se preferência às avaliações da *S&P* e da *Moody's*.

Já os 25 FIDCs emitidos no período indexados ao CDI possuem prazo médio de 4,06 anos, remuneração média equivalente a 128,17% do CDI e uma nota média, utilizando os mesmos padrões de ponderação, igual a 9,22. A metodologia utilizada para análise foi a mesma das debêntures.

Ou seja, no ano de 2010, para um prazo médio inferior e *rating* médio superior, a remuneração dos FIDCs foi bem mais elevada do que a das debêntures.

Outra explicação que poderia existir para essa diferença é que não necessariamente as companhias que emitem dívida através de debêntures o fazem via FIDCs, e vice-versa.

No entanto, essa teoria não parece muito válida, pois além de a qualidade do crédito, independente da companhia que seja, estar exposta no *rating* da emissão, existem exemplos de empresas que emitem, em datas bastante próximas, dívidas tanto através de debêntures como através de um FIDC e, de fato, para um *rating* maior dos FIDCs, com prazos parecidos, a remuneração é menor ou igual a remuneração das debêntures.

O Grupo Pão de Açúcar, por exemplo, emitiu um FIDC em novembro de 2010. O instrumento contava com um *rating* AAA pela Fitch, subordinação de 12,50%, prazo de 3 anos e remuneração equivalente a 107,75% do CDI. Dois meses depois, o mesmo grupo emitiu uma debênture, com o mesmo prazo, mesma remuneração, porém sem subordinação alguma e com *rating* A, pela Fitch.

As debêntures são aqui utilizadas como comparativo simplesmente porque são o instrumento mais utilizado pelas companhias para captar dívida no mercado privado. A questão principal abordada neste estudo é a incompatibilidade entre o retorno oferecido pelo investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e o risco que se assume na operação, comparativamente a outros instrumentos existentes no mercado.

Por esse motivo, o presente trabalho busca entender quais são as variáveis que explicam a remuneração do investimento em FIDCs. Serão analisadas desde variáveis

que dizem respeito à estrutura do instrumento em si, bem como variáveis macroeconômicas, como a competição dos títulos públicos federais, por exemplo.

## 2. Securitização

### 2.1. Conceito

A securitização de recebíveis consiste em uma operação na qual uma empresa, a originadora, transfere créditos seus para uma outra empresa (*true sale*), a entidade emissora, criada unicamente para a execução desta operação. Essa empresa emissora adquirirá os créditos da originadora e os tendo por lastro, emitirá títulos ou 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 entidade emissora pagará a originadora pelos créditos a ela cedidos. Desta forma, utilizando-se desta estrutura, a sociedade originadora conseguirá receber uma antecipação de seus créditos vindendos, e, por consequência, terá acesso a capital.

A securitização nada mais é do que um processo através do qual uma variedade de ativos é "empacotada" na forma de títulos que podem ser vendidos aos investidores.

Segundo Kothari (1999) a securitização “é a conversão de ativos de pouca liquidez em títulos mobiliários de grande liquidez, passíveis de absorção no mercado investidor”.

Além da criação de liquidez, outros benefícios 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, tornando-os imunes do risco de crédito e do risco de falência do mesmo.

Devido a sua grande flexibilidade, a securitização de recebíveis abrange uma quantidade enorme de ativos que podem ser securitizados, uma vez que todo e qualquer fluxo de recebíveis ou qualquer ativo que representa um crédito podem ser securitizados.

### 2.2 – História

A história da securitização tem suas origens no século XII, quando as comunas italianas, com o intuito de levantar fundos para os seus empreendimentos – principalmente para cobrir os custos de guerra – organizavam sindicatos de investidores

denominados *compera securitas*. Em contrapartida ao investimento realizado, a comuna cedia aos investidores os direitos de crédito tributários.

A securitização encontra outros precedentes em sua história, mas foi na década de 1970, nos Estados Unidos, que a operação alcançou grande crescimento.

“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 influxo de recursos.

As autoridades monetárias acabaram consentindo que bancos globais aumentassem a exposição ao risco soberano de países em desenvolvimento. Porém, nessa época o endividamento bancário dos países em desenvolvimento como o Brasil cresceu muito e vários desses países se deparavam com uma situação financeira instável e degradada, precisando, portanto, rolar as suas dívidas ao longo de um período maior” (Henara, 2004, p.30).

As principais consequências para os bancos credores foram a deterioração das suas carteiras de crédito; a 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. O acordo obrigava os bancos a reduzirem o nível de risco de suas carteiras de crédito ou a aumentar sua capitalização, para que pudessem se enquadrar no novo nível exigido da relação capital/carteira de crédito ponderada pelo risco.

É notório, então, que na década de 80 os bancos estavam enfraquecidos financeiramente. Os spreads eram apertados e não remuneravam adequadamente seu capital. Por outro lado, os órgãos reguladores estavam exigindo cada vez maiores níveis de capitalização. Com um cenário desses, os bancos só conseguiam emprestar para seus clientes corporativos a altos preços (Henara, 2004, p.32).

Com o crédito bancário mais escasso e mais caro, a alternativa para os tomadores de recursos era emitir valores mobiliários no mercado de capitais. Foi nesse

contexto que surgiu o mercado de notas promissórias (*commercial paper*).

Securitização foi o termo utilizado para descrever o processo pelo qual empresas deixaram de tomar empréstimos no sistema bancário e passaram a levantar recursos no mercado de capitais por meio de emissões de valores mobiliários. Essas empresas securitizavam suas dívidas, ou seja, seus passivos passaram a consistir de títulos (*securities*) emitidos no mercado e não mais empréstimos.

Havia na época uma grande preocupação do governo americano em relação a capacidade dos bancos e instituições em financiar a demanda crescente por habitações, pois ocorria uma rápida expansão demográfica que pressionava a demanda por recursos. A solução encontrada para o problema foi a emissão de *bonds* colateralizados pelas hipotecas, no que se ficou conhecido como *mortgage-backed bonds*.

Ocorria a venda dos empréstimos hipotecários garantidos pelo governo e reunidos na forma de pool. Inicialmente foram criadas três empresas: A Ginnie Mae Pool (Governmental National Mortgage Association), Fannie Mae (Federal National Mortgage Administration) e Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation). Apenas essas empresas foram autorizadas pelo governo dos EUA a emitirem os *Mortgage-backed securities* (títulos de renda fixa lastreados em um pool de hipotecas residenciais). Somente na década de oitenta o mercado de securitização começou a se diversificar e criaram-se então os primeiros ativos securitizados fora do círculo das hipotecas.

Olson (1986) cita que a primeira emissão de títulos referentes a recebíveis sobre outros tipos de ativos ocorreu em 1985, com a venda de notas sobre operações de arrendamento mercantil da empresa Sperry Lease Finance Corp, através da First Boston.

Em 1985, o setor automobilístico utilizou recebíveis oriundos dos financiamentos dos veículos para realizar a primeira operação desse tipo realizada pelo setor. Em 1986, o braço financeiro da General Motors (GMAC), foi o originador da maior operação realizada por uma empresa privada até aquele momento. A emissão de US\$ 4 bilhões em títulos de uma SPE (sociedade de propósito específico), tendo como lastro os créditos a receber dos compradores de veículos. Dessa forma, conseguiu transferir o risco desses créditos para os investidores e se capitalizou para poder oferecer mais financiamentos.

Em 1987 os recebíveis originados dos cartões de créditos começaram a ser utilizados pelo Mercado e, aos poucos, o mercado de securitização nos EUA evoluiu e a cada nova emissão, novas garantias protegiam os ativos, desde recebíveis de financiamento de automóveis até duplicatas comerciais. Com isso, já em 2005, pouco mais de trinta anos depois, a indústria de securitização americana registraria saldo de US\$ 7,394 trilhões, equivalente a 181% dos títulos federais americanos emitidos e aproximadamente 60% do PIB do país.

No Brasil o mercado de securitização é ainda mais jovem e em crescente desenvolvimento. As primeiras operações semelhantes realizadas utilizavam os recebíveis como forma de caução na emissão de notas ou títulos. No entanto, os ativos-lastro da operação continuavam no passivo do originador. Dessa forma, o investidor ficava exposto ao risco do originador, pois não havia a segregação entre o risco do ativo e o risco do emissor, dificultando uma execução judicial. Esse tipo de operação não resultava em uma verdadeira securitização, porém foi um passo importante para o desenvolvimento desta ferramenta no mercado brasileiro.

A primeira operação de securitização de recebíveis realizada por uma companhia brasileira ocorreu na década de 1980 e foi feita pela Embratel, que securitizou seus créditos futuros provenientes de operações realizadas com a empresa americana AT&T. Como os créditos a receber da Embratel tinham origem fora do Brasil, o risco de inadimplência da operação era mitigado pelo fato de o recurso não entrar no país antes do pagamento da operação.

A segunda operação realizada por uma empresa brasileira também aconteceu no mercado internacional. A Varig, com necessidade de financiamento de longo prazo, utilizou como ativo lastro os recebíveis do cartão de crédito das vendas de passagens aéreas feitas no exterior para captar no mercado americano o valor de aproximadamente US\$ 100 milhões (cem milhões de dólares). A operação, com vencimento em sete anos, foi realizada pelo Banco J.P Morgan em conjunto com o Banco do Brasil.

No Brasil, a primeira securitização foi estruturada em 1994, tendo como objeto os recebíveis da Mesbla S.A., provenientes das compras efetuadas pelo público com “cartão Mesbla”. Curiosamente, a primeira operação se tornou uma boa sinalização do objetivo de segregar o risco de crédito da companhia em operações como essa: a Mesbla viria a entrar em falência, mas, como os riscos do título emitido estavam totalmente

segregados dos riscos da empresa emissora, os investidores não tiveram problemas e receberam seus pagamentos como programados. (LIMA NETO, 2007, p.42).

Algumas outras operações vieram a mercado através da criação de Sociedades de Propósito Específico (SPE's), que intermediavam a operação. Mas, foi a partir de 2001, quando o Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios (FIDC's) surgiu que o mercado de securitização no Brasil começaria uma trajetória de crescimento acentuado até hoje.

### 3. FIDCs:

#### 3.1 – Surgimento

Autorizado pela resolução 2.907/01 do Conselho Monetário Nacional (CMN), definido pela instrução 356 de 17 de dezembro de 2001, e complementado pela instrução 393 de 21 de novembro de 2003, ambas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), surgiu em 2001 o Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (ou, simplesmente FIDC).

O FIDC é um instrumento de financiamento das empresas por meio da securitização de ativos, sem a necessidade da criação de uma SPE. Desta forma, há o afastamento da carga fiscal, bem como dos custos de criação e manutenção de uma empresa. Não incidem sobre o FIDC e suas operações o PIS, o COFINS, o IRPJ e a CSSL. Relevante na época do surgimento do instrumento, as operações realizadas pelo Fundo também estavam isentas da cobrança da CPMF.

**TABELA 3: VANTAGENS FISCAIS DOS FICS**

Vantagens Fiscais FIDCS Vs SPEs		
	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: *Moody's*

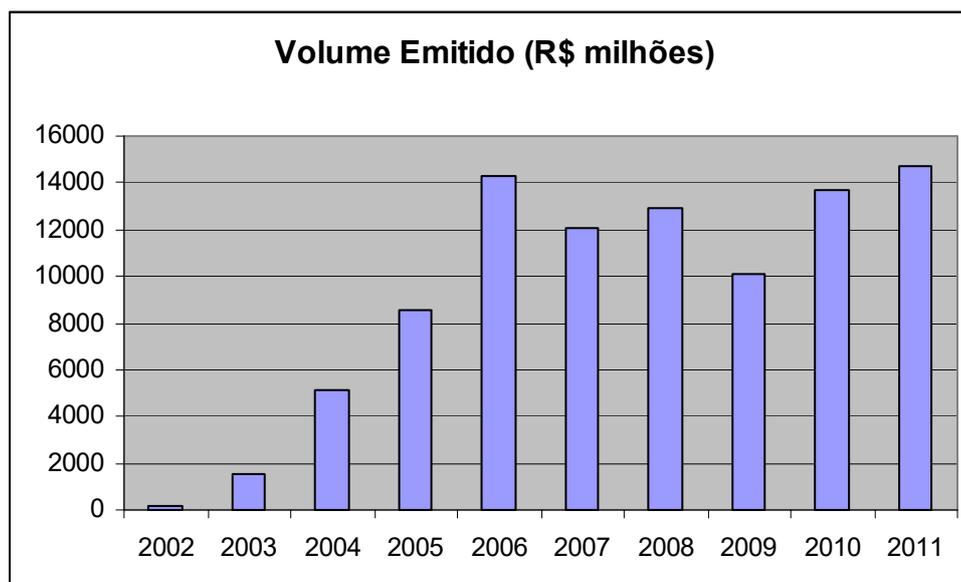
A introdução dos FIDCs permitiu que um grande número de companhias de pequeno e médio porte pela primeira vez pudessem acessar o mercado de capitais de forma viável, efetivamente proporcionando uma alternativa ao financiamento bancário, o qual, devido às altas taxas de juros praticadas, ficou proibitivamente caro para este universo de companhias.

Outro fator que contribuiu para a solidificação dos FIDCs como meio de captação no mercado de capitais brasileiro é o fato de o instrumento oferecer uma forma de otimizar o balanço de financeiras e bancos, pois são operações “*off balance-sheet*”. A partir do momento que a companhia cedeu os direitos de crédito ao fundo, essas contas a receber saem de seu balanço.

Aos poucos, companhias de maior porte e de outros setores que não o financeiro foram percebendo os benefícios trazidos pela emissão através de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. O instrumento, além de pulverizar o risco de crédito através da emissão quotas a serem 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.

Com a primeira emissão tendo sido realizada em 2002, o instrumento vem se popularizando e o volume emitido através de FIDCs em 2011 foi de quase R\$ 15 bilhões. O quadro abaixo mostra a evolução do volume das emissões de FIDCs desde 2002.

#### GRÁFICO 1: HISTÓRICO DO VOLUME EMITIDO EM FIDCs



Fonte: ANBIMA

## 3.2. Visão operacional

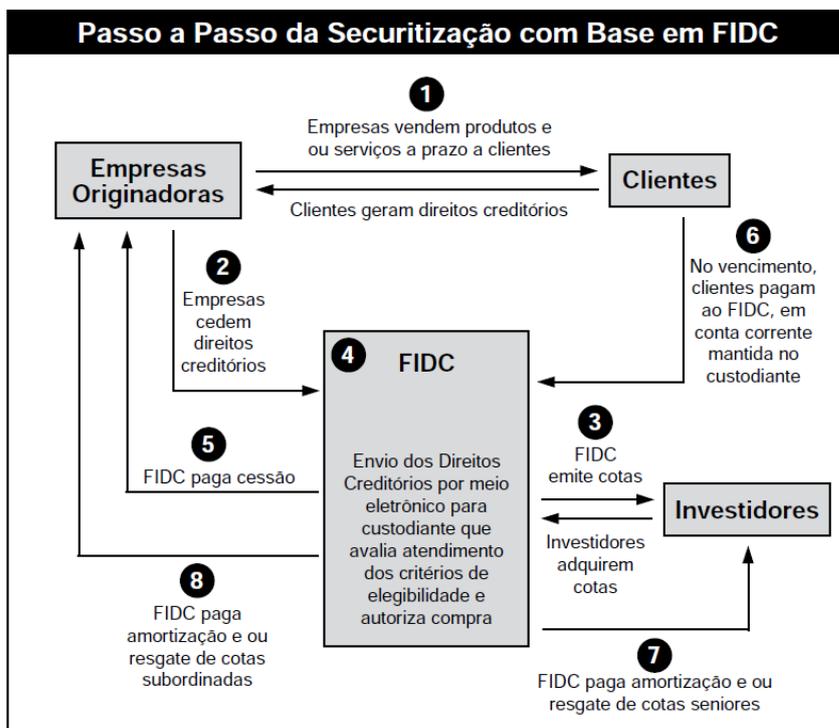
### 3.2.1. A Estrutura dos FIDCs

Em uma emissão através de um FIDC, a companhia originadora cede os recebíveis – e por isso é chamada de cedente nesta operação - em caráter definitivo e irrevogável para o fundo (*true sale*). Estes recebíveis são chamados direitos creditórios e devem representar, 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 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, pagarão ao fundo.

Os investidores, por sua vez, adquirem cotas dos FIDCs. 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, a medida que as contas a receber vão sendo pagas, os investidores são remunerados.

#### FLUXOGRAMA 1: MECANISMO DE FUNCIONAMENTO DE UM FIDC



Fonte: Relatório FIDCs Anbima – Estudos Especiais (2006)

Antes da emissão, os estruturadores, juntamente com o cedente, deverão 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 3 primeiras parcelas já tenham sido quitadas e cujo devedor não possua histórico de inadimplência junto a emissora. Este critério de elegibilidade, portanto, reduz o risco de não pagamento por parte dos devedores e, conseqüentemente, reduz o risco de uma baixa *performance* do FIDC.

### **3.2.2. Tipos de Fundo**

Os FIDCs podem ser emitidos em condomínio aberto ou fechado. Os fundos de condomínio aberto possibilitam o resgate das quotas a qualquer momento, observado um prazo de carência que pode variar de 30 a 90 dias após o pedido. Devido a esta natureza, não há a necessidade de se eleger um prazo final para a amortização das quotas; contudo alguns FIDCs de condomínio aberto lançados no mercado elegeram por estabelecer um prazo final formal.

Já os fundos emitidos sob o regime de condomínio fechado permitem o resgate das quotas apenas em datas pré-determinadas; a data final para amortização de principal e rendimento remanescente também deve ser contratualmente estipulada no Regulamento. FIDCs de condomínio fechado podem utilizar o conceito "multi-séries", onde a emissão de diversas séries é permitida. Como tais séries possuem como lastro a carteira total de ativos e recebíveis do FIDC, isto possibilita que tais séries sejam emitidas a qualquer momento, dentro do prazo normal de duração do FIDC.

### **3.2.3. As classes de Cotas**

Os FIDCs apresentam pelo menos duas classes diferentes de cotas. A classe subordinada é a que absorve o impacto de eventuais perdas do fundo. Geralmente essas cotas são totalmente subscritas pela própria emissora para proteger os investidores.

Como o nome diz, ela é totalmente preterida em relação as outras cotas do fundo. A empresa emissora poderá, por exemplo, emitir 30% em cotas subordinadas (percentual bastante utilizado em emissões recentes). Desta forma, o fundo suporta perdas – devido a inadimplência, resultando no não pagamento dos recebíveis cedidos – que representem até 30% da carteira total cedida.

Esse é o principal diferencial dos FIDCs para os instrumentos de securitização encontrados nos EUA e na Europa. Fora do Brasil, quase não é utilizado esse conceito de subordinação. Os investidores, ao adquirirem cotas de fundos como esses, estão muito mais expostos à qualidade da carteira que foi cedida. Por este motivo, nos EUA, muitos investidores perderam muito dinheiro na crise de 2008. Diante de um cenário otimista, houve muito investimento em fundos compostos por carteiras de qualidade muito baixa, acreditando-se que o risco de *default* era baixo. Até que um dia a crise estourou e, com muitas empresas extremamente alavancadas e com carteiras de crédito de qualidade ruim, os investidores só puderam assistir o seu investimento ser corroído pela inadimplência.

Mas, aqui no Brasil temos a classe de cotas subordinadas, que serve exatamente para proteger os detentores de cotas seniores, que têm prioridade de pagamento de principal e juros e, segundo regulamento, devem sempre estar amparados por uma razão mínima entre o volume de cotas subordinadas e o patrimônio líquido do fundo. No exemplo citado anteriormente, essa razão de garantia deveria ser sempre equivalente a, no mínimo, 30%.

Certas vezes, alguns fundos são emitidos com mais de duas classes de cotas diferentes. Neste caso, incluem uma classe de cota denominada mezanino simplesmente para oferecer mais uma opção ao investidor. O investimento em cotas mezanino conta com risco e remuneração maiores. As cotas mezanino devem proteger as cotas seniores, mas tem prioridade de pagamento em relação as cotas subordinadas.

#### **3.2.4. Os Eventos de Avaliação e de Liquidação Antecipada**

Como os FIDCs emitidos são, em sua maioria, fechados, ou seja, o resgate se dá somente no vencimento, diversos mecanismos de proteção ao cotista foram elaborados. Os principais, já citados, são o nível de subordinação e os critérios de elegibilidade. No

entanto, de nada serviriam estes mecanismos se o investidor pudesse apenas observá-los.

Por isso existem os eventos de avaliação e eventos de liquidação antecipada. Definidos no regulamento, esses eventos designam em que ocasiões os investidores poderão chamar uma Assembléia Geral de Cotistas (AGC) para definir se querem ou não liquidar o fundo. No exemplo de subordinação de 30% utilizado, poderá ser considerado um evento de avaliação caso o fundo apresente, por dois meses consecutivos, uma razão mínima inferior a 30%. Caso na AGC os cotistas achem que a carteira está se deteriorando e decidam encerrar o fundo, se configurará uma liquidação antecipada.

### **3.2.5. As Partes Envolvidas**

#### **3.2.5.1. Originador**

O originador é aquele que vai captar o empréstimo junto ao mercado. Ele deverá selecionar o conjunto de ativos a serem securitizados e ceder ao fundo. Geralmente, uma vez feito isso, o seu dever será o comprometimento em continuar cedendo ao fundo recebíveis que respeitem os critérios de elegibilidade definidos.

#### **3.2.5.2. Agências de Classificação de Risco**

O conceito de classificação de risco, ou *rating*, de uma forma genérica, está baseado na capacidade de pagamento das dívidas assumidas por uma empresa e/ou operação, que encontra-se sob análise (relatórios *Standard and Poor's*, 2000). Isto é, trata-se da discussão sobre o risco que um investidor que tenha comprado papéis e/ou títulos de determinada empresa e/ou operação está exposto, considerando as condições de mercado onde a mesma está inserida.

“O *rating* baseia-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” (relatórios *Standard and Poor's*, 2000).

Quando já atribuído o *rating* às cotas do FIDC, o emissor toma para si a tarefa de fornecer relatórios de monitoramento contendo informações específicas. Já as informações sobre a performance são fornecidas por meio de um relatório de administração de ativos financeiros preparados pelo administrador.

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 performance dos preços dos títulos no mercado secundário.

### **3.2.5.3. Administrador**

“A Administrador tem a função de praticar todos os atos de gestão ordinária do fundo nos termos do regulamento de modo a manter sua boa ordem legal, operacional e administrativa, como aplicação e resgate das cotas sênior e das cotas subordinadas, recebimento de reclamações e esclarecimento de dúvidas.

O Administrador deve ser um banco múltiplo, banco comercial, banco de investimento, sociedade de crédito, Corretora de Títulos e Valores Mobiliários (CTVM) ou uma Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (DTVMM)”, segundo o relatório de apresentação dos FIDCs, da CVM, de 2001.

### **3.2.5.4. Gestor**

“O gestor deve ser pessoa jurídica com sede no país, integrante ou não do Sistema Financeiro Nacional. É contratado pelo administrador do FIDC e suas atividades estão relacionadas à gestão dos ativos componentes da carteira do FIDC, não assumindo todos os deveres do administrador”, segundo relatório de estudos especiais da *Moody's*, uma das maiores Agências de Classificação de *Rating* do mercado.

### **3.2.5.5. Custodiante**

Os deveres e obrigações do Custodiante encontram-se definidos no regulamento e no contrato de custódia. Entre outras atribuições definidas, estão: 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. O Custodiante deve 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.

#### **3.2.5.6. Auditor**

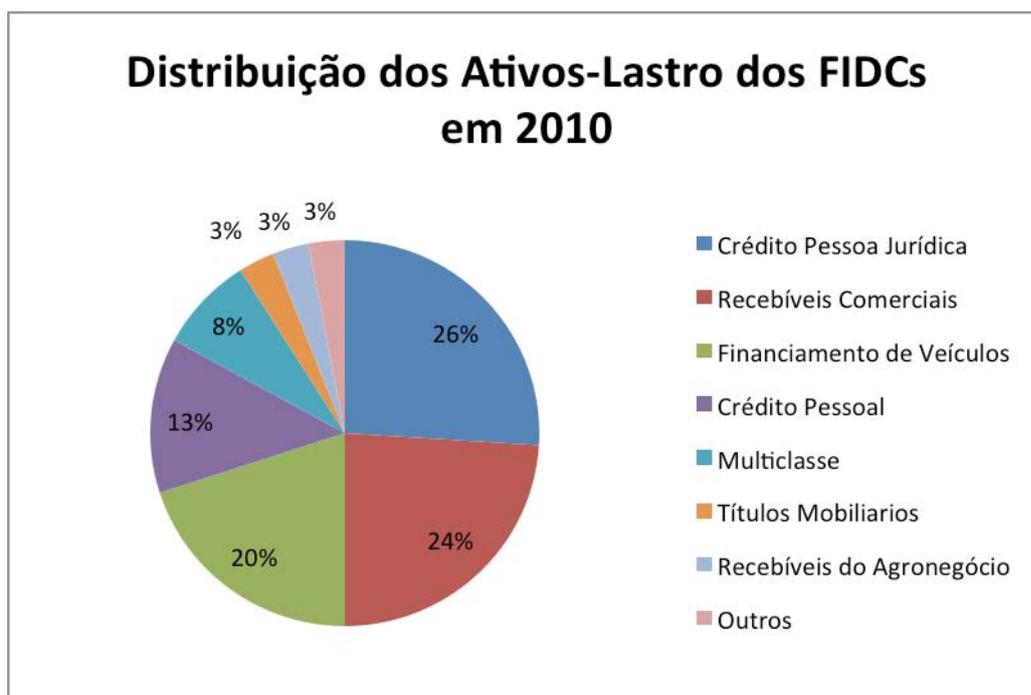
Segundo a Instrução CVM no 356/01, o auditor deve ser necessariamente contratado pelo FIDC. Ele é responsável por auditar as contas do FIDC e, em alguns casos, pode realizar procedimentos de auditoria nos recebíveis, em complemento ao custodiante. O nome do auditor deve ser informado à CVM no momento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

#### **3.2.5.7. 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).

#### **3.2.6. A Origem dos Recebíveis**

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 gráfico abaixo mostra a distribuição dos ativos-lastro cedidos aos FIDCs emitidos no ano de 2010:

**GRÁFICO 2: DISTRIBUIÇÃO DOS FIDCS POR ATIVO LASTRO (2010)**

#### 4. Dados

Os dados para essa pesquisa foram coletados do site da CVM ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)) e do sistema de informações de títulos de securitização ORBIS ([www.uqbar.com.br](http://www.uqbar.com.br)).

Foram analisados os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios emitidos desde 2005 até o fim de 2011. Apesar de o primeiro FIDC ter sido emitido em 2002, informações anteriores a 2005 são de difícil acesso e, portanto, para maior fidelidade dos dados, optou-se por utilizar como fonte de dados somente emissões a partir de 2005.

No período, foram emitidos 376 FIDCs. Para este estudo, foram analisadas as 143 emissões realizadas sob o regime de condomínio aberto, que possuem remuneração atrelada ao CDI, com prazo de duração definido e que contaram uma nota atribuída por uma das seguintes agências de classificação de *rating*: pela S&P, Moody's, Fitch, Austin ou SR.

## 5. Metodologia

O método utilizado para relacionar a remuneração dos FIDCs às variáveis independentes será a regressão por Mínimos Quadrados Ordinários (MQO).

Para cada emissão de FIDC, foram levantadas as seguintes variáveis:

- Remuneração (variável dependente): remuneração dos investidores ao adquirirem cotas seniores do FIDCs. Para permitir comparações, as emissões que continham remuneração na forma de CDI + *spread* foram “transformadas” em %CDI. Para tal, levantou-se no *site* CETIP (Câmara de Custódia e Liquidação) o CDI *over* do dia na data de cada emissão;
- Rating: Embora o mercado de crédito privado brasileiro seja bem menor que o dos Estados Unidos, por exemplo, algumas agências de *rating* atuam no país, tanto internacionais (Moody’s, Fitch e S&P), como nacionais (Austin e SR são as principais). Essa diversidade cria um problema para os investidores no momento de avaliar o risco da emissão, pois diferentes agências podem emitir ratings distintos para uma mesma emissão (Sheng e Saito, 2005, p.53).

Desta forma, o presente estudo priorizará os *ratings* dados pelas agências internacionais, pela maior credibilidade e por participarem de um número maior de emissões. Quando duas agências de classificação de risco internacional derem duas notas distintas para a mesma emissão, será utilizada a menor delas. Foram definidos pesos para os *ratings* das emissões, conforme a tabela 3 (em anexo), com o intuito de determinar o impacto da variação do risco do papel além de padronizar a Nota de risco de cada título. O pesos dados a cada *rating* são os sugeridos por Sheng e Saito, em 2005.

- Volume: montante, em reais, ofertado pela empresa emissora. Segundo Sheng e Saito (2005, p.55), um volume maior de emissão está associado à liquidez e à transparência das informações sobre a emissão dado que a emissora deve disponibilizar mais informações sobre a empresa devido ao volume da emissão, levando os investidores a exigirem um prêmio menor;

- Registro: ano de registro da emissão. Em períodos de crises econômicas e maior aversão ao risco, é esperado que os investidores exijam um prêmio maior para investir em ativos como os FIDCs;
- Prazo de Duração: Considerando-se que o prazo da emissão tem relação direta com o risco de vencimento, quanto mais longo for o prazo de vencimento, mais alto deverá ser o prêmio. Esta variável será medida pela *duration* do título no momento de sua emissão. Especialmente para os FIDCs, que apresentam muito pouca liquidez, esta variável parece ser de suma importância para a explicação do *spread* oferecido em cada emissão;
- Volume de Títulos Públicos Federais Negociados: Estima-se que os títulos públicos federais ofereçam uma forte competição para os títulos de crédito privado no Brasil. Tanto por ser um ativo com risco muito baixo, como pela sua alta liquidez. Desta forma, pretende-se estimar uma *proxy* que possa captar os efeitos. Os indicadores de volume serão considerados em logaritmos para que reflitam a variação na liquidez da economia e, assim, pode-se avaliar melhor os efeitos de liquidez nos spreads das debêntures, tanto do mercado de renda fixa quanto do mercado de renda variável.
- CDI Médio no mês de emissão: Outra variável que pode funcionar como *proxy* para captar o efeito da competição do investimento em títulos públicos federais sobre a remuneração dos FIDCs é o nível do CDI. Quanto maior a taxa CDI, maior o incentivo dos agentes em investir em títulos do governo, pois maior será o retorno do investimento. Para tentar captar este efeito, apurou-se o CDI médio do mês de emissão de cada FIDC.

## 6. Resultados

Modelo 1: MQO, usando as observações 1-143

Variável dependente: Rentabilidade

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-72,3387	13,7244	-5,2708	<0,00001	***
ANO	0,0367418	0,00694609	5,2896	<0,00001	***
Prazo	0,02341123	0,004812882	4,8642	0,00753	***
Mont__Emitido	-1,05147e-010	4,00508e-011	-2,6254	0,00965	***
Nota	-0,045363	0,00776353	-5,8431	<0,00001	***
CDI_Medio	-0,0100762	0,00601248	-1,6759	0,09606	*
I_Titulos_Feder	0,0135415	0,00549878	2,4626	0,00083	***
Média var. dependente	1,183724	D.P. var. dependente		0,120973	
Soma resíd. quadrados	1,235477	E.P. da regressão		0,095312	
R-quadrado	0,405477	R-quadrado ajustado		0,379248	
F(6, 136)	15,45915	P-valor(F)		1,82e-13	
Log da verossimilhança	136,8160	Critério de Akaike		-259,6320	
Critério de Schwarz	-238,8921	Critério Hannan-Quinn		-251,2043	

Rodou-se então a regressão somente com as variáveis que apresentaram significância na explicação de “remuneração”:

## Modelo 2: MQO, usando as observações 1-143

Variável dependente: Rentabilidade

	<i>Coefficiente</i>	<i>Erro Padrão</i>	<i>razão-t</i>	<i>p-valor</i>	
const	-84,9871	11,5382	-7,3657	<0,00001	***
ANO	0,0429326	0,00592104	7,2509	<0,00001	***
Prazo	0,0257531	0,00414742	6,2094	0,30734	***
Mont__Emitido	-1,09063e-010	4,02456e-011	-2,7099	0,00759	***
Nota	-0,0465419	0,00778246	-5,9804	<0,00001	***
I_Titulos_Feder	0,0148021	0,00562584	2,6310	0,76118	***
Média var. dependente	1,183724	D.P. var. dependente		0,120973	
Soma resíd. quadrados	1,260991	E.P. da regressão		0,095939	
R-quadrado	0,393200	R-quadrado ajustado		0,371054	
F(5, 137)	17,75488	P-valor(F)		1,54e-13	
Log da verossimilhança	135,3545	Critério de Akaike		-258,7090	
Critério de Schwarz	-240,9319	Critério Hannan-Quinn		-251,4852	

**6.1. Análise dos Resultados**

Podemos ver que a variável “I\_Títulos\_Federais” apresenta coeficiente positivo e significativo, resultado em linha com o que era esperado, de acordo com a hipótese de que os títulos públicos federais se apresentam como um forte concorrente a outras formas de investimento no Brasil, dentre elas os FIDCs.

Os títulos públicos federais são considerados em muitas circunstâncias “ativos livres de risco”. Por este motivo, sempre oferecerão certa competitividade a ativos que carregam algum nível de risco. Principalmente em momentos de maior aversão ao risco, os investidores migram para o investimento mais seguro.

Mas, o principal motivo de os bônus da dívida do governo brasileiro serem tão demandados, é o fato das taxas de juros praticadas no país ainda serem muito elevadas. Desta forma, a remuneração dos papéis se tornam altas dado o nível de risco tomado no investimento. Por esta razão, os títulos públicos, que são facilmente negociáveis através do tesouro direto, continuam sendo a opção de investimento favorita de muitos investidores, principalmente aqueles cujo planejamento financeiro se baseia no longo prazo.

A variável “CDI\_Médio”, por sua vez, apresenta coeficiente negativo, resultado que não era esperado inicialmente, pois uma taxa CDI em níveis mais altos eleva o retorno do investimento em determinados títulos do governo, aumentando supostamente o prêmio que os investidores deveriam exigir para investir em FIDCs, que apresentam riscos mais elevados.

No entanto, como a remuneração dos FIDCs analisados se encontram como um percentual da taxa CDI, a medida que a taxa sobe, o retorno do investimento se torna “menor”. Por exemplo: se a taxa CDI está hoje em um patamar de 9% ao ano e um determinado FIDC remunera os seus cotistas a uma taxa de 11% a.a., o investidor estará recebendo nesta operação um retorno equivalente a aproximadamente 122% do CDI. Se a taxa CDI sobe para 10% ao ano, esse investimento passa a representar um retorno equivalente a 110% do CDI.

Esse efeito provavelmente mais do que compensou o efeito positivo que um aumento na taxa CDI proporcionaria ao prêmio exigido no FIDC devido a concorrência com títulos públicos federais. Portanto, a variável “CDI\_Médio” não foi uma boa *proxy* utilizada para estudar essa concorrência.

A variável “prazo” apresentou coeficiente positivo e significativo. O aumento da duração da operação em um mês eleva a remuneração paga aos investidores em 0,025%. O resultado vai de acordo com o fato de operações com prazos maiores apresentarem maiores riscos e maiores riscos exigirem um prêmio mais elevado.

Como a maiores dos FIDCs emitidos (e todos aqui estudados) são emitidos sob condomínio fechado e o mercado secundário para este tipo de operação é praticamente inexistente, este ativo não apresenta liquidez. Desta forma, o prazo desempenha importante papel na composição do prêmio exigido no investimento em FIDCs.

Esta é a maior deficiência do mercado de crédito privado no Brasil hoje. A inexistência de um mercado secundário fomentado inibe o desenvolvimento do crédito corporativo. Os investidores, ao adquirirem suas cotas de FIDCs, ou suas debêntures, por exemplo, se veem praticamente obrigados a carregar seus papéis até o vencimento.

Isso gera uma ineficiência no mercado. Os maior demandantes de crédito privado são fundações, *assets* e *Family offices* que, muitas vezes gerem fundos de investimento com restrição de crédito privado como percentual do patrimônio líquido desses fundos (para a CVM, fundos que não possuem o termo “crédito privado” no nome, não podem ter mais de 50% de seu patrimônio líquido em títulos corporativos). Se um determinado fundo já possui o seu limite máximo alocado em crédito privado e ocorre uma nova emissão que os gestores gostariam de ter em seu portfólio, muitas vezes eles não poderão adquirir esse papel por não conseguirem vender nenhum outro no mercado secundário.

Além disso, a maioria dos fundos apresenta uma restrição de concentração por emissão. Assim, se uma companhia X emite uma dívida hoje e outra daqui a 2 anos, alguns fundos podem não poder adquirir o papel daqui a dois anos devido ao limite por emissor. Com um mercado secundário mais dinâmico, os gestores desses fundos poderiam vender o papel da dívida antiga e comprar o papel novo, caso julgassem melhor.

Por este motivo, o potencial para a emissão de novas dívidas é limitado pelo espaço que os maiores demandantes nesse mercado têm para adquirir novos papéis. Os coordenadores das emissões (Itaú BBA, BTG Pactual e Bradesco BBI são os coordenadores mais contratados para organizar as emissões) de dívida privada, inclusive, se comunicam entre si para que não haja um número muito grande de emissões ocorrendo em datas muito próximas. Se houvesse um mercado secundário desenvolvido, os gestores poderiam estar sempre adquirindo novos papéis e vendendo outros de companhias que julgassem estar em pior momento, dando maior liquidez ao mercado.

O Banco Central, o BNDES e diversas companhias já manifestaram o interesse na criação de um mercado secundário mais dinâmico. “O desejo é que, no futuro, o mercado de crédito privado seja líquido como o mercado de ações”, afirmou Luciano Coutinho, presidente do BNDES. Para tal, o governo vem trabalhando para conseguir

uma maior padronização das emissões, bem como prazos mais longos e remunerações mais baixas (que só é possível com a queda da taxa de juros), incentivando os investidores a não levarem esses títulos até o seu vencimento.

O coeficiente relacionado a nota atribuída pelas a agências de classificação de *rating* apresentou forte significância. Apesar da crise de 2008, quando as agências de classificação de *rating* perderam um pouco a sua credibilidade no mercado por estarem envolvidas em escândalos em que cumpriam a função de mascarar a baixa qualidade creditícia de determinadas instituições e fundos nos Estados Unidos, essas agências ainda exercem uma função essencial para o mercado de crédito corporativo global, que é o de uma análise detalhada sobre a qualidade dos créditos, bem como o seu acompanhamento no decorrer dos anos de duração da emissão.

A correlação negativa entre o *rating* atribuído às emissões e o prêmio oferecido era um resultado bastante esperado. No entanto, o coeficiente da variável “nota” na regressão deve estar superestimado por captar o efeito de outras variáveis não incluídas na regressão e que devem assumir um papel relevante na explicação da remuneração dos FIDCs.

Em especial, um certo grau de desconhecimento de muitos investidores acerca dos FIDCs ainda existe, de modo que, se optarem pelo investimento o farão se baseando no *rating* atribuído, que, por sua vez, reflete todas as características da emissão.

Desta forma, algumas características específicas das estruturas de cada emissão que não foram incluídas como variável dependente na regressão deste trabalho, devem estar refletidas no coeficiente de “nota”. Em especial, o nível de subordinação oferecido pela estrutura de cada FIDC deve estar diretamente ligado ao *rating* atribuído a essa emissão.

As cotas subordinadas são o maior diferencial dos FIDCs. Instrumentos de securitização parecidos em outros países, como os *asset-backed securities*, nos EUA, geralmente não contam com este tipo de mecanismo de proteção. No Brasil, o nível de subordinação tem forte influência sobre o *rating* atribuído às emissões e, provavelmente, exerce significativa influência sobre o prêmio oferecido.

No entanto, devido á falta de padronização das emissões, torna-se muito complicado apurar o nível de subordinação oferecido em cada FIDC. As cotas

subordinadas em determinados casos representa apenas 2% do patrimônio líquido do fundo, em outras emissões representa 50%. A CVM não define um intervalo de nível de subordinação.

A diversidade de ativos que podem ser securitizados também contribuem para que não exista uma padronização das operações, que necessitam ter estruturas diferenciadas em cada caso, fazendo com que os investidores tenham dificuldades para comparar os produtos disponíveis.

Por exemplo, existem FIDCs compostos por direitos creditórios performados, que são recebíveis oriundos de alguma atividade que já foi finalizada, e direitos creditórios não-performados, representados por recebíveis futuros, de alguma atividade que ainda não foi exercida pela companhia emissora. Devemos esperar, em geral, que um FIDC composto por recebíveis não-performados carregue um risco maior e, portanto, ofereça uma remuneração maior aos investidores.

No entanto, essas peculiaridades que cada FIDC possui são difíceis de serem analisadas, pois são muitas e variam a cada emissão. Este contexto acaba gerando nos investidores uma insegurança o risco da operação e deve acarretar em exigências de taxas de retorno mais elevadas.

Insegurança esta muito motivada pelo desconhecimento que ainda existe dos investidores acerca deste produto, que, além de relativamente novo é complexo e muito diferente dos outros investimentos de renda fixa existentes no mercado.

Com o aumento do número de emissões através de FIDCs e a consequente popularização do instrumento, os investidores estão passando a entender mais a sua estrutura e aos poucos maior número de fundos de pensões, *assets* e *family offices* analisam operações emitidas através de FIDCs.

A tendência é que cada vez mais o prêmio exigido para este tipo de investimento se baseie na estrutura do produto como um todo. Seguindo esse raciocínio, se refizéssemos este estudo daqui a alguns anos, o R2 da regressão deveria apresentar nível mais elevado. Como se a explicação da remuneração dos FIDCs migrasse, aos poucos, de uma variável imaginária “desconhecimento dos investidores acerca do instrumento” para variáveis como “prazo” e “subordinação”, por exemplo.

## **7. Avanços**

### **7.1. Novo Mercado de Renda Fixa**

Tendo o seu projeto sido finalizado em novembro do ano passado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), o Novo Mercado de Renda Fixa (NMRF) é um marco na luta pela padronização do mercado de renda fixa e, principalmente, na busca por um mercado secundário mais desenvolvido.

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 4 anos, e condições de recompra que caracterizem o título como de longo prazo; e
  - remuneração atrelada a algum índice de preços, taxa prefixada, ou Libor brasileira
- das exigências definidas no regulamento.

### **7.2. O novo arcabouço legal para debêntures de longo prazo**

A CVM em parceria com a ANBIMA desenhou um novo arcabouço legal para debêntures de longo prazo (Lei 12.431) que contempla também a abertura de mercado para estrangeiros. Este novo arcabouço visa aumentar as captações de longo prazo das empresas, incentivar a entrada de investidores estrangeiros e fomentar o mercado secundário que é muito restrito. Foram implementadas duas opções complementares para as captações de Longo Prazo: as chamadas TVM Capex e as Debêntures de Infraestrutura.

As debentures que se enquadrarão na categoria TVM Capex contarão com isenção de IOF e IR para investidores estrangeiros e para fundos de investimento que possuam 98% de posição ativa nestes papéis. No entanto, há rumores de que este percentual deva cair para 85%, sendo 67% nos primeiros dois anos de existência do fundo (Jornal Valor Econômico, 29/05/2012). A justificativa para tal mudança é que não é uma tarefa simples manter praticamente a totalidade do patrimônio de um fundo em ativos longos e não sem muita liquidez.

Para serem consideradas debentures TVM Capex, os papéis devem contar com um prazo médio ponderado (*duration*) superior a quatro anos; não deve ser permitida o resgate antecipado pela companhia emissora (ou seja, ela não poderá resgatar as debentures antes do prazo final de vencimento programado); o pagamento de remuneração deve ser periódico e com intervalos de, no mínimo, 180 dias; e, por fim, o emissor deve demonstrar o objetivo de alocar os recursos captados em projetos de investimento.

Já as debentures de infraestrutura, além de contar com as normas vigentes para as debentures TVM Capex, devem ter seus recursos destinados necessariamente nos projetos prioritários aprovados pelo(s) ministério(s) competente(s) – pode haver sobreposição de competência em mais de um ministério.

Os projetos prioritários são: logística e transporte; mobilidade urbana; energia; telecomunicações; radiodifusão; saneamento básico; e irrigação.

As debentures de infraestrutura deverão ter o aval do ministério correspondente que deverá julgar a importância do projeto. Os ministérios em questão são: Ministério dos Transportes (infraestrutura rodoviária, ferroviária, hidroviária, naval, centros logísticos e portuária fluvial e lacustre); Secretaria da Aviação Civil (exploração de infraestrutura aeroportuária mediante concessão federal comum ou patrocinada); Ministério de Minas e Energia (projetos de transmissão ou de geração – licitação por meio de leilões).

Essas debentures contam com isenção fiscal para pessoa física e investidores estrangeiros e a tributação para pessoa jurídica é de 15% somente sobre os rendimentos.

Vale ressaltar ainda que, para que seja considerada uma Debentures TVM Capex ou uma Debentures de Infraestrutura, a emissão deve contar com um *rating* mínimo de AA- e deve possuir a remuneração atrelada ao IPCA.

CRI e FIDCs ainda não estão contemplados no projeto de isenção fiscal, mas há um pleito para que sejam abrangidos. De toda forma, a iniciativa do governo, que alcança primeiramente as debentures, instrumento de captação de dívida privada mais popular, é fundamental para o amadurecimento do mercado de crédito brasileiro.

Medidas como a criação das Debentures de Infraestrutura e das Debentures TVM Capex, que busca padronizar o mercado de crédito privado e alongar o perfil de endividamento das companhias, buscando dar maior liquidez ao mercado secundário.

A padronização das emissões é fundamental pois diminui a aversão ao risco do investidor. Hoje, por não haver um padrão de emissão, os instrumentos de captação de dívida acabam se tornando muito complexos para os investidores, 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 dele 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.

### **7.3. Central de Cessão de Crédito**

A 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 a 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 desde a quebra do

Lehman Bank nos Estados Unidos devido a sua suposta seriedade e rigidez no controle do sistema bancário e de crédito, ao contrario do Banco Central Americano (FED).

A C3 foi a forma encontrada pelo governo de conferir maior transparência e, conseqüentemente, segurança às operações de cessão de carteira. Além de registrar todas as operações de compra e venda de carteira de crédito entre bancos, fonte tradicional de captação de recursos de bancos pequenos e médios, o órgão vai intermediar a compra e venda de ativos entre Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

A C3 é operada pela Câmara Interbancária de Pagamentos (CIP), ligada à Febraban. O sistema cruza os dados de carteiras vendidas e, na outra ponta, de portfólios comprados, checando as informações. O objetivo é evitar a duplicidade na venda de ativos, como aquelas detectadas no escândalo do PanAmericano, assegurando que o comprador do crédito está, de fato, levando um ativo que não foi cedido para outro banco. O fluxograma 2, em anexo, detalha o *modus operandi* da C3.

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 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 da companhia emissora ceder os mesmos recebíveis a mais de uma parte é eliminado, bem como a possibilidade de alegar não ter 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.

#### 7.4. Queda das Taxas de Juros da Economia

Se aproveitando da persistente recessão econômica que as economias em todo o mundo vivem, o Governo Dilma vem reduzindo a meta da SELIC, “taxa média ponderada pelo volume das operações de financiamento por um dia, lastreadas em títulos públicos federais e realizadas no SELIC, na forma de operações compromissadas” (sítio do Banco Central do Brasil) e que é utilizada como referência pela política monetária.

A crise começou em 2008 com o *subprime* americano e vem se arrastando desde então. Agora que os Estados Unidos começam a se recuperar, apresentando dados mais otimistas de recuperação da produção industrial e de confiança do consumidor, a Europa se encontra diante de um dilema que parece não ter uma solução simples. A Grécia principalmente, mas também outros países como a Irlanda e a Espanha, necessitam de medidas de austeridade para reequilibrar as suas contas internas e externas e a Alemanha, único país "saudável" da Zona do Euro, impõe que tais medidas devam entrar em prática imediatamente, caso contrário encerrará a linha de empréstimos para esses países, que enfrentam na impopularidade da austeridade um grande obstáculo. Ao mesmo tempo, caso algum desses países deixe a Zona do Euro por não estar disposto a enfrentar a austeridade, a Alemanha tem muito a perder com o rompimento de seu "império".

Diante de tanta incerteza sobre a economia mundial, o Brasil não foge à regra e enfrenta dificuldades em manter a sua economia aquecida. Por outro lado, a inflação, maior inimigo histórico da economia brasileira, permanece estável e controlada, apesar de um pouco acima da meta anual de 4,5%. É baseado neste cenário que o atual governo, junto ao Banco Central vêm reduzindo a taxa SELIC, que despencou de 12,50% a.a. para 8,50% a.a. desde julho de 2011. A expectativa é que ocorram novos cortes na taxa. O mercado projeta um fechamento de ano com meta de SELIC a 7,50%.

O Governo deixa bem claro o seu desejo de que a economia no país tenha taxas de juros menores. Recentemente modificou as regras da caderneta de poupança para abrir espaço para mais redução na SELIC (basicamente, a caderneta passou a ser indexada a SELIC quando esta estiver abaixo de 8,5% a.a. Essa medida busca proteger

os fundos de investimento, pois a poupança, que tem rentabilidade fixa, estava se tornando mais interessante que os fundos com rentabilidade atrelada a taxa de juros) e, utilizando o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal como instrumento, vem forçando os bancos a cortarem as taxas de juros que cobram em seus financiamentos, reduzindo o seu *spread* bancário (diferença entre a taxa de juros que cobra na concessão de crédito e a taxa de juros que paga na captação de dívidas).

Dessa forma, a taxa de juros no Brasil vem caindo de forma acentuada. Há quem defenda, inclusive, que o país tenha mudado o patamar de sua taxa de juros de equilíbrio, taxa que, descontada a inflação mantém o nível de preços constante e a economia em pleno emprego.

O convívio da economia com uma taxa de juros menor traz muitos benefícios para o país. Para o mercado de crédito privado em especial, é fundamental para o seu desenvolvimento. Para as companhias, o custo de captação fica mais barato e para os investidores os títulos de dívida privada também se tornam mais atrativos a medida que os juros caem, pois esse tipo de papel oferece um prêmio em relação aos títulos públicos federais, o que pode ser decisivo para a escolha de alocação. Quando os juros começam a cair, há mais demanda por títulos de dívida corporativa, que oferecem um prêmio em relação aos títulos públicos, pois os investidores buscam manter a sua rentabilidade.

Neste ano, até o dia 30 de maio, o ingresso líquido para fundos de títulos de renda fixa dedicados a Brasil, que investem quase exclusivamente em bônus soberanos, estava negativo em US\$ 19,77 milhões. Já a alocação em fundo com carteiras que englobam títulos de dívida corporativos, cresceu 23,74% em relação ao mesmo período do ano passado, somando captação líquida de US\$ 1,355 bilhão, segundo dados da *EPFR Global*. Aproveitando essa maior demanda, os fundos compostos preponderantemente por títulos corporativos têm se multiplicado no mercado financeiro brasileiro.

Em suma, a gradual redução na taxa de juros básica da economia que Alexandre Tombini, à frente do Banco Central do Brasil, vem realizando, está diminuindo a competitividade que os títulos soberanos oferecem aos títulos corporativos. A manutenção de taxas razoavelmente baixas pode ser um passo muito importante para o desenvolvimento do mercado de crédito corporativo no Brasil.

Taxas de juros 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.

## 8. Sugestão Para Trabalhos Futuros

Por mais que os FIDCs existam desde 2002, ainda são uma forma de investimento relativamente nova para os investidores. O volume captado através de FIDCs vem aumentando aos poucos, mas o instrumento ainda não alcançou o seu potencial e muitos investidores ainda não o conhecem bem, o que limita o número de emissões.

Além disso, a sua complexa estrutura traz muitas peculiaridades que são importantes na composição do elemento risco que a emissão traz consigo. Devido á falta de um padrão nos documentos dos FIDCs, torna-se difícil analisar tais peculiaridades.

No entanto, avanços vêm sendo feitos e a perspectiva é de um crescimento considerável do mercado de crédito privado no Brasil. Dentre estes avanços, está a busca por uma maior padronização das emissões e de seus respectivos documentos.

Fica como sugestão para futuros trabalhos uma inclusão de um número maior de emissões, conforme novas dívidas forem sendo captadas via FIDC, além da inclusão de algumas variáveis explicativas que digam respeito á estrutura dos FIDCs.

Principalmente, parece relevante a inclusão de uma variável que mostre a relação entre o nível de subordinação e o prêmio oferecido em cada emissão. Além disso, podem ser incluídas variáveis que revelem a relevância de outras características da estrutura para a remuneração dos FIDCs, como uma *dummy*, que será igual a 1 para casos em que o fundo é composto por recebíveis performados, e igual a zero caso os recebíveis sejam não-performados, por exemplo.

Por ultimo, para conveniente para estudos futuros que se use a taxa SELIC média no mês de cada emissão para captar a relação inversamente proporcional entre a taxa de juros na economia e o prêmio oferecido pelos FIDCs.

## 9. Conclusão

A securitização de ativos foi historicamente importante para o desenvolvimento do mercado de crédito das economias mais desenvolvidas. Tendo o seu conceito surgido há muito tempo atrás, no século XII, com as comunas italianas, o processo, que visa pulverizar o risco de um determinado ativo, teve nos EUA, na década de 1970, a sua popularização.

Desde então, a securitização se tornou uma operação comum e teve importante contribuição para o crescimento de diversas economias. Nos EUA, por exemplo, o volume envolvido em operações de securitização em 2005 (ultimo dado disponibilizado pela *Fannie Mae*) ultrapassava US\$ 7,394 trilhões, equivalente a 181% dos títulos federais americanos emitidos e aproximadamente 60% do PIB do país. Através da pulverização do risco, a securitização permitiu uma maior alavancagem do setor de crédito americano, que contribui para um maior dinamismo da economia.

No Brasil, Varig e Embratel emitiram dívidas no exterior através de operações de securitização e, posteriormente, a Mesbla emitiu domesticamente. As companhias o fizeram através da criação de Sociedades de Propósito Específico, para quem cediam os recebíveis.

No entanto, foi com a criação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios que a securitização viria a se firmar como um instrumento de captação de dívida por parte das companhias brasileiras e como uma nova alternativa de investimento.

Com um tratamento tributário favorecido em relação às SPEs e uma complexa estrutura, que visa proteger os investidores do risco de crédito da companhia emissora, os FIDCs surgiram como uma possibilidade de investir em um ativo com um risco menor do que a própria companhia emissora. Por isso, os *ratings* atribuídos pelas Agências de Classificação de *Rating* para as emissões de FIDC são, em geral, superiores aos *ratings* atribuídos à companhia que está emitindo a dívida.

Apesar disso, os FIDCs ainda oferecem um prêmio maior do que outros instrumentos do mercado de renda fixa, como as debêntures, por exemplo. Isso se deve a alguns fatores, como o desconhecimento por parte de muitos investidores acerca da estrutura dos FIDCs.

A falta de padronização nas emissões, problema que afeta todo o mercado de

crédito corporativo brasileiro, bem como a complexidade da estrutura dos FIDCs, dificultam o entendimento dos investidores, que ainda não são muito íntimos do produto.

Mas, a falta de liquidez no mercado secundário é parece ser o principal limitador de um maior crescimento dos FIDCs e o maior responsável pela alto prêmio embutido nas emissões.

Como a maioria dos FIDCs são emitidos sob condomínio fechado (o investidor só pode resgatar a sua aplicação no vencimento da emissão) e o mercado secundário é muito ilíquido, os investidores acabam por exigir um prêmio elevado no investimento. Por teoria, quanto mais longo o prazo de duração e menor a liquidez de determinado investimento, maior deverá ser o seu prêmio.

Além disso, a elevada taxa de juros praticada na economia brasileira é um elemento que inibe o desenvolvimento do mercado de crédito privado no país. Com taxas de juros altas, os títulos públicos federais, que já são ativos com risco muito baixo e liquidez imediata, tornam-se atraentes do ponto de vista da rentabilidade.

No entanto, muitos avanços vêm sendo realizados na busca por um mercado de dívida corporativa mais eficiente e dinâmico. O Novo Mercado de Renda Fixa, elaborado pela ANBIMA, bem como a criação das debêntures de infraestrutura, por exemplo, são tentativas de tornar as emissões mais padronizadas e desenvolver o mercado secundário.

Além disso, o BNDES se mostra totalmente alinhado com o discurso da necessidade do desenvolvimento do secundário no mercado de renda fixa e vem demonstrando interesse em colaborar.

Estudo realizado pela ANBIMA no final do ano passado, quando buscava mostrar ao público a necessidade da criação de um Novo Mercado de Renda Fixa, mostra que, para crescer em torno do seu PIB potencial, o Brasil deve investir, em média, 22% a 25% do seu PIB. No entanto, a análise dos últimos 20 anos mostra que os números tem mostrado sistematicamente um hiato de investimento de aproximadamente 5% do PIB.

A iniciativa privada é essencial para que esse hiato seja corrigido. No entanto,

para isso, as companhias precisam ter acesso mais amplo e barato à captação de dívida. Existem dois caminhos possíveis para alterar esse quadro através do desenvolvimento do mercado de renda fixa privada.

O primeiro deles é a adoção de medidas como a criação do NMRF, ou seja, adoção de mudanças institucionais, tributárias e de política que estimulem emissores e investidores a buscarem um novo equilíbrio, aonde os prazos das emissões de dívida corporativo sejam mais longos, o prêmio menor e a liquidez bem maior.

Além disso, essas medidas visam alcançar uma maior padronização do mercado de renda fixa brasileiro. Para os FIDCs, em particular, é de suma importância essa evolução. Como o instrumento é mais complexo que outros mais antigos e populares no mercado de crédito corporativo, como as debêntures, a falta de padrão nas características da estrutura de cada emissão de FIDC gera um maior desconforto ao investidor, que acaba por exigir um alto prêmio no investimento.

O outro caminho é a significativa redução da taxa nominal de juros, com uma combinação de inflação mais baixa e juros reais também menores. Essa redução forçará os investidores a atuar de forma mais ativa se não quiserem ver as suas rentabilidades encolherem.

Com juros menores e avanços institucionais como os que vêm ocorrendo recentemente, o mercado secundário de crédito privado no Brasil tem uma boa perspectiva de crescimento em liquidez.

A evolução do mercado secundário trará grandes benefícios à economia brasileira. Com companhias menos dependentes do financiamento de bancos (de acordo com os analistas da *Moody's*, as dívidas com bancos representam 43% do endividamento das empresas. O percentual sobe para 59% quando o BNDES é considerado), o acesso à dívida para elas será mais fácil e barato, criando incentivos para que se endividem mais, se alavancando, e aumentem a sua capacidade de investimento.

Um aumento da participação privada no investimento será um grande passo para que o Brasil aumente a taxa de investimento em relação ao PIB, hoje em 19%.

Por sua vez, os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, com uma

evolução do mercado de crédito corporativo brasileiro, tem potencial para se tornarem a maior fonte de captação das companhias.

Além de funcionar como uma forma de tirar ativos do balanço, permitindo uma maior alavancagem, os FIDCs ainda tem outras vantagens sobre outros instrumentos de captação de dívida existentes no mercado de crédito brasileiro.

A principal delas é a segregação do risco de crédito da companhia e do risco de crédito dos ativos securitizados. Uma vez cedidos ao fundo os recebíveis, os investidores não mais estão expostos ao risco da empresa emissora, mas sim da qualidade dos ativos securitizados. Além disso, a elaborada estrutura dos FIDCs trazem ampla proteção aos investidores em caso de perda de qualidade da carteira cedida.

Desta forma, seria razoável que, com o desenvolvimento do mercado de crédito privado brasileiro, com maior liquidez no mercado secundário, emissões mais longas e padronizadas, os FIDCs passem a oferecer um prêmio menor do que outros investimentos em dívida corporativa, como as debêntures.

## 10. Referências Bibliográficas

UQBAR – Securitização e Financiamento Imobiliário. Disponível em: <http://www.uqbar.com.br>

MOODY’S. Disponível em <http://www.moody.com.br>

FITCH RATINGS. Disponível em <http://www.fitchratings.com.br>

CVM. Disponível em <http://www.cvm.gov.br/>

CETIP. Disponível em <http://www.cetip.com.br/>

BLOOMBERG. Disponível em <http://www.bloomberg.com>

BNDES. Disponível em <http://bndes.gov.br>

ANBID. Disponível em <http://www.anbid.com.br>

ANBIMA DEBENTURES. Disponível em <http://www.debentures.com.br/>

KOTHARI, V. Securitization: the financial instrument of the new millennium. 1999

OLSON, Wayne. Securitization comes to other assets. Saving Institutions, 1986

Zachello, Daniel. Fatores que explicam os preços das emissões de debêntures e FIDCS no Brasil, 2009

BARRETO, Priscila. Securitização de recebíveis e a utilização de FIDCs, 2005

PEREIRA, P.H. Securitização de recebíveis como instrumento de captação para as empresas, 2009

MATACHE, Henara. Securitização de ativos e recebíveis: revolucionando o sistema financeiro, 2004

KENDAL, Leon. A primer on securitization, 1996

ZWEIG, Phillip. The asset securitization handbook, 1992

TEIXEIRA, Odilon. As condições de liquidez no mercado secundário dos fundos de investimento em direitos creditórios, 2006

**ANEXO:**

**ANEXO:****TABELA 1:** Evolução dos principais instrumentos de captação do mercado de capitais

<b>Ano</b>	<b>Ações</b>	<b>Debêntures</b>	<b>Notas Promissórias</b>	<b>CRI</b>	<b>FIDC</b>
1995	1.935,25	6.883,38	1.116,68	0,00	0,00
1996	9.179,37	8.395,48	499,35	0,00	0,00
1997	3.965,21	7.517,78	5.147,01	0,00	0,00
1998	5.968,38	9.657,30	12.903,49	314,01	0,00
1999	4.638,79	6.676,38	8.044,00	12,90	0,00
2000	13.537,49	8.748,00	7.590,70	171,67	0,00
2001	5.919,87	15.162,14	5.266,24	222,80	0,00
2002	6.151,12	14.635,60	3.875,92	142,18	200,00
2003	2.723,37	5.282,40	2.127,83	287,60	1.540,00
2004	9.152,55	9.613,81	2.241,00	403,00	5.134,65
2005	14.142,01	41.538,85	2.631,54	2.102,32	8.579,13
2006	31.306,92	69.464,00	5.278,50	1.071,44	14.262,00
2007	75.499,00	48.073,00	9.726,00	1.520,00	12.088,00
2008	34.882,13	24.049,00	25.438,00	4.809,00	12.878,00
2009	47.130,72	27.614,00	22.643,00	3.242,00	10.112,00
2010	150.285,00	52.293,00	18.737,00	7.592,00	13.720,00
2011	18.982,00	48.500,00	18.019,00	12.427,00	14.734,00
2012	0,00	7.406,00	2.793,00	1.169,00	1.403,00

**TABELA 2:** Fundos de Investimento em Direitos Creditórios emitidos em 2010 com remuneração atrelada ao CDI.

Emissor	Volume	Série	Classe	Prazo	Remuneração	RATING
BONSUCESSO	R\$ 200,0	1	Sênior	160 meses	122,60%	S&P AAA
INTERMEDIUM	R\$ 80,0	1	Sênior	48 meses	125,42%	S&P AA-
FIDC CAESB	R\$ 120,0	1	Sênior	60 meses	139,55%	Fitch AA- (bra)
CHEMICAL V	R\$ 272,4	1	Sênior	36 meses	114,12%	Moodys Aa1.br
FIDC GLOBEX	R\$ 1.000,0	1	Sênior	36 meses	107,75%	Fitch AAA(bra)
FIDC CHEMICAL VI - senior	R\$ 544,8	1	Sênior	48 meses	113,56%	Moodys Aaa.br
FIDC LOJAS RENNER	R\$ 350,0	1	Sênior	36 meses	113,56%	S&P brAA+
FIDC GMAC	R\$ 200,0	1	Sênior	30 meses	121,47%	S&P brAAA
FIDC BANCO BMG - senior	R\$ 290,5	1	Sênior	60 meses	120,00%	S&P AAA
BV Financeira IV	R\$ 2.000,0	1	Sênior	36 meses	110,00%	Moodys Aa1
Comance Clean Energy Mercantis	R\$ 80,0	1	Sênior	84 meses	156,49%	LF AA-
Consignados Portfólio II	R\$ 100,0	1	Sênior	60 meses	121,47%	S&P AA
Credipar Mais	R\$ 100,0	1	Sênior	36 meses	131,64%	Fitch AAA
Crédito Universitário	R\$ 40,0	5	Sênior	35 meses	122,60%	S&P AA
Idéias net recebíveis Comerciais	R\$ 22,5	1	Sênior	60 meses	124,86%	Fitch AA-
Indústria Êxodus	R\$ 80,0	11	Sênior	18 meses	125,00%	S&P AA
Indústria Êxodus	R\$ 80,0	12	Sênior	30 meses	130,00%	S&P AA
Mercantis Monsanto	R\$ 180,0	1	Sênior	24 meses	122,60%	S&P AAA
Multirecebíveis II	R\$ 60,0	4	Sênior	30 meses	112,00%	Austin AA+
Multisetorial BVA Master II	R\$ 130,0	1	Sênior	48 meses	139,55%	Austin AA
Multisetorial BVA Master III	R\$ 195,0	1	Sênior	48 meses	139,55%	Austin AA
Multisetorial Silverado Maximum	R\$ 100,0	4	Sênior	36 meses	130,00%	S&P AA
Pension Trust III Multisegmentos	R\$ 200,0	1	Sênior	60 meses	125,42%	S&P AA
PWS NP	R\$ 100,0	1	Sênior	64 meses	200,00%	Austin A
Sul Invest Multisetorial	R\$ 15,5	3	Sênior	36 meses	135,00%	S&P AA
					Prazo Médio 4,06 anos	Remuneração Média 128,17% CDI

TABELA 3: Debêntures emitidas em 2010 com remuneração indexada ao CDI.

Emissor	Volume da Emissão (milhões)	Prazo	Remuneração	RATING
BROOKFIELD	R\$ 284,7	4 anos	112%	Fitch A+ (bra)
CEMIG	R\$ 2.700,0	2 anos	111%	Moodys Aa1.br
MRV	R\$ 400,0	4 anos	111%	S&P A+
AUTOVIAS	R\$ 180,0	5 anos	111%	Moodys Aa2.br
CENTROVIAS	R\$ 230,0	5 anos	112%	Moodys Aa3.br
VIANORTE	R\$ 100,0	5 anos	112%	Moodys Aa3.br
INTERVIAS	R\$ 250,0	5 anos	111%	Moodys Aa1.br
SABESP	R\$ 600,0	5 anos	112%	S&P AA-
SABESP	R\$ 300,0	3 anos	111%	S&P AA-
AES ELETROPAULO	R\$ 400,0	4 anos	111%	S&P brAA
TELEMAR NORTE LESTE	R\$ 1.800,0	4 anos	111%	S&P brAAA/ Moodys Aaa.br
AES TIETÊ	R\$ 900,0	5 anos	111%	S&P AA-
RODONORTE	R\$ 200,0	5,5 anos	115,50%	S&P A+
AUTOBAN	R\$ 130,0	2,5 anos	108,00%	S&P AAA
LOCALIZA	R\$ 130,0	7 anos	112,00%	Moodys Aa1.br
LOCALIZA	R\$ 240,0	7 anos	114,00%	Moodys Aa1.br
NATURA	R\$ 350,0	3 anos	108,00%	S&P AAA
HYPERMARCAS	R\$ 200,0	2,75 anos	113,72%	Fitch A+
ITAUSA	R\$ 1.400,0	3 anos	106,50%	Moodys A3.br
BANDEIRANTE ENERGIA	R\$ 390,0	6 anos	111,36%	Moodys Aa2.br
FORJAS TAURUS	R\$ 100,0	4 anos	114,21%	Fitch A
TAESA	R\$ 600,0	5 anos	111,14%	Moodys Aa1.br
ELEKTRO	R\$ 300,0	4 anos	110,97%	S&P brAAA
ELEKTRO		5 anos	111,08%	S&P brAAA
HYPERMARCAS	R\$ 500,0	4 anos	111,52%	S&P brA+
HYPERMARCAS		5 anos	111,74%	S&P brA+
GAFISA	R\$ 300,0	5 anos	111,85%	Moodys A1.br
AMIL	R\$ 300,0	3 anos	111,14%	Fitch AA-
AMIL	R\$ 300,0	4 anos	111,30%	Fitch AA-
AMIL	R\$ 300,0	5 anos	111,47%	Fitch AA-
AUTOVIAS	R\$ 200,0	5 anos	111,58%	Moodys Aa2.br
INTERVIAS	R\$ 100,0	5 anos	111,58%	Moodys Aa1.br
TAESA	R\$ 425,0	5 anos	111,25%	Moodys Aa1.br
TAESA	R\$ 245,0	7 anos	111,47%	Moodys Aa1.br
		Prazo Médio: 4,52 anos	Remuneração Média 111,3% CDI	

## FLUXOGRAMA 2: MECANISMO DE FUNCIONAMENTO DA C3

### Modus operandi

Como vai funcionar a central de cessão de crédito

